

TRŽIŠNI PRISTUP KREIRANJU VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

THE MARKET APPROACH TO DETERMINING COMPANY VALUE

Dr Pajo Panić, vanredni profesor
Fakultet poslovne ekonomije u Bijeljini

Apstrakt. Glavni cilj ovog rada je da se izloži vrednovanje strategije pomoću modela neto vrijednosti. Predstavljeni model izražava ekonomsku vrijednost strategije ili nekog ulaganja na osnovu procijenjenog gotovinskog toka koji je diskontovan sa cijenom kapitala. Metodologija za izračunavanje ove vrijednosti sadrži dvije značajne napomene. Prva se tiče veličina rezidualne vrijednosti, koja direktno zavisi od pretpostavki koje su učinjene za period predviđanja, a druga, da ne postoji jedinstvena formula za izračunavanje rezidualne vrijednosti, pa se različite metode mogu primjenjivati u različitim okolnostima. Ovaj rad doprinosi oblasti upravljanja poslovnim finansijama, što je složen i atraktivan zadatak, jer je uvećanje finansijskog kapitala po maksimalnoj stopi rentabilnosti centralni motiv preduzetništva.

Ključne riječi: poslovne finansije, vrijednost preduzeća, model neto vrijednosti, tok kapitala

Abstract. The main aim of this paper is to present valuing of strategy by using the model of net value. The presented model articulates an economic value of the strategy or an investment on the basis of assessed capital flow, which has been discounted with the price of the capital. Methodology for calculation of this value contains two important notes. The first one is related to the size of residual value, which is directly dependent on the assumptions that are set for the forecasting period, and the other one is that there is no unique formula for calculation of the residual value, therefore various methods can be used in different circumstances. This paper contributes to the area of business finances which is a complex and attractive task, because increase of the financial capital by maximal rate of rent ability is a central motive of entrepreneurship.

Key words: business finances, company value, net value model, capital flow

UVOD

Finansijski položaj preduzeća predstavlja najznačajniji pokazatelj finansijskog stanja, koji govori o mogućnostima kojima raspolaže preduzeće u datom momentu posmatranja. Stvaranje vrijednosti preduzeća podrazumijeva istovremeno stvaranje konkurentske prednosti i vrednovanje ekonomskih efekata.

Finansijski položaj preduzeća u mnogome zavisi od menadžmenta preduzeća, jer najveća uloga pripada menadžerima koji svojim vizijama i pravilnom upotrebom finansijskih sredstava moraju da obezbijede normalan rast i razvoj preduzeća i time stvore zadovoljavajući finansijski ugled.

TRŽIŠNI PRISTUP KREIRANJU VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

Cilj poslovanja preduzeća je maksimizacija profita. Mjerila toga profita u kompaniji akcionarskog tipa su dividende i kapitalni dobiti. Da bi preduzeće došlo do tog cilja mora da koristi određene metode, postupke i načine upravljanja. Model tržišne vrijednosti predstavlja metodički pristup utvrđivanja vrijednosti preduzeća. Procjena vrijednosti preduzeća se vrši metodom diskontovanja neto gotovinskih tokova iz poslovanja pomoću cijene kapitala. U okviru ovako tretirane vrijednosti preduzeća javlja se pitanje relevantnosti korišćenih metoda, što je izrazito karakteristično za nerazvijene zemlje i zemlje u tranziciji.

U odsustvu finansijskog sistema sa svim njegovim elementima, niskoj razvijenosti finansijskih tržišta, neevoluiranim finansijskim instrumentima, stvarnu tržišnu vrijednost preduzeća je izuzetno teško utvrditi. Kada su u pitanju tržišno orijentisana preduzeća, dividenda i kapitalni dobiti su uvijek privlačili pažnju, ma kako se posmatrali, kao neto prihod preduzetanih aktivnosti ili kao vodič ekonomskog ponašanja.

