



OSNOVNE PRETPOSTAVKE VEZANE ZA DEFINISANJE FINANSIJSKOG LEVERIDŽA

BASIC ASSUMPTIONS RELATED TO DEFINING THE FINANCIAL LEVERAGE

Aleksandar Miljković

Fakultet za strateški i operativni menadžment, Beograd, Srbija

Aleksandra Pušara

Fakultet za obrazovanje diplomiranih pravnika i diplomiranih ekonomista za rukovodeće kadrove u Novom Sadu, Novi Sad, Srbija

Ljubomir Miljković

Fakultet za poslovno industrijski menadžment – Union Univerzitet u Beogradu, Beograd, Srbija

Dejana Miljković

Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, R&B College, Beograd, Srbija

© MESTE NGO

JEL category: **E44, G1, G14, G2**

Apstrakt:

Ovaj rad je inspirisan potrebom za definisanje finansijskog leveridža i efikasnijim praćenjem performansi finansijskog sektora i to kako u svrhe regulacije tako i za potrebe internog upravljanja. Elaborirane su neke od postojećih mogućnosti za integrisanje leveridža kao tradicionalnog koncepta i VaR (eng. value at risk, rizična vrednost) kao sve prihvaćenijeg, savremenog koncepta, čime se otklanjaju nedostaci prve mere i dolazi do daleko bogatije i realnije slike o performansama i riziku ekonomskih jedinica, do nivoa profitnih centara. Celovita analiza poslovanja pre svega podrazumeva utvrđivanje boniteta posmatranih trgovinskih preduzeća. Bonitet predstavlja svodni izraz za finansijski položaj, profitabilnost i uopšte uspešnost poslovanja. On se izražava pomoću određenih operativnih pokazatelja (racio brojeva). Racio brojevi se utvrđuju na bazi podataka odgovarajućih finansijskih izveštaja (bilans stanja, bilans uspeha i izveštaj o tokovima

Adresa autora zaduženog za korespondenciju:

Aleksandar Miljković

 a.miljkovic@yahoo.com



novčanih sredstava). Za menadžerski tim preduzeća ostaje veoma značajna problematika definisanja finansijskog leveridža i likvidnosti, a osim toga potrebno je izvršiti nešto dublju analizu obrta (aktivnosti) i zaduženosti. Na kraju, utvrđivanje prespektivne likvidnosti se vrši analizom neto obrtnog fonda (sredstava). Rizik predstavlja manju ili veću neizvesnost u vezi s očekivanim ishodom poslovne aktivnosti. Ta neizvesnost je posledica nedostatka dovoljno pouzdanih informacija pri donošenju poslovnih odluka.

Ključne reči: *leveridž, menadžment, analiza, profit, rizik, likvidnost, posledice*

Abstract:

This research was inspired by necessity to define financial leverage and the effective monitoring of performances of the financial sector, both for the purposes of regulation as well as for the needs of internal management. The paper elaborates some of the existing possibilities for integrating leverage as traditional concept, and VaR (value at risk, risk value) as the modern concept, which eliminates disadvantages of the first measure, providing far richer and more realistic picture of economic performances and risk units, up to the level of profit centers. A comprehensive analysis of business primarily involves determining the creditworthiness of the observed trading companies. Solvency contained therein is an expression of the financial position, profitability and overall success of the business. It is expressed by certain operating indicators (ratio of numbers). Ratio numbers are determined based on the data corresponding to the financial statements (balance sheet, income statement and statement of cash flows). The definition of financial leverage and liquidity remains a significant issue for a Management team of a company. In addition, it is necessary to make a deeper analysis of trade (activities) and indebtedness. In the end, the determination of liquidity is performed by analyzing the net current assets fund (funds). The risk is more or less uncertainty regarding an expected outcome of the business. This uncertainty is due to the lack of sufficient and reliable information for business decision making.

