

UDK 336.71:005.591.43
10.7251/ FIN 12 03 024 P
Milan Pucarević*

PREGLEDNI RAD

Mjerila performansi kao pokazatelji efekata akvizicije

Rezime

Preduzimanje akvizicije predstavlja svojevrsnu investiciju. Osnovni izvor koji investitorima donosi korist u ovoj vrsti poslovnih kombinacija je potencijalna sinergija čija materijalizacija u postakvizicionom periodu treba da dovede do jačanja performansi nove ekonomske cjeline. Uspješnom akvizicijom smatra se ona koja u postakvizicionom periodu efektuira stvaranjem veće vrijednosti za vlasnike.

Pouzdanost mjerenja uspjeha akvizicije jedan je od ključnih zahtjeva i zavisi, prije svega, od adekvatno dizajniranog sistema odgovarajućih mjerila performansi, koji mora biti definisan već u fazi projektovanja akvizicije. Ciljne performanse akvizicije kao kvantitativno i kvalitativno postavljene vrijednosti definišu se na bazi potencijalne sinergije eniteta koji ulaze u akviziciju.

Tradicionalna mjerila performansi imaju određena ograničenja koja proizlaze iz karaktera privremenosti finansijskih izvještaja kao osnove za izračunavanje pokazatelja, istorijskog troška kao osnove za procjenjivanje bilansnih pozicija, uticaja bilansne politike na finansijske izvještaje, udjela angažovanih sredstava po osnovu poslovnog lizinga u ukupnim sredstvima i sl.

Prednost primjene pokazatelja ekonomske dodate vrijednosti (EVA - Economic Value Added) u akvizicijama se ogleda prije svega u činjenici da ovaj koncept sadrži i predakvizicionu zahtijevanu stopu prinosa na sopstveni kapital, pa neto preostali dobitak novonastale ekonomske cjeline, u stvari pokazuje vrijednost materijalizovane sinergije.

Značaj primjene koncepta tržišne dodate vrijednosti (MVA – Market Value Added) za mjerenje uspjeha akvizicije je u činjenici da on pokazuje uspješnost menadžmenta u određenom periodu. Ako MVA koeficijent bilježi rast, to je pokazatelj da je akvizicija doprinijela povećanju vrijednosti kompanije više od prirasta u sopstvenom kapitalu koji je posljedica zadržanog dobitka.

Ključne riječi: Akvizicija, sinergija, tradicionalna mjerila performansi, ekonomska dodata vrijednost, tržišna dodata vrijednost

UVOD

Akvizicija u najširem smislu kao metod eksternog rasta podrazumijeva rast kompanije kroz spajanje, pripajanje ili kroz preuzimanje kontrolnog dijela upravljačkih akcija drugih kompanija. Ovaj metod rasta, umjesto ulaganja u razvoj sopstvenih proizvoda i kapaciteta, favorizuje rast kroz stvaranje veće ekonomske cjeline sa kompanijama koje već posjeduju određene proizvode, kapacitete i tržišta. Preduzimanje akvizicije predstavlja svojevrsnu investiciju koja treba da rezultira u povećanju vrijednosti za vlasnike. Osnovni izvor koji investitorima donosi korist u ovoj vrsti poslovnih kombinacija je potencijalna sinergija čija materijalizacija u postakvizicionom periodu treba da dovede do jačanja performansi nove ekonomske cjeline. Istorija akvizicija odvija se više od dva vijeka, a većina ekonomista saglasna je u stavu da je ova vrsta poslovnih kombinacija predstavljala jednu od najmoćnijih poluga rasta i razvoja kompanija, ali i tržišnih privreda koje danas dominiraju u svijetu. Postoje mnogobrojne analize koje su se bavile uspješnošću akvizicija i koje su pokazale različite rezultate. Kada je riječ o vlasnicima ciljne kompanije, mišljenja eksperata su usaglašena u stavu da oni imaju najveće koristi od akvizicije. Ovo je posebno naglašeno u akvizicijama čije se plaćanje vrši u gotovini, gdje vlasnici ciljne kompanije naplaćuju tržišnu vrijednost svojih akcija uz premiju koja se u nekim slučajevima kreće i do 70% tržišne vrijednosti, a vlasnici akvizitorske kompanije preuzimaju dalje rizike u pogledu poslovanja i materijalizacije projektovane sinergije.

Uspješnom akvizicijom smatra se ona koja u postakvizicionom periodu dovodi do stvaranja veće vrijednosti za vlasnike odnosno do jačanja performansi nove ekonomske cjeline. Pouzdanost mjerenja uspjeha akvizicije je jedan od ključnih zahtjeva i zavisi, prije svega, od adekvatno dizajniranog sistema odgovarajućih mjerila performansi, koji mora biti uspostavljen već u fazi projektovanja akvizicije, iz razloga što ova faza treba odgovoriti na pitanje treba li uopšte preduzimati akviziciju. S tim u vezi, u ovom radu će biti razmatrana adekvatnost primjene odgovarajućih mjerila performansi u akvizicijama. Cilj rada je da ukaže na određene prednosti koje neka savremena mjerila performansi, prije svega ekonomska dodata vrijednost (EVA – Economic Value Added) i tržišna dodata vrijednost (MVA – Market Value Added), imaju u odnosu na tradicionalna mjerila performansi.

1. AKVIZICIJA – ALTERNATIVA BRŽEG RASTA PREDUZEĆA U ODNOSU NA INTERNI RAST

Iako to nije primarni cilj ovog rada, nameće se potreba da u nastavku, pozivajući se na relevantne izvore, pokušamo elaborirati sličnosti i razlike pojmova kao što su akvizicija, merđer, fuzija, integracija i konsolidacija kao termina koji označavaju poslovne kombinacije orijentisane na rast i ukupnjavanje. Ovo posebno iz