Primjena koncepta neto vrijednosti

Neto vrijednost u suštini označava vrijednost sopstvenog kapitala preduzeća. Ova vrijednost predstavlja razliku između ukupne vrijednosti preduzeća i vrijednosti duga. Polazna osnova za izračunavanje neto

vrijednosti je utvrđivanje ukupne vrijednosti preduzeća. Vrednovanje preduzeća je složen i delikatan zadatak, prvenstveno po pitanju pojma vrijednosti. Postoji više različitih definicija vrijednosti, ali se najčešće koristi definicija pravične ili fer vrijednosti. To je onaj iznos za koji je prodavac spreman da ustupi kupcu vlasništvo nad kapitalom a time i nad preduzećem. Ova razmjena je dobrodošla pri čemu postoji razuman stepen informisanosti o relevantnim činjenicama.¹

Metod rojaliteta je naročito pogodan za potrebe vrednovanja preduzeća u tranziciji. Pristup neto vrijednosti respektuje vrednovanje preduzeća preko njegove prinodne snage. Ovaj pristup suštinski je najbliži varijanti komponentnog modela diskontovanog gotovinskog toka. Sličnosti se baziraju na korišćenju istih vrijednovanih komponenti: slobodnog gotovinskog toka, diskontne stope i vrijednosti duga. Tehnika diskontovanja u jednom i drugom modelu se zasniva na korišćenju ponderisane prosječne stope kapitala.

Isto tako oba modela izračunavaju dvije vrijednosti preduzeća: jednu za eksplicitno utvrđeni period predviđanja i drugu za period nakon eksplicitno utvrđenog perioda predviđanja ili tzv. rezidualnu vrijednost. Izvjesno je da među pomenutim pristupima postoje i određene razlike. Suštinska razlika nastaje zbog različitih svrha vrednovanja preduzeća. Osnovni cilj pristupa neto vrijednosti je izračunavanje ekonomske vrijednosti koju strategija kreira za vlasnike.

Vrijednost preduzeća se iskazuje kao zbir vrijednosti duga i sopstvenog kapitala, odnosno

$$\text{Vrijednost preduzeća} = \text{Dug} + \text{Sopstveni kapital}$$

Sopstveni kapital naziva se još i neto vrijednost preduzeća.

Preuređivanjem gornje jednakosti u neto vrijednost dobija se izraz:

$$\text{Neto vrijednost preduzeća} = \text{Vrijednost preduzeća} - \text{Dug}$$

Za izračunavanje neto vrijednosti je neophodno da se prvo utvrdi vrijednost preduzeća. Ova vrijednost je sastavljena od dvije komponente:

1. sadašnje vrijednosti gotovinskog toka iz poslovanja za eksplicitno definisani period i
2. rezidualne vrijednosti koju čini sadašnja vrijednost gotovinskog toka iz poslovanja nakon definisanog perioda.

Radi veće preciznosti uključuje se još jedna komponenta vrijednosti preduzeća. To je sadašnja vrijednost likvidnih hartija od vrijednosti i ostalih plasmana, koji lako mogu da se konvertuju u gotovinu, pri čemu ovi plasmani nisu suštinski važni za funkcionisanje preduzeća. Vrijednost preduzeća, dakle, može da se predstavi u razvijenoj formi na sljedeći način:

$$\text{Vrijednost preduzeća} = \text{Sadašnja vrijednost gotovinskog toka iz poslovanja do kraja perioda} + \text{rezidualna vrijednost} + \text{likvidne hartije od vrijednosti}$$

Od tako utvrđene vrijednosti odbija se vrijednost duga da bi se izračunala neto vrijednost. Dug se vrednuje prema tržišnim kriterijumima. Između ostalog, dug uključuje neisplaćene obaveze prema penzionim fondovima, tržišnu vrijednost preferencijalnih akcija i ostale interese povjerilaca. Gotovinski tok iz poslovanja predstavlja razliku između operativnih prilika i odliva preduzeća.

Rezidualna vrijednost preduzeća (na kraju perioda predviđanja) izračunava se kada se sadašnja vrijednost gotovinskog toka bez dospjeća podijeli sa cijenom kapitala, odnosno:

$$\text{Rezidualna vrijednost} = \text{Gotovinski tok bez dospjeća (sadašnja vrijednost)} : \text{cijena kapitala}$$

Kontinualni metod se ne zasniva na pretpostavci da će svi budući gotovinski tokovi iza eksplicitno definisanog perioda predviđanja stvarno biti identični. Jedino se tvrdi da ovi tokovi neće uticati na vrijednost preduzeća jer će stopa odnosa na investicije biti jednaka cijeni kapitala kao diskontnoj stopi.

