

Maja Ilić-Pupovac*
Sanja Vlaović Begović**
Bojan Rupić***

EKONOMSKA DODATA VREDNOST (EVA) I DODATA TRŽIŠNA VREDNOST (MVA) U FUNKCIJI STVARANJA VREDNOSTI ZA AKCIONARE

Sažetak: Uvećanje vrednosti za ključne stejkholdere, tj. akcionare, predstavlja jedan od najvažnijih ciljeva savremenog korporativnog preduzeća. Novi koncept zasnovan na vrednosti, nazvan ekonomska dodata vrednost – EVA, predstavlja izvedenu internu meru stvaranja vrednosti koja pomaže menadžerima da u svoj proces odlučivanja inkorporiraju dva bazična principa finansija: maksimiranje bogatstva akcionara i da vrednost preduzeća zavisi od očekivanja investitora da li će budući profit prevazilaziti trošak kapitala. EVA je direktno povezana sa eksternom performansom preduzeća na tržištu kapitala, tj. dodatom tržišnom vrednosti – MVA. MVA predstavlja ocenu tržišta kapitala u određenom vremenskom trenutku, ona odražava i uspeh sa kojim je preduzeće investiralo kapital u prošlosti i očekivanja o uspešnosti investiranja kapitala u budućnost, što sve zajedno utiče na vrednost preduzeća, a time i na vrednost za akcionare.

Ključne reči: vrednost za akcionare, pokretači vrednosti, ekonomska dodata vrednost, dodata tržišna vrednost.

ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) AND MARKET VALUE ADDED (MVA) IN THE FUNCTION OF CREATING VALUE FOR SHAREHOLDERS

Abstract: Increase in the value for the key stakeholders, i.e. shareholders, is one of the most important goals of a modern corporation. A new concept based on the value, so-called, Economic Value Added - EVA is a derived internal measure of value creation that helps managers in their decision-making processes which incorporate two basic principles of finance: the maximization of shareholders' wealth and that the value of the company depends on investor expectations that the future profits will exceed the cost of the capital. EVA is directly related to the external performance of the company in the capital market, i.e. Market Value Added - MVA. MVA is the assessment of the capital markets, within a specified period of time and reflects the success with which the company invested capital in the past and expectations of the success of performance of investing capital in the future, which affects the value of the company, and thus a shareholder value, as well.

Key words: shareholder value, value drivers, Economic Value Added, Market Value Added.

UVOD

Sedamdesetih godina 20. veka, po Reimann-u, akcionari američkih preduzeća bili su prilično razočarani prinosom, pitajući se zašto profitabilne kompanije ne uspevaju da stvore veću vrednost za svoje vlasnike. Zahvaljujući procesu korporativnog restrukturiranja, briga za uvećanje vrednosti imovine vlasnika u velikoj meri se povećala osamdesetih godina. Zadovoljstvo ključnih aktera je osnovni uslov za uspešnu firmu

* Mr Maja Ilić-Pupovac, magistar ekonomskih nauka, predavač, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad, Vladimira Perića Valtera 4, 021/4854021, bp.majailic@gmail.

** Mr Sanja Vlaović Begović, magistar ekonomskih nauka, predavač, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad, sanjavbegovic@gmail.com.

*** Mr Bojan Rupić, magistar ekonomskih nauka, ovlašćeni revizor, DIJ-AUDIT DOO, Beograd, bojanspurs@gmail.com.

(Ljubojević, Ljubojević, 2011: 22). Ovo je za rezultat imalo stvaranje velikog broja preduzeća vođenih vrednošću, koja se značajno razlikuju u odnosu na tradicionalna preduzeća.