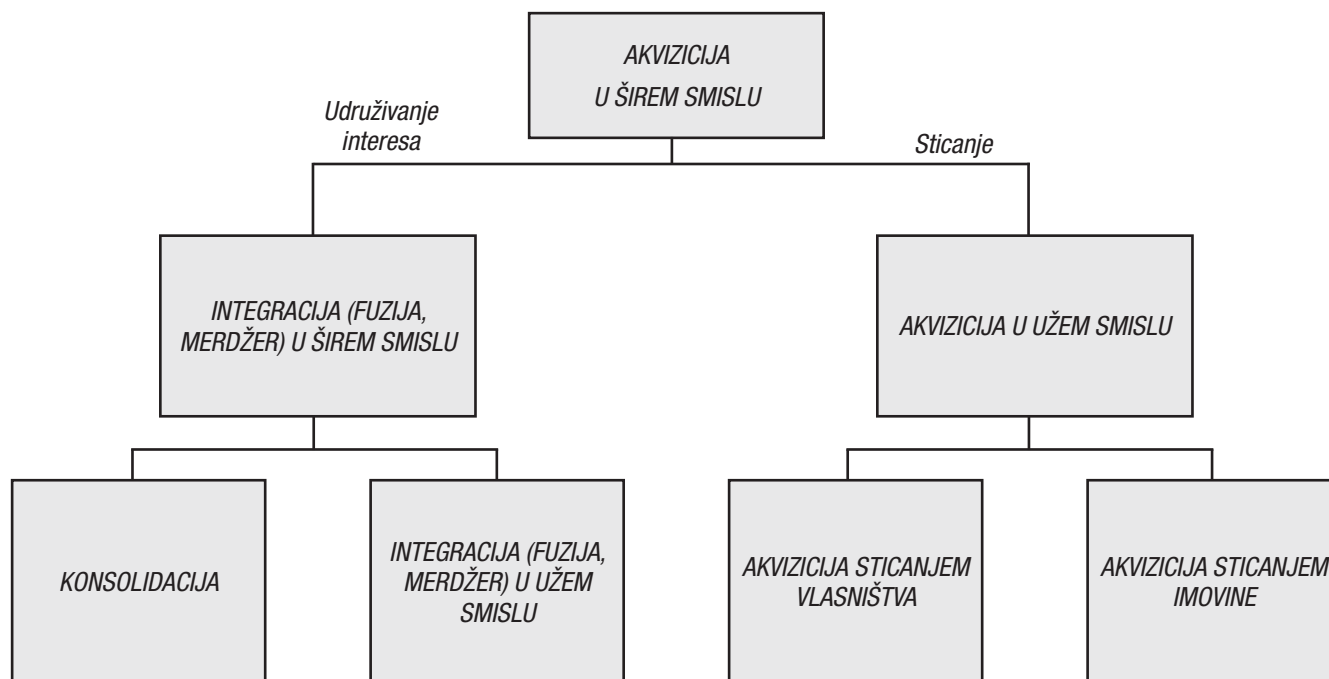
razloga što u stručnoj literaturi s područja bivše Jugoslavije često srećemo prilično konfuzna tumačenja ovih termina.

Izrazom "akvizicija" može se označiti svako spajanje dviju ili više poslovnih jedinki u jednu poslovnu jedinku. Akvizicija se može ostvariti udruživanjem vlasničkih interesa dviju ili više kompanija ili pak preuzimanjem jedne ili više kompanija od strane tzv. akviziterske kompanije kupovinom njenog (njihovog) većinskog vlasničkog interesa, odnosno kupovinom njihove imovine. Na taj se način

akvizicija može provoditi kupovinom preduzeća ili pak kupovinom njegove imovine odnosno kupovinom većinskog vlasničkog interesa za novac ili pak razmjenoj za akcije akviziterskog preuzeća. Pri tome nije bitno da li stečeno odnosno akvirirano preduzeće nastavlja sa poslovanjem ili se likvidira¹.

Kao poslovna kombinacija koja nastaje udruživanjem ili sticanjem, za profesora Silvija Orsaga akvizicija se u svojim pojavnim oblicima može predstaviti sljedećom slikom².

Slika 1. Oblici akvizicije



Patrick Gaughan, jedan od vrhunskih autoriteta današnjice iz oblasti poslovnih kombinacija i restrukturisanja, na sljedeći način definiše integraciju (merdžer ili fuziju): "Integracija je kombinacija dvije kompanije u kojoj ostaje samo jedna kompanija, a ona kompanija koja se integrisala prestaje da postoji. Integracijom, kompanija koja je izvršila akviziciju preuzima imovinu i obaveze apsorbovane kompanije".³ Prethodna definicija nedvosmisleno navodi na zaključak da za ovog autora integracija (fuzija, merdžer) predstavlja svojevrsnu akviziciju, što svakako ide u prilog podjeli koju zastupa prof. Orsag, prema kojoj i integracija (merdžer ili fuzija) u širem smislu definicije predstavlja akviziciju. Suštinski, i kada je riječ o klasičnoj fuziji ili konsolidaciji koje predstavljaju statusne kombinacije u kojima formalno-pravno kompanije dobrovoljno ulaze u poslovnu kombinaciju postoji partner koji je dominantan, a što se kasnije najbolje vidi iz sastava novonastalih korporativnih struktura. Opštepoznat primjer je fuzija Chrayslera i Daimler Benza. Ova poslovna kombinacija prilikom njene objave nazvana je merdžerom jednakin, ali se na kraju ipak postavilo da je u novoj kompaniji glavni uticaj u pogledu definisanja poslovnih i finansijskih politika imao Daimler Benz. Iz prethodnog vidimo da se poslovne kombinacije u kojima dolazi do stvaranja veće ekonomske cjeline pod jedinstvenom upravom, bilo da su one realizovane kroz udruživanje ili sticanje, smatraju akvizicijom u širem smislu. Prema tome, i integracije (fuzije ili merdžeri) i akvizicije sticanjem vlasništva, kao i akvizicije sticanjem imovine u širem smislu možemo podvesti pod termin akvizicija.

1.1. Koristi od akvizicije

Osnovni motiv preduzimanja akvizicije je materijalizacija potencijalne sinergije, koja se realizuje kroz efikasnije i ekonomičnije korištenje raspoloživih resursa, što treba da efektuira u jačanju performansi postintegracione ekonomske cjeline i povećanju vrijednosti za vlasnike.

U većini slučajeva kombinovanja preduzeća, motiv koji dolazi na prvo mjesto je smanjenje troškova nove ekonomske cjeline u odnosu na troškove pojedinačnih entiteta prije kombinacije. U stručnoj literaturi smanjenje troškova u poslovima akvizicija navodi se kao posljedica:

- ekonomije obima (economy of scale),
- ekonomije vertikalnih integracija, i
- ekonomije širine (economy of scope), koja nastaje usljed komplementarnosti resursa kombinujućih preduzeća.

Marketinški dobici ostvaruju se putem poboljšanja marketinških performansi, što za posljedicu ima rast prihoda i novčanog priliva. Širok je spektar područja na kojima može doći do jačanja performansi marketinga, od zajedničke promocije i efekta komplementarnosti na ovom području, stvaranja potpunijeg i atraktivnijeg proizvodnog miksa pa do korišćenja kanala distribucije, te uticaja na prihode putem cijene kao instrumenta marketing miksa. Postojeći kanali distribucije mogu biti moćno oruđe u povećanju prihoda, pogotovo ako je riječ o preduzećima koja su prije akvizicije poslovala na dva

¹ Orsag S., *Poslovne kombinacije*, Hrvatska udruga finansijskih djelatnika, Zagreb, str. 109, prema: Martin, Petty, Keown, Scott, *Financial management*, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1979, str. 542.

² Isto, str. 109.

³ Gaughan Patrick A.: *Integracije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2006, str. 24.

geografski različita tržišta. Korištenjem obje mreže kao jedinstvene povećava se ponuda proizvoda uz postojeće troškove, što dovodi do rasta prodaje i prihoda.