¹ Leko V., Vlahović V. i Poznanić V., *Procena vrednosti kapitala – metodologija i primeri*, Ekonomski Institut, Beograd, 1997., str. 197.

Naša literatura, kao i zakonski normativni propisi, izračunava rezidualnu vrijednost preduzeća pomoću tzv. Gordonovog obrasca.² Puni naziv ovog obrasca je „formula rastućeg slobodnog gotovinskog toka bez dospijeca“:³

$$\text{Kontinualna vrijednost} = FCF_{1+t} / \text{Diskontna stopa} - 2$$

gde je: FCF_{1+t} = normalizovan nivo slobodnog gotovinskog toka u prvoj godini nakon eksplicitnog perioda: g = očekivana stopa rasta gotovinskog toka hartije od vrijednosti bez dospijeca. Ova formula važi samo kada je g manje od diskontne stope.

Metodološke razlike između dva pristupa računanja rezidualne vrijednosti su posljedica različitih ugrađenih pretpostavki. Naime, Gordonov obrazac računa se stopom rasta gotovinskog toka bez dospijeca nakon eksplicitno definisanog perioda istraživanja.

Na sljedećem primjeru uključene su sve vrijednosne komponente (operativni gotovinski tok, cijena kapitala i rezidualna vrijednost) i izvori vrijednosti za izračunavanje neto vrijednosti. Broj perioda koji su uključeni u istraživanje 5; prihodi (posljednji istorijski podatak) 100, stopa rasta prihoda 16%, profitna marža poslovanja 13%, dodatne investicije u fiksnu imovinu 21%, dodatne investicije u obrtnu imovinu 15%, stopa poreza na dobit 50 Čs, rezidualna vrijednost stope poreza na dobit 50%, cijena kapitala 20% likvidne hartije od vrijednosti i plasmani 3.000 i tržišna vrijednost duga i ostale obaveze 10.000.

U mnogim situacijama je razumno da se koriste zakonske stope. Ako se očekuje usporavanje investicija, onda preduzeća imaju različite mogućnosti da zaštite dobit: na primjer, pomoću ubrzane amortizacije i sl.

Gotovinski tok koji je ostvaren u prvoj godini izračunat je na sljedeći način:

$$(\text{Prodaja u prethodnoj godini}) \times (1 + \text{Stopa rasta prodaje}) \times (\text{Profitna marža iz poslovanja}) \times (1 - \text{Stopa poreza na dobit}) - (\text{Prodaja u prethodnoj godini}) \times (\text{Stopa rasta prodaje}) \times (\text{Stopa dodatne fiksne plus obrtne imovine})$$

$$= 100 \times (1 + 0.16) \times (0.13) \times (1 - 0.5) - 100 \times (0.16) \times (0.21 + 0.15) = 7.540 - 5.760 = 1.780$$

Tabela 1. Sadašnja vrijednost gotovinskih tokova

Godina	Gotovinski tok	Sadašnja vrijednost (PV)	Kumulativna sadašnja vrijednost	Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	Kumulativna PV+rezidualne vrijednosti
1	1.780	1.483	1.483	31.417	32.900
2	2.065	1.434	2.917	30.369	33.287
3	2.395	1.386	4.303	29.357	33.660
4	2.778	1.340	5.643	28.379	34.022
5	3.223	1.295	6.938	27.433	34.371
Likvidne hartije od vrijednosti i plasmani					+3.000
VRIJEDNOST PREDUZEĆA					37.371
Tržišna vrijednost duga					-10.000
NETO VRIJEDNOST					27.371

Izvor: Izrada autora

Rezidualna vrijednost je izračunata na kraju svake godine koristeći metod „bez dospijeca“ na sljedeći način:

$$\text{Gotovinski tok prije novih investicija} / \text{Cijena kapitala} = 7.540 : 0.2 = 37.700 \text{ KM.}$$

Da bi se ovaj iznos rezidualne vrijednosti sveo na sadašnju vrijednost, potrebno je da se podijeli sa izrazom $(1 + \text{cijena kapitala})$ ili 1,20, odnosno: $37.700 : 1.20 = 31.417$.

Isti način izračunavanja važi za rezidualne vrijednosti na kraju druge, treće, četvarte, pete godine.