Uspostavljanjem brojnih performansi preduzeća prevaziđeno je tradicionalno sagledavanje podataka zasnovano na analizi osnovnih finansijskih izveštaja. Preduzeće vođeno vrednošću u prvi plan ističe stvaranje vrednosti za ključne stejkholdere, među kojima se ističu akcionari. Da je tako može se videti u navodima uspešnih kompanija. *Cadbury Schweppes* smatra da je krajnji cilj preduzeća rast vrednosti za vlasnike akcija (Cadbury Investors, 2010), dok *Credit Suisse Group* kao glavni cilj, pored maksimizacije vrednosti, za akcionare ističe i postizanje visokog stepena satisfakcije kod kupca (Credit Suisse, 2010). Takođe, *Dow Chemical Company* i *Exxon Mobil* smatraju da dugoročna maksimizacija vrednosti za akcionare (Liveris, 2006: 257) i dugoročna održiva vrednost za akcionare (Mansley, 2002: 173) treba da imaju primat nad ostalim ciljevima preduzeća.

Da bi se ostvario osnovni cilj preduzeća orijentisanih na vrednost – povećanje tržišne vrednosti preduzeća, a time i kreiranje vrednosti za akcionare, bilo je neophodno da se razvije veliki broj novih metoda i tehnika koje bi predstavljale alternativu tradicionalnim računovodstvenim merilima. U radu će biti prezentovan uticaj dva merila na stvaranje vrednosti za akcionare: ekonomske dodate vrednosti – EVA i dodate tržišne vrednosti – MVA.

1. VREDNOST ZA AKCIONARE

Savremeni pristup vrednosti akcionara zasnovan je na različitim tačkama gledišta svih subjekata koji su uključeni u preduzeće, a koji imaju jedan zajednički cilj poslovanja koje se odnosi na stvaranje vrednosti. Copeland i ostali smatraju da je vrednost stvorena ukoliko je povraćaj na investicije veći od oportunitetnih troškova kapitala (Copeland, et al., 2000: 32). Dalborg naglašava da je vrednost kreirana ukoliko postoji povraćaj akcionarima, rast dividendi i cene akcije, uključujući i rizik pri povraćaju na investicije (troškove sopstvenog kapitala) (Dalborg, 1999: 4). On je istakao da pri ukupnom povraćaju akcionara većem od troškova sopstvenog kapitala zaista dolazi do kreiranja vrednosti.

Petty i Martin navode da kreiranje vrednosti podrazumeva mnogo više od praćenja performansi kompanije. Vrednost je kreirana kada su menadžeri aktivno uključeni u proces identifikovanja dobrih investicionih mogućnosti i kada preduzimaju korake za ostvarivanje potencijalne vrednosti (Martin, Petty, 2000: 54).

Zakić i Njegić tvrde da preduzeća generišu vrednost za akcionare kada investiraju u projekte, proizvode, istraživanje, razvoj i druge oblasti za koje se očekuje da će ostvariti pozitivne neto diskontovane novčane tokove, odnosno čija će stopa prinosa biti viša od troškova kapitala (Zakić, 2011: 55), (Njegić, 2006: 91).

Rappaport smatra da vrednost za akcionare (*shareholder value*) predstavlja ukupnu vrednost preduzeća umanjenu za dug, pri čemu je vrednost preduzeća ekonomska vrednost: budući slobodni novčani tok za koji se očekuje da će ga preduzeće generisati, diskontovan troškovima kapitala primerenim poslovnoj grani u kojoj preduzeće posluje (Rappaport, 1986: 33).

Dalborg identifikuje tri osnovna pokretača vrednosti (Dalborg, 1999: 5). Ti pokretači vrednosti su: profitabilnost, rast i slobodni novčani tok. Prema njegovim rečima, vrednost kompanija određuje trenutna profitabilnost i očekivani rast profita, dok dodaje da se slobodan novčani tok može smatrati determinantom vrednosti u određenim situacijama. Da bi se menadžer fokusirao na kreiranje vrednosti za vlasnike, u središte pažnje umesto dobiti po akciji treba staviti dugoročni prinos, koji bi se temeljio na novčanim tokovima i neprestanom sagledavanju poslovnih mogućnosti sa prinosom većim od oportunitetnih troškova uloženog kapitala.