Strateške koristi ogledaju se kroz povećanje fleksibilnosti menadžmenta, ulaskom u nove operacije sa kojima se do tada nije susretao. Riječ je o oportunitetima i ostvarivanju konkurentne prednosti u slučaju nastupanja novih okolnosti. Nove okolnosti mogu nastupiti kao reakcija na realizovanu akviziciju. Strateške opcije više treba shvatiti kao moguće opcije, nego kao standardne investicione oportunitete.⁴ Svakako da ovdje treba spomenuti korištenje novih tehnologija do kojih se dolazi putem akvizicija. Na primjer, integrišući se sa preduzećem iz oblasti digitalne tehnike, proizvođač automobila može odgovarajuće originalne digitalne komponente upotrijebiti za stvaranje superiornog navigacionog sistema, i time postati konkurentnije u ovom segmentu.

Postojeća tehnologija i postojeća znanja mogu se koristiti za ulazak u druge poslovne operacije, kao i druge industrije. Tu se postojeće tehnologije i stečena znanja javljaju kao svojevrsni mostobrani kojima se osigurava ulazak u nove industrije kako bi se iskoristili uočeni oportuniteti koji se temelje na neopipljivim međuzavisnostima.⁵

Tržišna snaga postakvizicione ekonomske cjeline veća je u odnosu na pojedinačne entitete. Povećanje prihoda može biti ostvareno kroz povećanje cijena u postintegracionom periodu, a što je omogućeno zbog povećanja tržišne snage. U današnje vrijeme vrlo je teško na duži period ostvarivati ekstra prihod na ovaj način. Razlog tome je uticaj antimonopolske regulative i djelovanje različitih antimonopolskih institucija. U novonastaloj poslovnoj kombinaciji nije uvijek sasvim izvjesno da će se sinergija povećanjem prihoda i ostvariti.⁶ Međutim, operativna sinergija koja nastaje smanjenjem troškova glavni je izvor dodatne vrijednosti većine akvizicija. Efekti operativne sinergije, gledano na duži period, svakako se manifestuju i kroz bolje finansijske performanse novonastale poslovne kombinacije. Finansijski efekti sinergije koji nastaju neposredno nakon akvizicije utiču na smanjenje cijene kapitala novonastale kombinacije. Kombinacija dvije kompanije smanjuje rizik nelikvidnosti ukoliko novčani tokovi kompanija koje ulaze u kombinaciju nisu u potpunosti podudarni, što je malo vjerovatno. Ukoliko akvizicija smanji fluktuaciju novčanih tokova, to je investitorima signal da je kompanija sigurnija za ulaganje, što joj obezbjeđuje bolju poziciju na finansijskom tržištu. Na finansijskom tržištu veća kompanija ima određene prednosti koje mogu da utiču na smanjenje cijene kapitala. Veća kompanija uglavnom uživa i veći rejting, pa tako i do kapitala dolazi po nižoj cijeni. Takođe, određeni administrativni troškovi koji su fiksnog karaktera raspoređuju se na veći iznos pozajmljenih sredstava, pa su po tom osnovu niži troškovi.⁷ Kombinacijom dvije kompanije stvara se i veća aktiva u vidu stalnih i obrtnih sredstava, što smanjuje potrebu za dodatnim kapitalom, pa su posmatrano i sa ove strane manji troškovi kapitala. Nakon akvizicije po pravilu dolazi i do izvjesnog divestiranja (prodaja dijela neproaktivne aktive) što stvara nove gotovinske prilive i može dodatno poboljšati finansijsku poziciju nove kompanije. Vrijedno je spomenuti i neke druge prednosti, kao što su efikasnije upravljanje, naučno-istraživački motivi, motivi širenja tržišta i drugi koji prije ili kasnije rezultiraju u finansijskim efektima.

Smanjenje poreskog opterećenja može biti jedan od izvora sinergije. Upotreba akumuliranog poreskog gubitka akviriranog preduzeća može se iskoristiti za smanjenje osnovice poreza na dobit. Preduzeće koje je ostvarilo ekstra zaradu umjesto isplate dividende na koju bi bio plaćen porez može sredstva investirati u

akviziciju pa će vlasnici tako izbjeći porez na dividendu. Ukoliko sredstva kupljenog preduzeća imaju vrijednost znatno veću od knjigovodstvene, njihovom revalorizacijom i svođenjem na stvarnu mogu se povećati troškovi amortizacije i tako smanjiti osnovica za porez na dobit. Poreski motivi u novije vrijeme gube na značaju, jer postoji tendencija od strane države da se putem odgovarajućih mjera suprotstavi aktivnostima motivisanim za smanjenje poreza.

Prethodno smo ukazali na neke osnovne izvore sinergije koji se navode u većini literature iz oblasti finansija. Svakako, izvori sinergije se ne iscrpljuju sa prethodno iznesenim. Mogućnost iskorištenja sinergije ograničena je sposobnošću menadžmenta da istu uoči i materijalizuje u okviru objektivnih mogućnosti okruženja i vlastitih sposobnosti. Prema tome, nematerijalizovana sinergija postoji i u svim podsistemima preduzeća, a od sposobnosti menadžmenta na koji način će staviti te podsisteme sisteme u interakciju zavisi i stepen njene materijalizacije.

2. MJERILA PERFORMANSI

Jedan od najvažnijih strateških ciljeva preduzeća je stvaranje ekonomske vrijednosti za vlasnike, a pri tome svakako ne treba zaboraviti zajedničke interese i drugih stejkholdera. Proces stvaranja ekonomske vrijednosti podrazumijeva ulaganje usmjeravanja i preusmjeravanje kapitala na optimalan način. Akvizicije predstavljaju svojevrsno kombinovanje resursa i kapitala koje vlasnicima treba da omogući odgovarajući povrat na investirani kapital. S obzirom na to da prilikom ulaganja pred vlasnicima stoje različite alternative, od izuzetne važnosti je izbor adekvatne mjere koja će realno iskazati vrijednost povrata na investirani kapital. Akvizicija je motivisana potencijalnom sinergijom, odnosno stvaranjem veće ekonomske vrijednosti kombinovane ekonomske cjeline. Za praćenje dinamike i efekata materijalizacije sinergije, neophodno je koristiti odgovarajući sistem pokazatelja. Adekvatano dizajniran sistem mjerila performansi je sredstvo koje može plastično prikazati efekte ove poslovne kombinacije odnosno novostvorene vrijednosti za vlasnike. Postoji ogroman broj performansi koje se mogu izražavati kvantitativno, ali i kvalitativno. Potreba za praćenjem odgovarajućih pokazatelja preduzeća i njegovog poslovanja javila se vjerovatno sa pojavom prvih preduzeća. Ona je intenziviranjem veza preduzeća sa okruženjem i globalizacijom rasla, tako da se danas smatra sasvim uobičajenim da se informacije o performansama nekog preduzeća traže kako prije otpočinjanja tako i tokom njegovog čitavog perioda poslovanja, pa tako i u razmatranju opravdanosti akvizicija. Svako od preduzeća je putem analize različitih performansi predmet pažljive procjene od strane svih stejkholdera. Performanse preduzeća mogu se posmatrati kao ciljevi i kao sredstvo praćenja ostvarenja strategije, tj. kao odgovarajuće kontrolne varijable. Koje će odlike preduzeća biti predmet sagledavanja zavisi od toga šta je povod analize i procjenjivanja. Od izabranih odlika zavise i izvori podataka na osnovu kojih će biti izvršena procjena. Upravljanje u promjenjivim uslovima poslovanja podrazumijeva dizajniranje adekvatnog sistema mjerila performansi. Mjerila performansi predstavljaju dragocjeno oruđe, koje treba periodično analizirati, da bi se u skladu sa izmijenjenim uslovima poslovanja i izmijenjenim potrebama, neka eliminisala, druga usavršila i dodala nova.⁸ U skladu s promjenama poslovnog okruženja kroz istoriju pojedina mjerila su se mijenjala i usavršavala dok su druga izlazila iz upotrebe a uvodila nova. Sljedeća tabela pokazuje hronologiju nastanka pojedinih vrsta performansi.