² Leko, V., Vlahović A., Procena vrednosti kapitala – metodologija i primeri, Ekonomski institut, Beograd, 199, str. 170.

³ Dejan V. Finansijski menadžment, Fakultet za menadžment Braća Karić, Beograd, 199, str. 128.

Sadašnja vrijednost gotovinskih tokova iznosi kumulativno 6.938 KM. Kada se na ovaj iznos doda rezidualna vrijednost od 27.433 KM na kraju petogodišnjeg perioda, dobija se ukupna vrijednost od 34.371KM. Ovu vrijednost treba uvećati za likvidne hartije od vrijednosti i ostale plasmane da bi se dobila vrijednost preduzeća u iznosu od 37.371. Kada se od ukupne vrijednosti preduzeća odbije tržišna vrijednost preduzeća, dug od 10.000 KM, dobija se neto vrijednost u iznosu od 27.371 KM.

Izračunavanje kreirane neto vrijednosti

Kreirana neto vrijednost označava promjenu vrijednosti tokom perioda predviđanja. Da podsjetimo, suština kreirane vrijednosti je u višku prinosa iznad cijene kapitala koju zahtijeva finansijsko tržište. Najbolji način za prikazivanje kreirane vrijednosti je da se ponovo koriste podaci iz prethodne tabele. U ovoj tabeli sadržani su podaci kao i u prethodnoj, osim što se uvodi nova kolona "povećanje vrijednosti".

Tabela 2. Osnovni slučaj (cijena kapitala = 20%)

Godina	Gotovinski tok	Sadašnja vrijednost (PV)	Kumulativna sadašnja vrijednost	Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	Kumulativna PV+rezidualne vrijednosti	Povećanje vrijednosti (kreirana vrijednost)
1	1.780	1,483	1.483	31.417	32.900	400
2	2.065	1.434	2.917	30.369	33.287	387
3	2.395	1.386	4.303	29.357	33.660	374
4	2.778	1.340	5.643	28.379	34.022	361
5	3.223	1.295	6.938	27.433	34.371	349
						1.871
Likvidne hartije od vrijednosti i plasmani					+3,000	
VRIJEDNOST PREDUZEĆA					37.371	
Tržišna vrijednost duga					-10.000	
NETO VRJEDNOST					27.371	

Izvor: Izrada autora

Može se uočiti da ukupno kreirana vrijednost iznosi 1.871 tokom petogodišnje primjene modela. Smanjenje vrijednosti iz godine u godinu (posljednja kolona) se računa na osnovu zbirva kumulativnih PV i rezidualne vrijednosti. Na primjer, povećanje vrijednosti u godini 2 od 0,387 jednako je 33.287 – 32.900.

Vrijednost koju kreira strategija (kreirana neto vrijednost) predstavlja razliku između neto vrijednosti i prestrateške neto vrijednosti:

$$\text{Vrijednost koju kreira strategija} = \text{Neto vrijednost} - \text{Prestrateška neto vrijednost}$$

Prestrateška neto vrijednost je vrijednost preduzeća u sadašnjem trenutku, pod pretpostavkom da nije kreirana nikakva dodatna vrijednost. Ova vrijednost ne predviđa bilo kakav potencijal kreirane vrijednosti koji je povezan sa očekivanim ulaganjima preduzeća. Prestrateška neto vrijednost se izračunava primjenom odgovarajućeg metoda rezidualne vrijednosti na period sa posljednjim raspoloživim istorijskim podacima.⁴ Prema podacima iz prethodnog primjera prodaja u posljednjem istorijskom periodu je iznosila 100. Sa maržom profita iz poslovanja od 13% i stopom poreza na dobit od 50%, gotovinski tok prije novih investicija iznosi 6.500 [(100,0 x 13%) x 50% = 6,5]. Pretpostavljajući metod bez dospjeća za izračunavanje rezidualne vrijednosti prestrateška neto vrijednost se utvrđuje na slijedeći način:

$$\text{Prestrateška vrijednost} = (\text{Gotovinski tok prije novih ulaganja} / \text{Cijena kapitala}) + \text{Likvidne hartije od vrijednosti} - \text{Tržišna vrijednost duga.}$$

$$(= 6.5/20\% + 3.0 - 10,0 = 25.5)$$

Vrijednost u iznosu 1.871 koju kreira strategija predstavlja razliku između 27.371 neto vrijednosti i 25.5 prestrateške vrijednosti. Ako je likvidaciona vrijednost preduzeća veća od vrijednosti koja se dobija