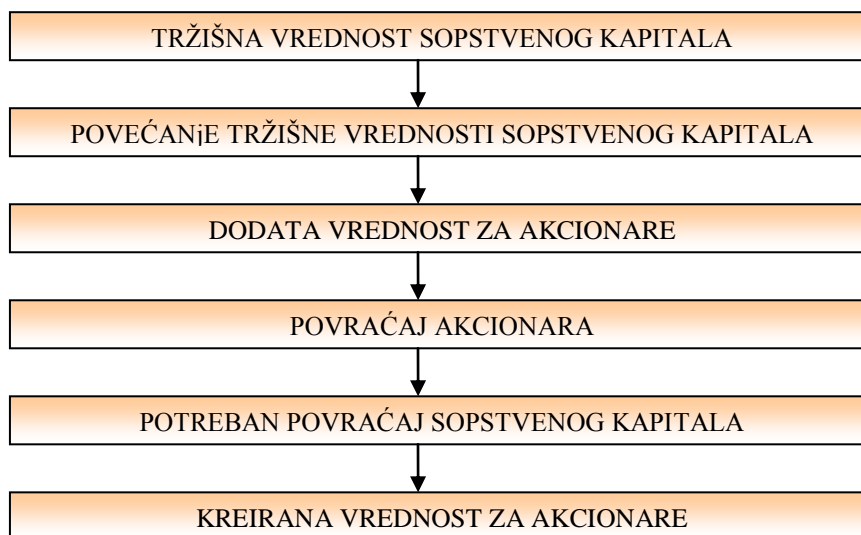
Da bi povećali tržišnu vrednost preduzeća, pokretači vrednosti, po Coppelandu, treba da zadovolje tri uslova:

- (a) Faktori i pokazatelji vrednosti moraju biti direktno povezani sa povećanjem vrednosti za vlasnike i da ih je moguće sagledati iz ugla svih organizacionih nivoa u preduzeću. Na taj način sve aktivnosti u preduzeću su usmerene ka jednom cilju (povećanje tržišne vrednosti preduzeća u funkciji povećanja vrednosti za akcionare).

- (b) Faktori vrednosti moraju biti postavljeni i mereni kako sa finansijskog, tako i sa nefinansijskog aspekta. Za preduzeće nije dovoljno da sagleda samo finansijske pokazatelje, koji imaju ishodište u merenju vrednosti preduzeća, već mora celokupan finansijski aspekt usmeriti ka poslovnom aspektu.
- (c) Faktori vrednosti moraju imati uticaj na dugoročni rast preduzeća, kao i na kratkoročne rezultate poslovanja (Copeland, et al., 2000: 97).

Ukoliko se uzmu u obzir navedeni uslovi, tok kreiranja vrednosti za akcionare može se prikazati sledećom slikom:

Slika 1. Tok kreiranja vrednosti za akcionare



Izvor: Fernandez, 2000: 3

Da bi se kreirala vrednost za akcionare, potrebno je povećati tržišnu vrednost sopstvenog kapitala uz dodavanje vrednosti za akcionare u željenom iznosu, a koji ujedno prevazilazi troškove sopstvenog kapitala. Upravo merila kao što su ekonomska dodata vrednost i dodata tržišna vrednost pokazuju da li je došlo do porasta tržišne vrednosti za preduzeće, a time i do kreiranja vrednosti za akcionare.

2. EKONOMSKA DODATA VREDNOST

EVA koncept pomaže menadžerima da u svoj proces odlučivanja inkorporiraju dva bazična principa finansija. Prvi – da je primarni finansijski cilj svakog preduzeća maksimiranje bogatstva akcionara, a drugi – da vrednost preduzeća zavisi od očekivanja investitora da li će budući profit da prevazilazi trošak kapitala.

Ključni elementi procene ekonomske dobiti su izračunavanje operativne dobiti na osnovu finansijskih izveštaja, podešavanje računovodstvene dobiti kako bi ona bolje odražavala rezultate preduzeća u nekom razdoblju, te izračunavanje troškova kapitala preduzeća. Razlika između operativne dobiti i troškova kapitala predstavlja procenu ekonomske dobiti preduzeća, odnosno dodatnu ekonomsku vrednost.