Keywords: *leverage, management, analysis, profit, risk, liquidity, effects.*

1 UVOD

Finansijski menadžment kao naučna disciplina koja u svom domenu posebno mesto pridaje definisanju finansijskog leveridža, bavi se i teorijom i metodologijom upravljanja novčanim tokovima u preduzeću. Razvio se iz nauke o finansijama tokom prošlog veka, a poseban razvoj je doživeo 20-tih god 20.veka, čemu su naročito doprineli nagli razvoj AD i ekspanzija finansijskih tržišta. Razvoj institucija finansijskih tržišta i unapređenje finansijske prakse, doveli su do pojave velikog broja naučnih radova iz finansijskog menadžmenta. Veliki doprinos razvoju finansijskog menadžmenta dao je američki naučnik Dewing.

Finansijski menadžment kao funkcija preduzeća obuhvata aktivnosti preduzeća koje se odnose na sticanje, finansiranje i upravljanje imovinom, imajući u vidu osnovni cilj poslovanja. Glavni zadatak finansijskog menadžmenta kao funkcije

preduzeća je obezbeđenje stabilnih izvora finansiranja, odnosno pribavljanje i alokacija ograničenih finansijskih resursa na alternativne upotrebe unutar preduzeća. Aspekt pribavljanja sredstava odnosi se na finansijsku strukturu kojom se obezbeđuju optimalni odnosi između kratkoročnih i dugoročnih, odnosno sopstvenih i pozajmljenih sredstava. Aspekt alokacije podrazumeva usmeravanje pribavljenih finansijskih sredstava u investicije koje će najviše doprineti ostvarivanju dugoročnih ciljeva preduzeća. Upravljanje preko finansija vrši se preko upravljanja novčanim tokovima preduzeća. Za upravljanje finansijskom delatnošću potrebno je poznavanje ekonomije, finansijskog prava, knjigovodstva, matematike, statistike, informatike, teorija prognozirivanja i planiranja i dr. Finansijski menadžment obuhvata planiranje, organizaciju, motivaciju, kontrolu i sl.

Određivanje pojma finansijskog menadžmenta usko je povezano sa definisanjem finansijskih

odnosa, koje možemo posmatrati u širem, i u užem smislu. U širem smislu finansijski odnosi obuhvataju proces reprodukcije u celini, pa se finansijski menadžment u širem smislu može definisati kao komponenta finansijske politike koja obuhvata delatnost usmerenu na postizanje postavljenih ciljeva uz korišćenje odabranih instrumenata. Ovakav pristup je fiziokratski. Pristalice ovog pravca za glavni izvor bogatstva smatrale su proizvodnju.

U užem smislu finansijski odnosi ne obuhvataju ceo proces reprodukcije, već samo stadijum raspodele, pa se finansijski menadžment u tom smislu može definisati kao celokupnost metoda najbolje preraspodele prihoda radi očuvanja i uvećanja slobodnih novčanih sredstava. Ovakav pristup odgovara merkantilizmu. Pristalice ovog pravca za glavni izvor bogatstva smatraju trgovinu.

Specifičnost finansijskog menadžmenta i finansijskog leveridža je u tome što se temelji na nekoliko osnovnih kategorija: vrednost novčanih resursa, novčani tokovi, preduzetnički i finansijski rizici, cena kapitala, efikasno tržište, obrt kapitala, solvetnost i dr. (Šabović, 2006)

2 ZNAČAJ FINANSIJSKE ANALIZE SA ASPEKTA FINANSIJSKOG LEVERIDŽA

Da bi se sagledala realna i objektivna finansijska situacija preduzeća, neophodno je izvršiti finansijsku analizu, koja opredeljuje prošlost i sadašnjost preduzeća, a predstavlja i osnovu (bazu) za predviđanje budućeg finansijskog stanja. Finansijska analiza bavi se utvrđivanjem funkcionalnih odnosa koji postoje između pozicija bilansa stanja i bilansa uspeha, sa ciljem dobijanja verodostojne ocene o finansijskom položaju i aktivnosti preduzeća. (Krasulja & Ivanišević, 2005)

Informacije dobijene finansijskom analizom predstavljaju polaznu osnovu za preduzimanje akcija usmerenih na popravljavanje boniteta i trenda rasta i razvoja poslovanja preduzeća. S obzirom na to da su u bilansima prikazane samo monetarne vrednosti, takvi podaci imaju malu analitičku vrednost. Da bi ti podaci bili korisni za finansijsku analizu neophodno je između

bilansnih pozicija uspostaviti odgovarajuće relacije.