⁴ Panić, P., *Investicije, ocjena i upravljanje projektima, FST, Bijeljina, 2006, str. 239.*

diskontovanjem gotovinskog toka onda ovu prvu treba koristiti za potrebe analize. U tom slučaju vrijednost koju kreira strategija može da se izračuna na sljedeći način:

$$\text{Vrijednost koju kreira strategija} = \text{Kumulativna sadašnja vrijednost gotovinskih tokova} + \text{Sadašnja likvidaciona vrijednost na kraju perioda predviđanja} - \text{Tekuća likvidaciona vrijednost}$$

$$(6.938 + 27.433) - 32.500 = 1.871$$

Kreiranje vrijednosti usljed smanjenja profita marže

Veličina kreirane vrijednosti zavisi od izvora vrijednosti profitne marže iz poslovanja. Ako se profitna marža iz poslovanja smanji, onda može da se očekuje istovremeno smanjenje gotovinskih tokova i neto vrijednosti.

Ako slijedimo prethodni primjer izračunavanja gotovinskog toka na strani 4, ako svi podaci ostanu isti, izuzev smanjenja profitne marže sa 13% na 12%, gotovinski tok koji je ostvaren u prvoj godini izračunat je na sljedeći način:

$$100 \times (1+0,16) \times (0,12) \times (1-0,5) - 100 \times (0,16) \times (0,21+0,15)$$

$$6.960 - 5.760 = 1.200$$

Tabela 2. Osnovni slučaj – (cijena kapitala = 20%)

Godina	Gotovinski tok	Sadašnja vrijednost (PV)	Kumulativna sadašnja vrijednost	Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	Kumulativna PV+rezidualne vrijednosti	Povećanje vrijednosti (kreirana vrijednost)
1	1.200	1.000	1.000	29.000	30.000	0,00
2	1.392	967	1.967	28.033	30.000	0,00
3	1.615	934	2.901	27.099	30.000	0,00
4	1.873	903	3.804	26.196	30.000	0,00
5	2.173	873	4.678	25.322	30.000	0,00
Likvidne hartije od vrijednosti i plasmani					+3.000	
VRIJEDNOST PREDUZEĆA					33.000	
Tržišna vrijednost duga					-10.000	
NETO VRIJEDNOST					23.000	

Isti postupak izračunavanja važi i za ostale vrijednosti na kraju druge, treće, četvrte i pete godine.

$$\text{Sadašnja vrijednost} = \frac{\text{gotovinski tok}}{\text{cijena kapitala}} = \frac{1.200}{1,20}$$

Rezidualna vrijednost je izračunata na kraju svake godine koristeći metod „bez dospijeća“ na sljedeći način:

$$\text{gotovinski tok prije novih investicije podijeljen sa cijenom kapitala. (6.960 : 0,20 = 34.800)}$$

Da bi se rezidualna vrijednost svela na sadašnju vrijednost, potrebno je da se podijeli sa cijenom kapitala (1+cijena kapitala) 1,20, odnosno 34.800 : 1,20 = 29.000.

Broj perioda koji su uključeni u istraživanje 5; prihodi (posljednji istorijski podatak) 100, stopa rasta prihoda 16%, profitna marža iz poslovanja 12%, dodatne investicije u fiksnu imovinu 21%, dodatne investicije u obrtnu imovinu 15%, stopa poreza na dobit 50%, rezidualna vrijednost stope poreza na dobit 50%, cijena kapitala 20%, likvidne hartije od vrijednosti i plasmani 3.000 i tržišna vrijednost duga i ostale obaveze 10.000 KM.

Ulaganja preduzeća su u periodu predviđanja tako projektovana da odbacuju prinose tačno u visini cijene kapitala. Posljedična vrijednost koja se kreira jednaka je nuli u svim godinama petogodišnjeg perioda.