⁴ Orsag S., *Poslovne kombinacije*, Hrvatska udruga finansijskih djelatnika, Zagreb, str.127.

⁵ Isto, str.127.

⁶ P.A. Gaughan: *Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacije*, Prometej, Novi Sad, 2004, str. 181.

⁷ DePhampilis D., *Mergers and Acquisition Basic - All You Need To Know*, Elsevier Academic Press, Oxford, 2011, pg. 8.

⁸ Novičević, B.; Antić, L.J.; Stevanović, T.: *Upravljanje performansama preduzeća*, Ekonomski fakultet Niš, 2006, str. 23.

Tabela 1. Hronologija razvoja sistema za mjerenje poslovnih performansi⁹

Period	Oblasti mjerenja poslovnih performansi	Osnivači
Do XX vijeka	Finansijska	Brojni
Početak XX vijeka	„Core Processes“	F. Taylor F. Gilbreth
Do 1920. godine	„Tableau de Board (Dashboard)“	Francuski inženjeri
Tridesete i četrdesete godine XX vijeka	Operativni proces	W. Edwards Deming W. Shewart
	Učinak zaposlenih	Mnogi
Od 1964. godine	Ljudski resursi, računovodstvo	R. H. Hermanson i dr.
Od 1970. godine	Scenario planiranja	Brojni
Od 1987. godine	Total Quality Management (TQM)	Brojni
	„Malcolm Baldrige National Quality Award Program“	Fondacija Malcolm Baldrige
Od 1992. godine	Balanced Score Card (BSC)	R. Kaplan D. Norton
	Business Excellence Model (BEM)	European Foundation of Quality Management
Od 1994. godine	Economic Value Added (EVA)	Stern Stewart & Co
	Total Productive Management (TPM)	Mnogi
Od 1996. godine	Bombardier Aerospace Engineering System	Bombardier
Od 1997. godine	Intelektualni kapital	Bontis, Edvisson, Malone
	„Six Sigma“	Bombardier Co.
Od 2000. godine	Integracija savremenih modela	Mnogi

Prilikom projektovanja akvizicije, neophodno je definisati i nivo ciljnih performansi. Ciljne performanse kao kvantitativno i kvalitativno postavljene vrijednosti definišu se na bazi potencijalne sinergije dva ekonomska entiteta koja ulaze u akviziciju, dok u procesu postakvizicione integracije odnosno materijalizacije sinergije predstavljaju kontrolne varijable nivoa i dinamike realizacije ciljeva akvizicije. U nastavku će biti obrađene neke vrste performansi koje nalaze svoju primjenu u savremenim uslovima poslovanja.

2.1. Tradicionalna mjerila performansi preduzeća

U pogledu tradicionalnih mjerila performansi, većina autora podrazumijeva različite vrste pokazatelja koji se dobiju stavljanjem u odnos odgovarajućih pozicija iz finansijskih izvještaja preduzeća. Kao što smo u prethodnoj tabeli vidjeli, iako se radi o performansama koje su prve korišćene u analizi finansijskog poslovanja, one su i danas nezamjenjive u bilo kojoj vrsti analize i pored toga što je neminovno oslanjanje na različite moderne performanse koje su nastale kao posljedica savremenih i izmijenjenih uslova poslovanja. Jednako važna uloga ove analize je u fazi projektovanja akvizicije, gdje je neophodno na osnovu potencijalne sinergije projektovati vrijednosti parametara prinostnog imovinskog i finansijskog položaja kompanije, kako bi one u fazi integracije poslužile kao parametri za praćenje dinamike materijalizacije sinergije. Jedna od osnovnih zamjerki koja se upućuje tradicionalnim mjerilima performansi je da su ona zasnovana na finansijskim izvještajima koji su osnovni, mada ne jedini izvori podataka za mjerenje ovih pokazatelja preduzeća. U

literaturi se često može naići na stav da su finansijski izvještaji okrenuti prošlosti, te da stoga informacije koje sadrže ne mogu biti osnova za donošenje odluka koje se tiču budućnosti. Ipak, u stvarnosti ne postoje relevantniji izvori. Teško da bi bilo moguće prognozirati budućnost bez poznavanja prošlosti i trenutnog stanja, jer i druge metode koje se bave proračunom budućih parametara preduzeća moraju koristiti finansijske izvještaje kao polaznu osnovu.

2.1.1. Neka ograničenja tradicionalnih mjerila performansi preduzeća

Tradicionalni sistem mjerila performansi, zasnovan na analizi prinostnog, imovinskog i finansijskog položaja, predstavlja jedan od najčešće korišćenih i nezaobilaznih instrumentarij finansijske analize. Činjenica da se podaci za ovu analizu utvrđuju na osnovu finansijskih izvještaja neminovno upućuje na zaključak da će kvalitet finansijskih izvještaja opredjeljivati kvalitet, odnosno iskaznu moć utvrđenih performansi.

Ograničenja koja se najčešće navode kada su u pitanju tradicionalna mjerila performansi su:¹⁰

- privremenost finansijskih izvještaja;
- korišćenje istorijskog troška kao osnove za procjenjivanje bilansnih pozicija;
- posljedice poslovnih transakcija mogu biti iskazane u finansijskim izvještajima u monetarnim jedinicama različite kupovne snage;
- vrijednosti pozicija u finansijskim izvještajima su pod uticajem bilansne politike.

⁹ Dmitrović -Šaponja L.J. : *Mjerenje performansi poslovnog subjekta EVA metodom u uslovima globalne krize*, 13 kongres Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, Zbornik radova, Banja Luka 2009, str.162.