Predmet analize su sredstva i izvori sredstava (podaci se dobijaju iz bilansa stanja) i poslovni rezultat, odnosno poslovni prihodi i rashodi (te podatke preuzimamo iz bilansa uspeha). Dakle, neposlovni prihodi i neposlovni rashodi (finansijski i vanredni) nisu predmet analize poslovanja preduzeća, a ni objekat izlaganja u ovom radu. Takođe, objekat izlaganja su samo poslovna sredstva i njihovi izvori, odnosno neposlovna sredstva i izvori neposlovnih sredstava su izvan okvira ovog rada.

Osnovni cilj finansijske analize je sagledavanje slabosti koje mogu dovesti do finansijskih problema u preduzeću u budućem periodu i preduzimanje adekvatnih mera za njihovo otklanjanje.

Finansijska analiza treba da pruži odgovore o tome kakva je likvidnost preduzeća, kako menadžmet finansira investicije, da li preduzeće ostvaruje dovoljan iznos profita, da li akcionari primaju dovoljan iznos sredstava po osnovu vlasništva i slično.

“Finansijska analiza se bavi istraživanjem i kvantificiranjem funkcionalnih odnosa koji postoje između bilansnih pozicija, stanja i uspeha, sa ciljem da se omogući verodostojna ocena finansijskog položaja i aktivnosti preduzeća. Finansijska analiza predstavlja u osnovi racio analizu. Značaj supstitucije apsolutnih vrednosti racio brojevima proističe iz potrebe da se utvrde i izmere one uzročne veze između bilansnih pozicija koje osvetljavaju neki od finansijski adekvatnih aspekata poslovne aktivnosti preduzeća”. (Krasulja & Ivanišević, 2000)

Polaznu osnovu finansijske analize predstavljaju finansijski obračuni na kojima se i temelji finansijska analiza, a to su bilans stanja, bilans uspeha i izveštaj o finansijskim tokovima.

Bilans stanja je izveštaj o finansijskom položaju preduzeća na određeni dan i on predstavlja „sliku“ imovine preduzeća u određenom trenutku. Bilans uspeha pokazuje uspešnost poslovanja preduzeća u određenom vremenskom periodu. (Maksimović, 1994)

Izveštaj o finansijskim tokovima daje odgovor na sledeća pitanja:

- Gde se usmerava profit?
- Zašto dividende nisu veće?
- Zašto su korišćeni pozajmljeni izvori sredstava?
- Kako su finansirane investicije?

3 POJAM I SUŠTINA RIZIČNE VREDNOSTI (RIZIKA)

Pola stoleća istraživanja u oblasti definicije i mera rizika stvorilo je čitav korpus koncepcija, teorija i paradigmi. Pored toga, nije se došlo do opšteprihvaćenog koncepta i još uvek se traga za tehničkim pa čak i konceptijskim poboljšanjima. Najnovije preporuke ugrađene u propise međunarodnih tela za superviziju i regulaciju banaka, koje se tiču obaveze izveštavanja o finansijskim rizicima, insistiraju na jedinstvenoj meri rizika, koja bi kvantitativno izrazila ukupan finansijski rizik na nivou firme kao jedinice. Rizična vrednost, eng. value at risk (u daljem tekstu-VaR), danas se smatra nezaobilaznim rešenjem ovog problema, između ostalog i zbog toga što je podržana od strane pomenutih autoriteta.