Profitna marža iz poslovanja od 12% predstavlja „prag marže“ preduzeća. Prag marže je nova vrsta „analize prelomne tačke“ koja je orijentisana na vrijednost. Drugim riječima, neko preduzeće će zaraditi na ovoj tački

svoju minimalno prihvatljivu stopu prinosa odnosno svoju cijenu kapitala. Prag marže veoma dobro povezuje vrijednosne koncepte savremene finansijske teorije sa potrebama menadžmenta preduzeća. Naime, danas više nije dovoljno instruisati menadžment da investira u strategije koje odbacuju veće prinose nego što je cijena kapitala. Ono što je njima potrebno, jeste lako razumljiv i operativan koncept za utvrđivanje potencijala kreirane vrijednosti alternativnih strategija.

Prag marže može veoma dobro da posluži ovoj svrsi s obzirom na suštinsku važnost ovog racija za utvrđivanje rentabilnosti i efikasnosti preduzeća. Isto tako prag marže može da se koristi za vrednovanje prošlih, kao i budućih, tj. ciljnih performansi preduzeća. Koncept praga marže može da se izrazi na dva načina: (1) kao marža koja se zahtijeva za dodatni prihod i (2) kao marža koja se zahtijeva na ukupan prihod.

Strategija koja stvara dodatni prihod i dodatni gotovinski tok, po osnovu investicija u fiksnu i obrtnu imovinu, ima za rezultat promjenu neto vrijednosti preduzeća.

ZAKLJUČAK

U ovom radu predmet izlaganja bilo je vrednovanje strategije pomoću modela neto vrijednosti. Bilansna struktura predstavlja osnov kreiranja vrijednosti preduzeća. Ovako posmatrana struktura može se kreirati u vidu imovinske strukture, a potom i u vidu kapitalne strukture. Postoje dileme oko kreiranja vrijednosti preduzeća šta treba da predstavlja dominantni tržišni kriterijum za utvrđivanje ekonomske vrijednosti.

Klasično računovodstvo smatra da objavljeni podaci o prinosima automatski obezbjeđuju rast tržišnih cijena akcija. Model izražava ekonomsku vrijednost strategije ili nekog ulaganja na osnovu procijenjenog gotovinskog toka koji je diskontovan sa cijenom kapitala. Interes vlasnika je da se utvrdi odnos između investiranja u sadašnjosti i budućih gotovinskih tokova. Metodologija izračunavanja toka iz poslovanja i diskontne stope omogućava da se utvrdi dio vrijednosti preduzeća za eksplicitno definisani period predviđanja. Za rezidualnu vrijednost je karakteristično da predstavlja najveći dio vrijednosti preduzeća. Metodologija za izračunavanje ove vrijednosti sadrži dvije značajne napomene. Prvo, veličina rezidualne vrijednosti direktno zavisi od pretpostavki koje su učinjene za period predviđanja. Drugo, ne postoji jedinstvena formula za izračunavanje rezidualne vrijednosti. Različite metode mogu da se primjenjuju u različitim okolnostima.

U savremenim tržišnim ekonomijama upravljanje poslovnim finansijama jeste i složen i atraktivan zadatak, iz posebnog razloga, što oplodnja finansijskog kapitala, po maksimalnoj stopi rentabilnosti, odnosno po najviše mogućoj stopi dobiti, prezentuje centralni motiv preduzetništva. Za kreiranje vrijednosti preduzeća važan je odnos sopstvenih i pozajmljenih sredstava, izbor između različitih finansijskih alternativa, odnos između finansijskih obaveza i profita, nivo različitog kapitala, cijene kapitala i zaduživanja. Formiranje kapitalne strukture u jednom širem kontekstu ima svoje mjesto još u fazi postavljanja profita kao ciljne funkcije i stvaranja načelnih okvira za dispozicije koje proizilaze iz zahtjeva za operacionalizacijom te ciljne funkcije.

LITERATURA

1. Aničić, P., Metode ekonomske analize, Ekonomski fakultet, Beograd, 2001.
2. Duckman, D., Intermediate Accounting, 5th edition, Mc Graw – Hill International Edition, 2001.
3. Krasulja, D. i Ivanišević, M., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000.
4. Mankiew, G.N. Principles of Microeconomics, Harward University Press, New York, 2005.
5. Panić, P., Investicije, ocjena i upravljanje projektima, FST.Bijeljina,2006.
6. Vukša, S., Poslovna analiza, Fakultet za poslovne studije, Banja Luka, 2006.

Web izvori:

www.economy.co.yu

www.invest.co.yu