¹⁰ Škarić-Jovanović K.: *Računovodstvena merila performansi preduzeća*, 8. kongres SRR RS, Zbornik radova, 2004, str. 213, prema: MWE Glautier, B. Underdown: *Accounting Theory and Practice*, sixth Edition, Prentice Hall, pg. 274.

Privremenost finansijskih izvještaja, koja je posljedica kontinuiranog poslovanja, odnosno potrebe za periodičnim izvještavanjem, i sa njom povezano načelo nastanka poslovnog događaja, dovode nužno do korišćenja procjena pri izradi finansijskih izvještaja. Ove procjene najčešće se odnose na: vijek trajanja stalne imovine, visinu rezervisanja, visinu otpisa nenaplativih potraživanja, visinu tržišnih cijena u odnosu na koje se određuje obezvređenje imovine, i sl. Svakako da ove procjene značajno otežavaju analizu jer ona mora uzeti u obzir da su kod procjenjivanja sastavljači finansijskih izvještaja često suočeni ne sa jednom vrijednošću već sa vrijednosnim intervalom, što znači da se mora napraviti izbor. Greške koje se pri izboru i procjeni neminovno javljaju utiču ne samo na rezultat i vrijednost imovine izvještajnog, već i narednih obračunskih perioda.

Vrednovanje na osnovu istorijskog troška dovodi do toga da se u finansijskim izvještajima iskazuju i međusobno sabiraju vrijedosti imovinskih predmeta koje su oni imali na dan sticanja, što znači da će isti imovinski predmeti nabavljeni u različitom trenutku ili na različite načine imati različite vrijednosti. Pored toga, tržišna vrijednost tih imovinskih predmeta se realno uvijek razlikuje od njihovih vrijednosti iskazanih u finansijskim izvještajima usljed konjunkturnih promjena.

Ukoliko preduzeće posluje u privredi koju karakteriše monetarna nestabilnost, iskazna moć finansijskih izvještaja, a time i na njima zasnovanih računovodstvenih pokazatelja, biće ugrožena, jer će imovina u bilansu stanja i prihodi i rashodi u bilansu uspjeha biti iskazivani u monetarnim jedinicama različite kupovne snage. Pokazatelj je validan, kao što je poznato, samo ako su veličine koje se dovode u međusobnu vezu pri njegovom utvrđivanju iskazane u novcu iste kupovne snage.

Visina periodičnog rezultata u bilansu uspjeha i imovine, obaveza i kapitala u bilansu stanja će biti promijenjena pod uticajem primijenjenih mjera bilansne politike, ali s obzirom na to da se ove mjere kreću u okviru zakonom i standardima dopustivih okvira, finansijski izvještaji će biti smatrani ispravnim. Na primjer, produžavanjem amortizacionog vijeka trajanja imovine ili korištenjem poslovnog lizinga, čime se imovina iskazuje vanbilansno, može se uticati na pokazatelje tradicionalnih mjerila performansi. Analiza finansijskih izvještaja teško je zamisliva bez temeljnog poznavanja mogućih mjera bilansne politike i bez identifikovanja onih mjera koje su primijenjene pri sastavljanju datih finansijskih izvještaja. U literaturi se može naći još niz zamjerki i kritika upućenih na račun tradicionalnih mjerila performansi. Pored nabrojanih, postoje brojni primjeri koji

idu u prilog ovim kritikama. Čini se otuda da bi se moglo postaviti pitanje zbog čega se radi analiza i utvrđuju pokazatelji performansi preduzeća, ako je osnovni materijal tako manjkav.¹¹ Odgovor je jednostavan, eksterni korisnici nemaju za sada druge i objektivnije izvore informacija o performansama preduzeća.

2.2. Savremena mjerila performansi preduzeća

U nastavku će biti opisana dva relativno nova mjerila performansi koja se u posljednje vrijeme sve više koriste u nastojanju da se nadomjesti neki nedostaci tradicionalnih mjerila. Prva je ekonomska dodata vrijednost koja se koristi kao pokazatelj uspješnosti preduzeća, a koja u osnovi polazi od premise da sopstveni izvori finansiranja nisu besplatni i da imaju svoju cijenu. Druga metoda je tržišna dodata vrijednost koja se koristi kao pokazatelj vrijednosti preduzeća.

2.2.1. Koncept ekonomske dodate vrijednosti (EVA - Economic Value Added)

Jedan od najpopularnijih modela za izračunavanje ekonomske vrijednosti za vlasnike kapitala plasiranog u određenu kompaniju je ekonomska dodata vrijednost EVA (Economic Value Added).¹² Ideja primjene EVA nije nova u poslovanju, primjena tog modela počela je još dvadesetih godina dvadesetog vijeka u kompaniji General Motors.¹³ Egzistira više definicija dodate ekonomske vrijednosti usljed različitih aspekata njenog posmatranja. Dodata ekonomska vrijednost definiše se kao:¹⁴

- mjerilo finansijske uspješnosti bazirano na vrijednosti;
- značajan instrument za izbor investicione mogućnosti;
- mjerilo koje pokazuje apsolutni iznos vrijednosti, koje je ostvario ili izgubio poslovni subjekt u toku godine;
- za vlasnike kapitala predstavlja zaštitu od destrukcije vrijednosti;
- mjerilo koje je za kretanje cijena akcija u korelaciji;
- mjerilo čije maksimiranje obezbjeđuje uvećanje vrijednosti za vlasnike kapitala, za razliku od maksimiranja ROI, koji ne vodi uvijek povećanju kvaliteta poslovanja;
- dobra osnova za motivisanje menadžera.

U osnovi ovog koncepta je kategorija neto preostalog dobitka, kao razlika između ostvarenog neto dobitka i tržišne cijene sopstvenog kapitala.

$$\text{Neto preostali dobitak} = \text{Ostvareni neto dobitak} - \text{Tržišna cijena sopstvenog kapitala}$$

Ako je neto preostali dobitak pozitivna veličina, vlasnici ostvaruju veću zaradu u odnosu na zaradu koju bi ostvarili da su kapital plasirali u alternativne projekte sa istim nivoom rizika. Ako je neto preostali dobitak negativna veličina, smatra se da su vlasnici u gubitku, bez obzira na to što je ostvaren određeni neto dobitak. Naime, u našim uslovima sopstveni kapital se uglavnom smatra kao besplatan izvor finansiranja. To na neki način potvrđuje i propisana šema bilansa uspjeha koja sadrži poziciju troškova kamata (cijena koja se plaća za pozajmljene izvore finansiranja), s druge strane, ista nema poziciju troškova sopstvenog kapitala. Ne ulazeći u pravne aspekte bilansa, opravdano bi bilo pitanje vlasnika kapitala da li njihova sredstva imaju cijenu. Ekonomska logika govori da svaki kapital kao ograničeni resurs ima svoju cijenu, pa i sopstveni.