Vrednost pomenutih parametara konkretno znači da u stacionarnom okruženju rizična vrednost izračunata za dvonedeljni interval sa 99% sigurnosti predstavlja gubitke koji mogu nastati u naredne dve nedelje, a koji bi mogli biti probijeni otprilike jednom u svake četiri godine. Jasno je, dakle, imajući u vidu cilj zaštite vrednosti franšize firme, da se VaR, čak i da je precizan, ne može smatrati nivoom kapitala koji je neophodan da izdrži nivo rizika koji je preuzela firma. VaR je prosto osnova za relativne procene, odnosno upoređenja, na primer, rizika u jednom odeljenju u odnosu na drugo, rizika jednog portfelja u odnosu na ostale, relativan uticaj određene transakcije na nivo rizika, rizika dobijenog u modelima u odnosu na prošlo iskustvo sa tržišta, rizika nestabilnosti trenutnog okruženja u odnosu na ostala iskustva i tako dalje. Čak i da su precizna, ova upoređenja su specifična za vremenski horizont i interval statističke pouzdanosti koji je odabran za izračunavanje VaR.

Da li je VaR pozicija u portfelju firme relevantna mera prisutnog rizika finansijskog potresa u kratkom vremenskom horizontu zavisi delimično od likvidnosti pozicija u portfelju ili izrazitih poremećaja u likvidnosti tržišta. U takvom scenariju, firma može pretrpeti gubitke koji uključuju pozitivnu maržu na neplanirano kratkoročno finansiranje nelikvidnih pozicija, oportunitetne troškove propuštenih "profitonosnih" aktivnosti, prinudnog smanjenja bilansne sume kao i tržišno-nametnute troškove koji nastaju kada se trgovina inicira u situacijama izrazito nepovoljnog odnosa u prinosima. Da li neto efekat realno ugrožava sposobnost firme da nastavi sa profitabilnim poslovanjem zavisi delimično od neto kapitala firme. Jasno je, međutim, da VaR obuhvata samo neke aspekte, prevashodno tržišnih rizika, i da nije dovoljno široko definisan da bi se koristio samostalno kao dovoljna mera adekvatnosti kapitala.

Da bi izmerili VaR, možemo se osloniti na:

1. model slučajnih promena cena osnovnih instrumenata (indeksa akcija, kamatnih stopa, deviznih kurseva i slično) i
2. modele za izračunavanje osetljivosti cena finansijskih derivata (izvedenih hartija od vrednosti) na cene osnovnih instrumentata (underlying instruments).

4 RIZIK I LEVERIDŽ

Rizik predstavlja manju ili veću neizvesnost u vezi sa očekivanim ishodom poslovne aktivnosti. Razlikuju se dve vrste rizika, poslovni i finansijski. Poslovni rizik označava neizvesnost u vezi sa očekivanim poslovnim dobitkom. Okosnicu ovog rizika čine fiksni troškovi koji ostaju kruti (neelastični) na kratkoročne oscilacije u obimu poslovne aktivnosti. Finansijski rizik odnosi se na rizik budućeg neto dobitka. Okosnicu ovog rizika čine fiksni rashodi finansiranja koji se ne mogu prilagoditi kratkoročnim oscilacijama poslovnog dobitka. Kada preduzeće ima fiksne poslovne i finansijske rashode izlaže se poslovnom i finansijskom riziku. Kombinovano dejstvo ova dva rizika naziva se ukupnim ili totalnim rizikom. (Krasulja & Ivanišević, 2005)

Leveridž predstavlja jedan od metoda pomoću kojeg se procenjuju efekti poslovanja uz prisustvo

navedenih fiksnih rashoda. Postoji poslovni, finansijski i kombinovani leveridž. Poslovnim leveridžom se procenjuju efekti privređivanja sa fiksnim troškovima poslovanja. Finansijskim leveridžom meri se dodatni rizik zbog finansijskih rashoda. Kombinovanim leveridžom kvantifikuju se efekti poslovnog i finansijskog leveridža na neto dobitak i stopu prinosa na sopstvena sredstva.