Specifičnosti ovog pokazatelja su sledeće:

- mera prinosa je prinos na ukupno investirani, a ne samo na sopstveni kapital;
- prinos na ukupno investirani kapital ima karakter gotovinskog prinosa;
- cena kapitala predstavlja prosečnu cenu ukupno investiranog, a ne samo cenu sopstvenog kapitala;
- angažovani kapital se posmatra kao zbir sopstvenog kapitala, kratkoročnog i dugoročno pozajmljenog kapitala (Joković, 2000: 47).

Najvažnija karakteristika EVA koncepta jeste da uzima u obzir oportunitetne troškove sopstvenog kapitala, koji se računovodstveno ne obuhvataju, iz razloga da eksplicitno ne izazivaju odliv novca (Zakić, 2011: 57).

Dodata ekonomska vrednost se može definisati kao razlika između računovodstvenog prilagođenog profita nakon oporezivanja i cene kapitala neophodnog za ostvarenje profita. Pored toga, ekonomska dodata

vrednost se izračunava kao razlika između realizovanih stopa prinosa i očekivanih stopa prinosa, tj. razlika između prinosa na investirani kapital i ponderisane prosečne cene kapitala pomnožena sa visinom investiranog kapitala (Young, Byrne, 2000: 46).

Pri izračunavanju EVA postoje dva pristupa: (a) poslovni i (b) finansijski pristup. Prema poslovnom pristupu EVA se izračunava (Stewart, 1991: 137):

$$EVA = NOPAT - (WACC * IC).$$

Prema finansijskom pristupu EVA predstavlja razliku između ROIC-a i WACC-a pomnoženu sa investiranim kapitalom (Young, Byrne, 2000: 46):

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC,$$

pri čemu su:

NOPAT – neto operativni profit nakon oporezivanja;

WACC – prosečna ponderisana cena kapitala;

IC – investirani kapital;

ROIC – prinos na ukupno investirani kapital.

Razlika između ROIC i WACC se naziva raspon povraćaja (*return spread*) (Hawawini, Viallet, 2002: 497). Informacioni značaj raspona povraćaja je u direktnom prikazivanju odnosa između ova dva pokazatelja. Ukoliko je ROIC veći od WACC-a, vrednost je dodata za vlasnike i preduzeće je ostvarilo veći prinos od očekivanog.

2. DODATA TRŽIŠNA VREDNOST

Nova poslovna strategija orijentisana na vrednost kompanije (*value-oriented strategy*) naglašava da kompanije samo putem povećanja tržišne vrednosti preduzeća mogu kreirati vrednost za akcionare. Uvećanje tržišne vrednosti preduzeća reflektuje se putem uvećanja vrednosti akcijskog kapitala, tj. kroz premiju koju su investitori na tržištu kapitala spremni da plate za akcije preduzeća. Uvećanje vrednosti akcijskog kapitala ima svoj kvantitativni izraz u dodatnoj tržišnoj vrednosti. Dodata tržišna vrednost (*Market Value Added – MVA*) je apsolutna razlika, odnosno raspon između tržišne vrednosti preduzeća i knjigovodstvene vrednosti njegovog kapitala. MVA je kumulativni pokazatelj poslovnog uspeha akcionarskog preduzeća i određena je kako istorijskim, tako i sadašnjim i očekivanim poslovnim rezultatima. MVA predstavlja ocenu tržišta kapitala u određenom vremenskom trenutku. Ona odražava uspeh sa kojim je preduzeće investiralo kapital u prošlosti i očekivanja o uspešnosti investiranja kapitala u budućnosti.

Dodata tržišna vrednost (*Market Value Added – MVA*) je eksterno merilo performansi koje se formira na tržištu kapitala. U trenutku osnivanja preduzeća $MVA = 0$, odnosno tržišna vrednost je jednaka investiranom kapitalu. Međutim, sa nastavkom poslovanja ukoliko je $MVA > 0 \rightarrow$ preduzeće kreira vrednost, a ukoliko je $MVA < 0 \rightarrow$ preduzeće uništava vrednost.