Stoga, bilo bi sasvim normalno da cijena sopstvenog kapitala bude uključena u svaku analizu korisnosti investiranja.

Saglasno prethodnom, osnovna koncepcija EVA modela zasniva se na proširenoj koncepciji preostalog neto dobitka. U EVA modelu posmatra se povrat na tuđi dugoročni i na sopstveni kapital. Cijena pozajmljenog kapitala zavisi od uslova po kojima se preduzeće može zadužiti, dok bi cijena sopstvenog kapitala morala uzeti u obzir najmanje prosječnu stopu prinosa koja se ostvaruje na nivou određene industrije. Najveći problem kod primjene EVA modela svakako je utvrđivanje cijene sopstvenog kapitala odnosno definisanje zahtijevane stope prinosa na sopstveni kapital kao planske veličine. Definisanje zahtijevane stope prinosa je pitanje koje zadire

¹¹ Isto, pg. 11.

¹² Ovaj model je registrovala i zaštitila kompanija Stern Stewart & Co u SAD.

¹³ Časopis RRIF, 4/02, Zagreb, 2002 (prema: Hubbell, W., W., Jr., 1996, str 20).

¹⁴ Ljiljana Dmitrović Šaponja, prema: Shand D., „Economic Value Added“, Computer World, 10/30/2000, Vol 34, Issue 44, p. 65.

i u domen agencijskog problema odnosno sukoba vlasnika i menadžmenta, što se svakako odnosi i na odluku menadžmenta da preduzme odgovarajuću akviziciju. Visoko postavljena cijena kapitala može demotivirajuće djelovati na menadžment, ali ona svakako ne bi smjela biti ispod prosjeka grane u kojoj određena kompanija posluje. Gledano metodološki, izračunavanje cijene kapitala iz sopstvenih izvora finansiranja je mnogo teže od izračunavanja cijene duga. U praksi postoji nekoliko metoda za izračunavanje cijene vlastitog kapitala. Jedan od najpoznatijih je CAPM metod. Međutim, za adekvatnu primjenu ovog metoda neophodno je razvijeno tržište kapitala kao pretpostavka i utvrđivanje β koeficijenta za određenu granu. Drugi način izračunavanja cijene kapitala pribavljenog emisijom akcija može biti putem formule:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

gdje je:

k_e = cijena kapitala pribavljena emisijom običnih akcija,

D_1 = iznos dividende na kraju prve godine,

Slika 2. Slučaj kada je EVA pozitivna

OPERATIVNI DOBITAK UMANJEN ZA POREZ ILI NETO DOBITAK UVEĆAN ZA TROŠKOVE KAMATA	+EVA ↑ TROŠKOVI KAPITALA
--	--------------------------------

Slika 3. Slučaj kada je EVA negativna

-EVA ↓	TROŠKOVI KAPITALA
OPERATIVNI DOBITAK UMANJEN ZA POREZ ILI NETO DOBITAK UVEĆAN ZA TROŠKOVE KAMATA	

U nastavku ćemo kroz praktični primjer izračunati EVA vrijednost za hpotetičku kompaniju pod pretpostavkom da ona djeluje na razvijenom finansijskom tržištu.

P_0 = sadašnja tržišna vrijednost akcije,

g = stopa rasta dividende.

Treći metod koji se koristi za izračunavanje cijene kapitala iz sopstvenih izvora uključuje prilagođavanje cijene duga dodavanjem premije na rizik. Ovaj metod se bazira na činjenici da se prinos na obveznice može izračunati približno tačno jer su svi ulazni podaci poznati. Dodavanjem premije na rizik na sopstveni kapital postiže se dobra procjena cijene sopstvenog kapitala.

Jednačina glasi: $k_e = k_d + \theta$, gdje je θ premija na sopstveni kapital. Mnogi analitičari smatraju da je premija na rizik od 3% do 5%.¹⁵ Ove formule za izražavanje cijene sopstvenog kapitala veoma su značajne u fazi planiranja i definisanja cijene sopstvenog kapitala.

Pogledajmo sada na koji se nači izračunava dodata ekonomska vrijednost. U osnovi, ona se izračunava tako da se od operativnog dobitka umanjenog za porez na dobitak odbiju troškovi ukupno uloženog kapitala (vlastitog i tuđeg). Ako je rezultat pozitivan, tada preduzeće stvara dodatnu vrijednost za vlasnike, a ako je negativan, preduzeće, u stvari, gubi svoju supstancu. Ovo se može prikazati putem dvije sljedeće slike.

Tabela 2. Sintetizovani bilans stanja

- u KM

Tekuća aktiva	4.700.000
Fiksna aktiva	4.500.000
Aktiva ukupno	9.200.000
Tekuće obaveze	2.057.153
Dugoročne obaveze	3.542.847
Sopstveni kapital	3.600.000
Pasiva ukupno	9.200.000

¹⁵ Mikerević J. D.: *Finansijski menadžment*, Finrar d.o.o. i Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2009, str. 235–237.

Tabela 3. Sintetizovani bilans uspjeha

- u KM

Prihodi	9.500.000
Troškovi prodatih proizvoda	(4.520.000)
Bruto dobitak	4.980.000
Troškovi uprave i prodaje	(3.000.000)
Ostali operativni troškovi	(655.000)
Operativni dobitak	1.325.000
Kamate	(247.999)
Dobitak prije oporezivanja	1.077.001
Porez na dobitak (osnovica *10%)	107.700
Dobitak poslije oporezivanja	969.301

Tabela 4. Elementi za izračunavanje prosječne stope troškova kapitala

Opis	%	Definicije
Troškovi sopstvenog kapitala		
	6	Kamatna stopa na dugoročne državne obveznice
	1,1	Odstupanje indiv. prinosa u odnosu na tržišni portfolio
• Beta (β)	6	Industrijski prosjek = $R_f + (\beta + M_p)$
• Premija tržišnog rizika		
• Troškovi sopstvenog kapitala	12,6	
Troškovi dugoročnih dugova	7	
	6,3	Tekuće kamatne stope na dugoročne kredite
• Troškovi nakon oporezivanja		Odbijeno 10% zbog poreza na dobitak u RS
Struktura kapitala		
• Sopstveni kapital	70	Postotak sopstvenog kapitala u odnosu na ukupan kapital
• Dugoročni kredit	30	Postotak dugova u odnosu na ukupan kapital
Prosječna stopa troškova kapitala	10,71	$(\% \text{ sopstvenog kapitala} \times \text{stopa troškova sopstvenog kapitala}) + (\% \text{ pozajmljenog kapitala} \times \text{stopa troškova pozajmljenog kapitala nakon poreza})$

Troškovi sopstvenog kapitala (Cost of equity), odnosno stopa tih troškova dobije se kao zbir bezrizične stope i premije tržnog rizika pomnožene s koeficijentom sistemskog rizika β . Mjera sistemskog rizika β u ovom primjeru bila bi prosjek individualnih β kompanija koje ulaze u akviziciju.