Izračunava se po formuli:

$$\text{Faktor poslovnog leveridža} = \frac{P \cdot (C - T_v)}{P \cdot (C - T_v) - T_f}$$

gde su:

P – broj proizvoda na postojećem obimu prodaje

C – prodajna cena po jedinici proizvoda

T_v – prosečni varijabilni troškovi po jedinici proizvoda

T_f – ukupni fiksni troškovi za posmatrani period

Intenzitet dejstva finansijskog leveridža zavisi od toga koji su fiksni rashodi na ime kamate pokriveni iz poslovnog dobitka, tj. dobitka pre kamate i oporezivanja. Faktor finansijskog leveridža predstavlja relativan odnos poslovnog dobitka i dobitka pre oporezivanja i on se izračunava:

$$\text{Faktor finansijskog leveridža} = \frac{P_d}{P_d - R_k}$$

P_d – poslovni dobitak

R_k – rashodi na ime kamate

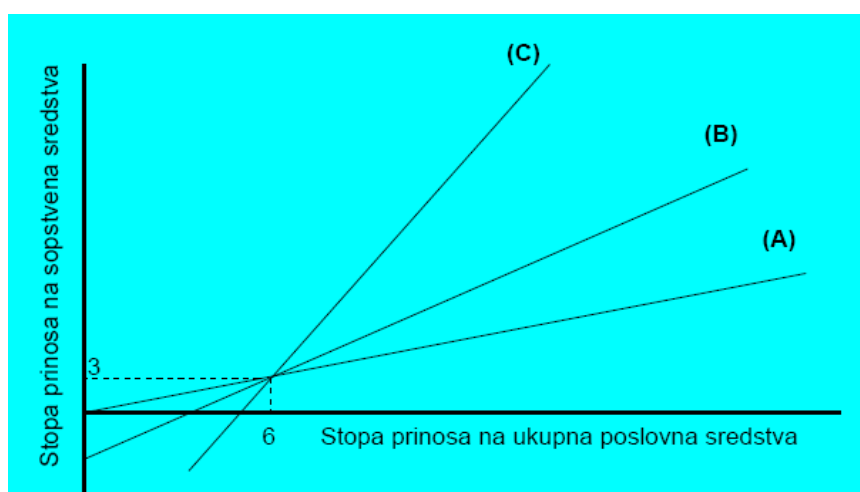
5 TAČKA INDIFFERENCIJE FINANSIRANJA

Da bi se moglo videti da li finansijski leveridž deluje pozitivno ili negativno na preduzeće, neophodno je proceniti efekat različitih stepena zaduženosti preduzeća na neto dobitak i stopu prinosa na sopstvena sredstva.

U cilju testiranja intenziteta dejstva finansijskog leveridža veoma je bitno analitički utvrditi tzv. "tačku indiferencije finansiranja". Tačka indiferencije finansiranja predstavlja obim prodaje koji obezbeđuje istu stopu prinosa na sopstvena sredstva nezavisno od strukture izvora finansiranja (tj. odnosa dugova prema sopstvenom kapitalu). (Maksimović, 1994)

Drugim rečima, tačka indiferencije finansiranja se temelji na opštem rezonu:

"Ako postoji dovoljan stepen verovatnoće da će poslovni dobitak tokom veka trajanja duga oscilovati 'iznad' onog koji se ostvaruje u tački indiferencije, onda se zaduživanje može prihvatiti kao atraktivan metod finansiranja preduzeća". Tačka indiferencije finansiranja polazi od činjenice da je isplativo koristiti dug u finansiranju poslovanja preduzeća – sve do momenta dok se ostvaruje stopa rentabilnosti koja je veća od ponderisane kamatne stope za preuzeti dug preduzeća. (Krasulja & Ivanišević, 2000)