MVA predstavlja razliku između tržišne vrednosti sopstvenog kapitala i knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala (Brigham, Daves, 2004: 208):

$$MVA = \begin{array}{l} \text{Tržišna vrednost} \\ \text{sopstvenog} \\ \text{kapitala} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Knjigovodstvena} \\ \text{vrednost sopstvenog} \\ \text{kapitala} \end{array}$$

odnosno:

$$MVA = \frac{\text{Broj upisanih i uplaćenih akcija}}{\text{Tržišna cena akcije}} * \text{Tržišna cena akcije} - \frac{\text{Sopstveni kapital po osnovu običnih akcija}}{\text{Tržišna cena akcije}}$$

MVA je po sadržaju slična raciju tržišne i knjigovodstvene vrednosti akcije (*market to book ratio of share*). Jedina razlika je u tome što MVA predstavlja apsolutni pokazatelj, dok je navedeni racio relativni pokazatelj. Ukoliko je MVA pozitivna, navedeni racio je veći i obrnuto.

3. POVEZANOST EKONOMSKE DODATE VREDNOSTI I DODATE TRŽIŠNE VREDNOSTI

Metode MVA i EVA uvažavaju prosečnu ponderisanu cenu kapitala (WACC) i koriste ukupne troškove kapitala, kako pozajmljenog, tako i sopstvenog. Pri izračunavanju MVA može se koristiti EVA i diskontna stopa. Matematička povezanost između MVA i EVA je prikazana sledećom formulom (Stewart, 1991: 154):

$$MVA = \sum_{t=1}^{t=\omega} \frac{EVA_t}{(1 + k_c)^t},$$

gde su:

MVA – tržišna dodata vrednost;

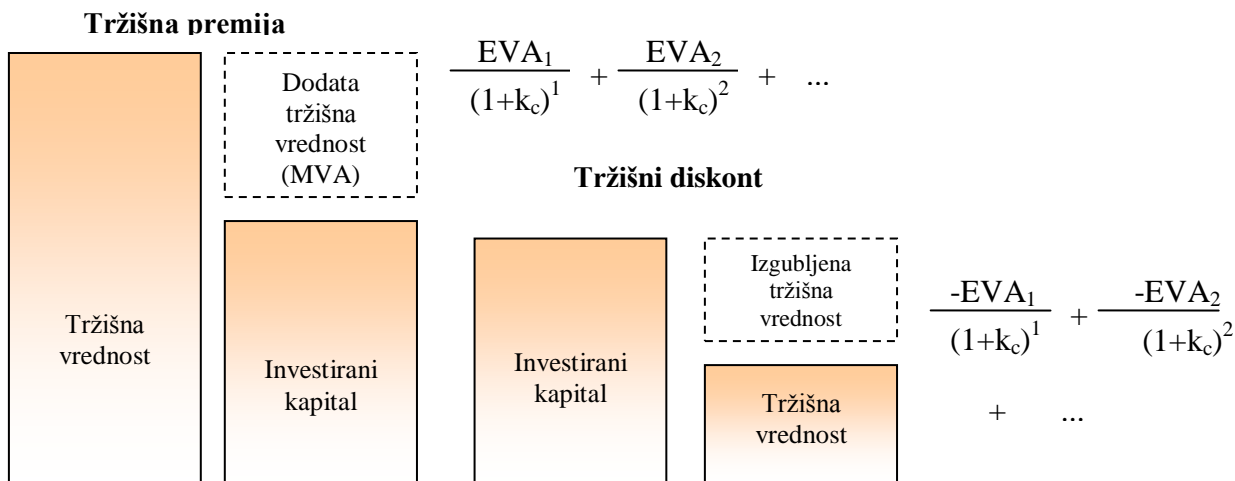
EVA – ekonomska dodata vrednost;

K_c – troškovi sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

Pored matematičke povezanosti, empirijska istraživanja su potvrdila korelaciju između ova dva pokazatelja. Istraživanje koje je sprovedla konsultantska kuća *Stern & Stewart* (1991) na uzorku od pet preduzeća tokom perioda od deset godina, pokazuje da je smer kretanja dodate tržišne vrednosti preduzeća u potpunosti usaglašen sa smerom kretanja koncepta EVA. Koeficijent korelacije ovih internih i eksternih pokazatelja poslovnog rezultata dat je u okviru osnovnih pretpostavki na kojima je zasnovana EVA, na primeru preduzeća prehrambene industrije SAD. EVA ekonomska vrednost predstavlja izvedenu internu meru stvaranja vrednosti koja je direktno povezana sa eksternim performansama preduzeća na tržištu kapitala (premija ili diskont ugrađeni u tržišnu vrednost preduzeća). Stern, Stewart i Chew (1995) su utvrdili da u periodu od pet godina promene u okviru EVA utiču oko 50% na promene MVA. Pored toga, Stern i Shiely (2001) su prikazali povezanost rasta EVA i rasta MVA.