Bezrizična stopa prinosa R_f (Risk-free rate) prinosa trebalo da bude potpuno sigurna, tj. zagarantovana i unaprijed ugovorena kamata na pozajmljena sredstva. Najčešće se kamatna stopa na državne obveznice koristi kao zamjena za bezrizičnu stopu. Problem praktične upotrebe je što se ova kamatna stopa može koristiti samo u zemljama u kojima postoji razvijeno tržište obveznica i gdje su one lako dostupne ulagačima. Koeficijent β govori o funkcijskoj vezi između prinosa pojedine hartije od vrijednosti i prinosa tržišnog portfolija. Ukoliko je on veći od 1, sistemski rizik predmetne hartije veći je od prinosa portfolija, ukoliko je jednak 1, sistemski rizik hartije jednak je riziku portfolija, a ukoliko je manji od 1, manji je od sistemskog rizika portfolija. Prethodne činjenice govore da će veći β koeficijent uticati i na veće troškove kapitala i obratno.

Troškovi pozajmljenog kapitala, odnosno dugoročnih dugova izračunavaju se na osnovu prosječnih tekućih kamata na kredite i ostale izvore pozajmljenog kapitala. S obzirom na to da kamate terete rashode perioda, na njih se ne obračunava porez na dobitak, pa stvarni trošak pozajmljenog kapitala treba umanjiti za stopu poreza na dobit. S obzirom na važeću stopu poreza na dobit u Republici Srpskoj od 10%, stvarna stopa poreza na dobit u našem primjeru bila bi $7\% \cdot 0,9 = 6,3\%$.

Struktura kapitala (Capital structure) predstavlja udio sopstvenog i pozajmljenog kapitala u ukupno korišćenom kapitalu. Prema tome, na prosječni trošak kapitala (WACC - Weighted Average Cost of Capital) utiče struktura kapitala i cijena pozajmljenih odnosno sopstvenih izvora kapitala. Prosječna stopa troškova kapitala dobija se kao zbir umnoška cijene pozajmljenog kapitala i procenta njegovog učešća u ukupnom kapitalu plus cijene sopstvenog kapitala i procenta učešća istog u ukupnom kapitalu. U našem primjeru, prosječna stopa troškova kapitala bila bi:

$$WACC = (12,6\% \cdot 0,7) + (6,3\% \cdot 0,3) = 10,71$$

Prosječna stopa prinosa koja predstavlja donju granicu dodate ekonomske vrijednosti je 10,71%. S obzirom na to da zbir sopstvenog kapitala i dugoročnih dugova iznosi 7.142.847 KM, iznos neto dobitka uvećanog za kamate koji obezbjeđuje prosječnu stopu prinosa je 764.999 KM. U našem slučaju, zbir neto dobitka uvećanog za kamate iznosi 1.217.300 KM, tako da je ostvarena ekonomska dodata vrijednost u iznosu od 452.301 KM.

Ostvarena pozitivna ekonomska dodata vrijednost donosi dvostruku korist vlasnicima. Prije svega, ona govori o povećanoj stopi prinosa na ukupan kapital i stoga je dobar signal potencijalnim ulagačima. Druga, veoma značajna informacija govori o povećanju neto preostalog dobitka za vlasnike po osnovu povećanog prinosa na sopstveni kapital.

U našem primjeru, veličina ekonomske dodate vrijednosti godinu dana nakon akvizicije, u stvari, predstavlja pokazatelj uspješnosti akvizicije. Efekat neto preostalog profita u iznosu od 515.701 KM u ovom slučaju je vrijednost materijalizovane sinergije odnosno pokazatelj povećanja vrijednosti za vlasnike.

Slika 4. Slučaj kad je MVA pozitivna

TRŽIŠNA VRIJEDNOST KOMPANIJE	MVA – KOMPANIJE (pozitivna)
	KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST UKUPNOG KAPITALA (prilagođena)

Slika 5. Slučaj kad je MVA negativna

MVA – KOMPANIJE (negativna)	KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST UKUPNOG KAPITALA (prilagođena)
TRŽIŠNA VRIJEDNOST KOMPANIJE	

Kretanje MVA u određenom periodu pokazuje uspješnost menadžmenta. Ako se MVA povećava u određenom periodu, to znači da menadžeri doprinose povećanju vrijednosti kompanije više od prirasta u sopstvenom kapitalu koji je posljedica zadržane dobiti. Pored uticaja menadžera, na MVA utiču i drugi faktori. Zbog toga u slučaju da se MVA koristi kao mjerilo menadžerskih performansi u obzir treba uzeti prosječno kretanje u konkretnoj djelatnosti.¹⁷ Kao jedna od osnovnih prednosti MVA ističe se da se ovo mjerilo performansi može koristiti za direktno poređenje performansi različitih kompanija u različitim industrijama, pa i u različitim zemljama. U tu

2.2.2 Koncept tržišne dodate vrijednosti (Market Value Added)

Tržišna dodata vrijednost predstavlja mjeru stvaranja vrijednosti kompanije. Tržišna dodata vrijednost izračunava se tako što se od tržišne vrijednosti kompanije oduzme njen ukupni kapital¹⁶

$$\text{(Tržišna dodata vrijednost = Tržišna vrijednost – Ukupni kapital)}$$

Tržišna vrijednost kompanije je berzanska vrijednost ili vrijednost koja se dobije na osnovu posebne procjene. Kao ukupni kapital uzima se vrijednost uložеног odnosno korištenog sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

Konsultanti globalne kompanije Stern Stewart & Co smatraju da knjigovodstvenu vrijednost ukupnog kapitala treba korigovati na „ekonomsku knjigovodstvenu vrijednost“. Prema ovom konceptu knjigovodstvenu vrijednost je neophodno uvećati za troškove istraživanja i razvoja i amortizovanog gudvila. S obzirom na to da tržišna ekonomska vrijednost predstavlja razliku između tržišne vrijednosti kompanije i knjigovodstvene vrijednosti ukupnog kapitala, to se može prikazati pomoću sljedeće slike:

svrhu može se koristiti i koeficijent MVA kao odnos između tržišne vrijednosti i vrijednosti ukupnog kapitala kompanije.

$$\text{MVA odnos} = \frac{\text{Tržišna vrijednost kompanije}}{\text{Vrijednost ukupnog kapitala kompanije}}$$

Ukoliko je MVA odnos veći od 1, on pokazuje koliko na tržištu vrijedi novčana jedinica uložena u kompaniju. Vrijednost kapitala može se dobiti i kao zbir neto obrtnog fonda i stalne imovine kompanije, što se može pokazati praktično na pojednostavljenom primjeru.

Tabela 5.