Slika 1 Grafički prikaz tačke indiferencije finansiranja (Ivanišević, 2012)

Grafički prikaz tačke indiferencije finansiranja prikazuje različite kombinacije dugova i finansiranja A, B, i C). Takođe, prikazane su i sopstvenih izvora finansiranja (tj. alternative finansiranja A, B, i C). Takođe, prikazane su i

različite stope prinosa na ukupna sredstva i sopstvena sredstva. Za sve tri kombinacije duga i sopstvenog kapitala (A, B i C) tačka indifferencije finansiranja dostiže se pri stopi prinosa na ukupna poslovna sredstva od 6%. Kod stope prinosa na ukupna poslovna sredstva od 6% i poreza na dobitak od 50%, prinos na sopstvena sredstva iznosi 3%, nezavisno od kompozicije strukture kapitala. Svako povećanje stope prinosa na ukupna sredstva u odnosu na prosečnu cenu duga od 6%, pretpostavlja finansiranje iz pozajmljenih izvora, i obrnuto, svako smanjenje stope prinosa na ukupna sredstva u odnosu na prosečnu cenu duga od 6%, pretpostavlja finansiranje iz sopstvenih izvora. Iznad tačke indifferencije finansiranja preduzeće ostvaruje veći prinos na pozajmljena sredstva nego što za njih plaća kamatu poveriocima, te se ovde dejstvo finansijskog leveridža ocenjuje kao pozitivno.

Obrnuto, ispod tačke indifferencije finansiranja preduzeće ostvaruje manji prinos na pozajmljena sredstva nego što za njih plaća kamatu poveriocima, te se ovde dejstvo finansijskog leveridža ocenjuje kao negativno.

ZAKLJUČAK

U trgovini razvijenih tržišnih privreda desile su se, u poslednjih pedeset godina, krupne promene. Sve one bi se mogle opisati terminom "trgovinska revolucija". Ovo zbog toga jer su zaista revolucionarne po opsegu i jačini uticaja na trgovinu kao delatnost, a sa druge strane one se ispoljavaju uporedo sa tehnološkom revolucijom (a ona opet ostavlja posledice na funkcionisanje cele privrede u kojoj data tehnološka dostignuća nalaze svoju konkretnu primenu).

Na tragu ovih korenitih promena je i intenzivan ekonomski rast, koji se između ostalog ispoljava u jačanju tržišne konkurencije. Imperativ opstanka nalaže svim učesnicima u tržišnoj utakmici racionalnu upotrebu raspoloživih ukupnih (a posebno) novčanih sredstava. Ovo se posebno odnosi na trgovinska preduzeća kao učesnike u prometnoj sferi, jer efikasnost njihovih poslovnih aktivnosti u značajnoj meri (preko funkcionisanja prometne faze procesa

reprodukcije) opredeljuje efikasnost nacionalne ekonomije.

Na mikro nivou je ključni problem u podizanju produktivnosti, ekonomičnosti i rentabilnosti, a time i u obezbeđenju kvaliteta ukupne ekonomije, kako bi se ostvarilo odgovarajuće tržišno učešće uz adekvatnu profitnu stopu. Menadžerima i vodećim strukturama u preduzećima postaje jasno da pri donošenju poslovno-finansijskih odluka nije dovoljna samo kreativnost, zasnovana na apstraktnom načinu razmišljanja i izlaganja problema.

Pored toga, potrebno je obezbediti izvesnu objektivnost u donošenju odluka, a to nije moguće bez poznavanja kvantitativnih metoda i analitičkih postupaka. Dakle, navedene promene u privredi, tehnici i tehnologiji dovele su do takozvane "mentalne revolucije" (promene u glavama mislećih ljudi u preduzećima). Preciznije rečeno, one su učinile nužnim analitički pristup u donošenju odluka a pred menadžere stavile imperativ novih obaveza: kritičke i nepristrasne analize sopstvenih poslovnih poduhvata, jer je to jedini način da se kompariranjem sa izvesnim standardima dođe do potrebnih ideja za buduće poslovanje i poslovne ciljeve.