Pozitivan iznos MVA znači da su rukovodioci u proteklom periodu doneli odluke koje su uslovile da je tržišna vrednost jedinice sopstvenog kapitala veća od njene knjigovodstvene vrednosti. U suprotnom, ukoliko je MVA negativna, odluke rukovodioca su prouzrokovale pad jedinice sopstvenog kapitala i smanjenje tržišne vrednosti sopstvenog kapitala ispod njene knjigovodstvene vrednosti. Time, ključno pitanje koje se postavlja jeste – kako povećati MVA. Hawawini smatra da je investicijama, koje maksimiziraju budući ekonomski tok EVA, moguće maksimizirati MVA i time povećati tržišnu vrednost preduzeća i vrednost za vlasnike (Hawawini, Viallet, 2002: 509).

Slika 2. Povezanost dodate ekonomske i dodate tržišne vrednosti



Izvor: Mäkeläinen, 1998

Prethodna slika pokazuje da ukoliko je tržišna vrednost preduzeća veća od investiranog kapitala postoji tržišna premija. U tom slučaju dodata tržišna vrednost može se izračunati na sledeći način (Stewart, 1991: 154):

$$\frac{EVA_1}{(1+k_c)^1} + \frac{EVA_2}{(1+k_c)^2} + \dots$$

Međutim, ukoliko je iznos investiranog kapitala veći od tržišne vrednosti preduzeća, zastupljen je tržišni diskont i tada je izgubljena tržišna vrednost jednaka (Stewart, 1991: 154):

$$\frac{-EVA_1}{(1+k_c)^1} + \frac{-EVA_2}{(1+k_c)^2} + \dots$$

Iz prethodne slike može se zaključiti da je:

$$MVA = \text{Sadašnja vrednost svih budućih EVA},$$

i da je:

$$MVA = \text{Tržišna vrednost} - \text{Investirani kapital},$$

odnosno:

$$\text{Tržišna vrednost} = \text{Investirani kapital} + \text{Sadašnja vrednost svih budućih EVA vrednosti sopstvenog kapitala}$$

U praksi je teško ili nemoguće obračunati kolika je vrednost investiranog kapitala od dana osnivanja do dana obračuna MVA. Precizan podatak o investiranom, tj. unetom a nepovučenom kapitalu, zahtevao bi da se od kumulativa kapitala oduzme kumulativ isplata kapitala prema akcionarima i poveriocima, što konvencionalno računovodstvo ne obezbeđuje.

Time se MVA obično obračunava na sledeći način:

$$MVA = \text{Tržišna vrednost akcija} - \text{Investirani sopstveni kapital}$$

Kao i većina pokazatelja MVA nije bez nedostataka. Neki od najčešće spominjanih nedostataka su:

- (a) MVA je apsolutna mera, čime ne postoji mogućnost poređenja u prostoru i vremenu;
- (b) prilikom izračunavanja MVA pomešane su istorijske, tekuće i buduće performanse;
- (c) može se obračunavati samo za preduzeća koja se kotiraju na berzi;
- (d) može se obračunati samo na nivou preduzeća, ali ne i na nivou poslovnih jedinica i proizvodnih linija i sl.