A. Ukupno tekuća sredstva		3.900
1. Gotovina	1.000	
2. Potraživanja		1.500
3. Zalihe		1.400
B. Ukupno kratkoročne obaveze		1.850
1. Obaveze prema dobavljačima		850
2. Obračunate neplaćene obaveze		1.000
C. Neto obrtni fond (A - B)		1.750
D. Stalna sredstva		4.500
1. Nabavna vrijednost stalne imovine	6.000	
2. Amortizovana vrijednost stalne imovine		1.500
UKUPNI KAPITAL (C+D)		6.250

¹⁶ Belak V.: *Ekonomska dodana vrijednost (EVA) i tržišna dodana vrijednost (MVA) kao mjere performanse tvrtke*, Računovodstvo, Revizija, Financije 12/03, Zagreb, 2003, str. 22.

¹⁷ Belak V.: *Ekonomska dodana vrijednost (EVA) i tržišna dodana vrijednost (MVA) kao mjere performanse tvrtke*, Računovodstvo, Revizija, Financije 12/03, Zagreb, 2003, str. 23.

ZAKLJUČAK

Kao metod eksternog rasta, akvizicija omogućava preduzeću da isti realizuje putem ukupnjavanja na bazi preuzimanja kontrole upravljanja, spajanja, odnosno pripajanja već egzistirajućih poslovnih entiteta, umjesto ulaganja u razvoj sopstvenih proizvoda i kapaciteta. Akvizicija predstavlja svojevrsno kombinovanje resursa koje treba da obezbijedi odgovarajuće povećanje vrijednosti za vlasnike. Ove poslovne kombinacije rezultiraju u pozitivnim učincima i vidu ekonomskih, finansijskih i tržišnih efekata, kroz efikasnije i ekonomičnije korištenje raspoloživih resursa, što rezultira u jačanju performansi postintegracione ekonomske cjeline.

Za uspjeh akvizicije kao poslovne kombinacije koja stvara vrijednost za vlasnike, ključne su dvije faze, i to faza projektovanja i faza postakvizicione integracije, u kojoj dolazi do materijalizacije sinergije i stvaranja vrijednosti za vlasnike. S obzirom na značaj ovih faza u procesu akvizicije, neophodno je kreiranje odgovarajućeg sistema mjerila performansi još u fazi projektovanja akvizicije, kako bi se ocijenila opravdanost preuzimanja iste, dok u postakvizicionom periodu odnosno periodu integracije ovaj sistem treba da prikaže nivo i dinamiku materijalizacije projektovane sinergije.

Ciljne performanse akvizicije kao kvantitativno i kvalitativno postavljene vrijednosti definišu se na bazi potencijalne sinergije entiteta koji ulaze u akviziciju. Postoje određena ograničenja kada su u pitanju tradicionalna mjerila performansi, koja proizlaze iz karaktera privremenosti finansijskih izvještaja kao osnove za izračunavanje pokazatelja, istorijskog troška kao osnove za procjenjivanje bilansnih pozicija, uticaja bilansne politike, udjela angažovanih sredstava po osnovu poslovnog lizinga u ukupnim sredstvima i sl.

Primjena EVA pokazatelja ima odgovarajuće prednosti u odnosu na tradicionalna mjerila performansi u analizi mjerenja efekata akvizicije. Prednost se, prije svega, ogleda u činjenici da ovaj koncept sadrži i predakvizicionu zahtijevanu stopu prinosa na sopstveni kapital pa neto preostali dobitak novonastale ekonomske cjeline, u stvari, pokazuje vrijednost materijalizovane sinergije odnosno povećanja vrijednosti za vlasnike, a time i uspješnost određene akvizicije.

Abstract

Undertaking the acquisition represents an investment. The main resource that benefits the investors in this type of business combination is a potential synergy whose materialization in post-acquisition period should lead to increased performance of the new economic entity. Successful acquisition is considered to be the one that in post-acquisition period has the effect of creating greater value for its owners.

Reliability of measuring the success of acquisitions is one of the key requirements and depends primarily on properly designed system of appropriate performance measures, which must be defined already in the design phase of acquisition. Target acquisition performance, as quantitatively and qualitatively set value, is defined on the basis of potential synergies of entities entering the acquisition.

The traditional performance measures have certain limitations arising from the nature of temporary financial reports as a basis for calculating a historical cost as a basis for assessing balance sheet items, the impact of balance policies on financial statements, the share of engaged assets under operating leases to total assets and the like.

The advantage of implementation of indicators of economic value added (EVA - Economic Value Added) in acquisitions is reflected primarily in the fact that this concept includes pre-acquisition required rate of return on equity, on remaining net gain of the new economic entity, in fact, shows the value of materialized synergies.

The importance of the implementation of the concept of market value added (MVA - Market Value Added) to measure the success of the acquisition is the fact that it shows the effectiveness of management in a given period. If MVA ratio increases, it is an indication that the acquisition helped to increase the company's value more than increment in equity, which is the result of retained earnings.

Key words: Acquisition, Synergy, the Traditional Performance Measures, EVA - Economic Value Added, MVA - Market Value Added

Značaj primjene MVA koncepta za mjerenje uspjeha akvizicije je u činjenici da on u određenom periodu pokazuje uspješnost menadžmenta. Ako MVA koeficijent bilježi rast, to je pokazatelj da je akvizicija doprinijela povećanju vrijednosti kompanije više od prirasta u sopstvenom kapitalu koji je posljedica zadržane dobiti.

IZVORI

1. Donald DePhampilis, *Mergers and Acquisition Basic - All You Need To Know*, Elsevier Academic Press, Oxford, 2011.
2. Gaughan Patrick A.: *Integracije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2006.
3. Škarić-Jovanović K.: *Računovodstvena merila performansi preduzeća*, 8. kongres SRR RS, Zbornik radova, 2004.
4. Mikerević J. D.: *Finansijski menadžment*, Finrar d.o.o. i Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2009.
5. Orsag S., *Poslovne kombinacije*, Hrvatska udruga finansijskih djelatnika, Zagreb, 1996.
6. Belak V.: *Ekonomska dodana vrijednost (EVA) i tržišna dodana vrijednost (MVA) kao mjere performanse tvrtke*, Računovodstvo, Revizija, Financije 12/03, Zagreb, 2003.
7. Mitchell Lee Marks, Philip H. Mirvis, *Joining Forces - One Plus One Equal Tree in Mergers, Acquisition and Alliances*, second edition, Jossey Bass a Willey Imprint, San Francisco, 2010.
8. Chris M. Mellen, Frank C. Evans, *M&A - Building Value in Private Companies*, John Wiley and Sons, Inc. New Jersey, 2010.
9. Novičević, B.; Antić, L.J.; Stevanović, T.: *Upravljanje performansama preduzeća*, Ekonomski fakultet Niš, 2006.
10. Dmitrović-Šaponja L.J.: *Merenje performansi poslovnog subjekta EVA metodom u uslovima globalne krize*, 13. kongres Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, Zbornik radova, Banja Luka 2009.