Jasno je da i naši menadžeri moraju uvažavati navedene savremene tokove koji su uveliko zahuktali zamajac tržišne privrede. Ovo tim pre jer se čitava naša privreda (pa i trgovina u okviru nje) nalazi u fazi tranzicije i restrukturiranja. Pošto privatni biznis zahteva racionalnost u trošenju finansijskih resursa i tačnost u ispunjavanju planiranih ciljeva, to i naši trgovinski menadžeri moraju postati analitičari.

Za utvrđivanje ključnih operativnih pokazatelja uspešnosti (profitabilnosti) trgovinskih preduzeća definitivno je najvažniji bilans uspeha. Osim njega, takođe, značajne oblasti analize za potrebe poslovnog odlučivanja su već pomenuta analitička racia, a u okviru njih racio rentabilnosti (profitabilnosti) sa posebnim osvrtom na rentabilnost neto angažovanih sredstava i kretanje profitne marže i stope zaduženosti, što sve skupa objedinjuje model totalne profitabilnosti.

Citirani radovi

- Ivanišević, M. (2012). *Poslovne finansije*, . Beograd: Ekonomski fakultet u Beogradu.
- Krasulja, D., & Ivanišević, M. (2000). *Poslovne finansije*. Beograd: Ekonomski fakultet.
- Krasulja, D., & Ivanišević, M. (2005). *Poslovne finansije*. Beograd: Ekonomski fakultet.
- Maksimović, B. (1994). *Izvori finansiranja poslovanja preduzeća*. Beograd: Vesnik.
- Šabović, Š. (2006),). *Bankarski menadžment*, Peć. Peć: Visoka ekonomska škola strukovnih studija.

Datum prve prijave: 26.11.2012.

Datum prijema korigovanog članka: 19.02.2013.

Datum prihvatanja članka: 26.03.2013.

Kako citirati ovaj rad?

Style – **APA** Sixth Edition:

Miljković, A., Pušara, A., Miljković, L., & Miljković, D. (2013, 07 15). Osnovne pretpostavke vezane za definisanje finansijskog leveridža. (Z. Čekerevac, Ed.) *FBIM Transactions*, 1(2), 55-61. doi:10.12709/fbim.01.01.02.06

Style – **Chicago** Fifteenth Edition:

Miljković, Aleksandar, Aleksandra Pušara, Ljubomir Miljković, and Dejana Miljković. "Osnovne pretpostavke vezane za definisanje finansijskog leveridža." Edited by Zoran Čekerevac. *FBIM Transactions* (MESTE) 1, no. 2 (07 2013): 55-61.

Style – **GOST** Name Sort:

Miljković Aleksandar [et al.] Osnovne pretpostavke vezane za definisanje finansijskog leveridža [Journal] = Pretpostavke za definisanje finansijskog leveridža // *FBIM Transactions* / ed. Čekerevac Zoran. - Belgrade : MESTE, 07 15, 2013. - 2 : Vol. 1. - pp. 55-61. - ISSN 2334-704X (Online); ISSN 2334-718X.

Style **Harvard** Anglia:

Miljković, A., Pušara, A., Miljković, L. & Miljković, D., 2013. Osnovne pretpostavke vezane za definisanje finansijskog leveridža. *FBIM Transactions*, 15 07, 1(2), pp. 55-61.

Style – **ISO 690** – Numerical Reference:

Osnovne pretpostavke vezane za definisanje finansijskog leveridža. **Miljković, Aleksandar, et al., et al.** [ed.] Zoran Čekerevac. 2, *Belgrade : MESTE, 07 15, 2013, FBIM Transactions, Vol. 1, pp. 55-61. ISSN 2334-704X (Online); ISSN 2334-718X.*