ZAKLJUČAK

Ekonomska dodata vrednost (*Economic Value Added* – EVA) je izvedena iz preostalog profita koji, za razliku od ostalih tradicionalnih pokazatelja merenja performansi, uzima u obzir i aspekt vlasnika. Iako neki od tradicionalnih finansijskih pokazatelja (npr. pokazatelj rentabilnosti investicija – ROI) nastoje da posredno uzmu u obzir cenu kapitala i zahteve vlasnika, oni su nekonzistentni. Ovi projekti ohrabruju rukovodioce pojedinih delova kompanije da prihvate investicione projekte, koji naizgled premašuju prosečnu profitabilnost posmatranog segmenta, a koji na nivou preduzeća često donose i nižu profitabilnost. U takvim slučajevima jedini način da se postigne profitabilnost jeste da se prihvate projekti sa većim rizikom. Za razliku od tradicionalnih pokazatelja, preostali profit sa pozitivnim vrednostima jasno pokazuje da je investicioni projekat prihvatljiv sa aspekta pojedinih segmenata i kompanija u celini, čime nije potrebno preuzeti veći rizik od potrebnog. Uprkos svim argumentima to merilo u praksi nije zaživelo sve dok nisu objavljene studije koje pokazuju povezanost preostalog dobitka i tržišne vrednosti akcija kompanija putem tržišne dodate vrednosti (*Market Value Added* – MVA).

LITERATURA

- [1] Brigham, E. F., Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*, South-Western College Pub.
- [2] Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Canada, John Wiley & Sons Ltd.
- [3] *Credit-Suisse*, http://www.credit-suisse.com/investors/doc/csg_sr_2002_en.pdf, 15. 08. 2010.
- [4] *Cadbury investors*, http://www.cadburyinvestors.com/cadbury_ir/press_releases/2002press/2002-05-27/, 15. 8. 2010.
- [5] Dalborg, H. (1999). *Shareholder value in banking*, paper prepared for the May 1999 session of Institut International d'Etudes Bancaire.
- [6] Fernandez, P. (2001). *A Definition of Shareholder Value Creation*, University of Navarra – IESE Business School, Social Science Research Network, Working Paper Series.
- [7] Fernández, P., Reinoso, L. (2001). *Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA*, Working Paper Series, preuzeto: 26.2.2009., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=298218
- [8] Hawawini, G., Viallet, C.. (2002). *Finance for Executives: Managing for Vale Creation*, Cincinnati, South-Western.
- [9] Joković, N. (2000). *Unapređenje mera poslovnog uspeha akcionarskog preduzeća*, „Industrija”, br. 1–4, str. 37–52.
- [10] Liveris, N. A. (2006). *109th The Dow Chemical Company Annual Stockholders Meeting*, p. 10, preuzeto: 15. 8. 2009., http://news.dow.com/speeches/20060511_Liveris.pdf

- [11] Ljubojević, Č., Ljubojević G. (2011). *Improving the stakeholder satisfaction by corporate governance quality*, „Škola biznisa“, br. 1, str. 22–35, Novi Sad, Visoka poslovna škola strukovnih studija.
- [12] Martin, J. D., Petty, J. W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, New York, Oxford University Press.
- [13] Mäkeläinen, E. (1998). *Practical definition of EVA in controlling*, Working paper, <http://www.evanomics.com/download/Definiti.pdf>
- [14] Mansley, M. (2002). *Risking Shareholder Value? ExxonMobil and Climate Change An Investigation of Unnecessary Risks and Missed Opportunities*, preuzeto: 15.8.2009., <http://www.campaignexxonmobil.org/pdf/RiskingValue.pdf>
- [15] Njegić, J. (2006). *Economic Value Added metod u proceni vrednosti preduzeća*, „Škola biznisa“, br. 2, str. 90–102, Novi Sad, Viša poslovna škola.
- [16] Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: a guide for managers and investors*, New York, The Free Press.
- [17] Stewart, B. (1991). *The Quest For Value: The EVA Management Guide*, New York, Harper Business.
- [18] Young, D., O Byrne, F. S. (2000). *Eva and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, New York, McGraw-Hill.
- [19] Zakić, V. (2011). *Dodata ekonomska vrednost kao merilo generisanja vrednosti za akcionare*, „Škola biznisa“, br. 1, str. 54–61, Novi Sad, Visoka poslovna škola strukovnih studija.

Primljeno: 13.12.2011.

Odobreno: 25.06.2012.