

SPECIFIČNI PROBLEMI PROCENE VREDNOSTI KAPITALA BANAKA

Abstrakt

Tradicionalne modele vrednovanja koliko god imali univerzalni karakter u određenim specifičnim situacijama je potrebno adaptirati i modifikovati kako bi se došlo do pravilnije procene vrednosti kapitala. Jedna od tih specifičnih situacija koja se ističe po svom značaju je i vrednovanje banaka. Na ovom području se procenitelji suočavaju sa dva ključna problema. Prvi je, da je teško proceniti novčane tokove banaka jer pozicije kao što su kapitalni izdaci, neto obrtna sredstva i dug nisu jasno definisani. Drugi je, da banke posluju u snažnom regulatornom okviru koji određuje kako će one biti kapitalizovane, gde mogu da investiraju i koliko brzo mogu da rastu.

U prvom delu ovoga napisa su razmotrene specifičnosti poslovanja banaka i njihov uticaj na proces vrednovanja. U drugom delu ovoga napisa je prikazana analiza finansijskih izveštaja banaka kao neophodan korak u vrednovanju koji će omogućiti da se dobije određena slika o finansijskom položaju i uspešnosti banaka, kao i informacije koje će pomoći u oceni osnovnih inputa koji se koriste u vrednovanju. U trećem delu ovoga napisa su razmotrene varijante modela vrednovanja koje se najčešće koriste prilikom procene vrednosti kapitala banaka.

Ključne reči: Vrednovanje banaka, slobodni novčani tokovi, definisanje duga, regulatorni okvir, dividenda

UVOD

Brojni su slučajevi u kojima tradicionalni modeli procene vrednosti kapitala moraju da budu modifikovani i adaptirani kako bi se obezbedila razumna procena vrednosti kapitala. Vrednovanje preduzeća koja posluju u cikličnim industrijama, preduzeća koja posluju na tržištima u razvoju, mladih preduzeća ili preduzeća koja imaju probleme u svom poslovanju su samo neki od primer koji iziskuju adaptiranje i modifikovanje tradicionalnih modela vrednovanja. Pored ovih prethodno pobrojanih primera i vrednovanje banaka se posebno ističe po teškoćama koje karakterišu proces procene vrednosti kapitala banaka.

Copeland i ostali kao najveće teškoće sa kojima se analitičari suočavaju prilikom vrednovanja banaka navode: određivanje kvaliteta portfolia datih zajmova, merenje iznosa tekućeg računovodstvenog dobitka koje je prouzrokovano neusklađenošću kamatnih stopa (npr. razlika između kamate na date zajmove koja je dugoročna i kamate na depozite kada je ona kratkoročna), razumevanje koje poslovne jedinice upravljaju profitnim potencijalom banaka, i činjenica da je spread između kamate primljene za date zajmove i troška kapitala tako malen da male greške u proceni troška kapitala mogu rezultirati u velikim promenama u procenjenoj vrednosti banaka¹.

Damodran takođe ističe da banake predstavljaju poseban izazov za analitičare kada ih oni pokušavaju da vrednuju, i to iz po njemu četiri glavna razloga: 1) banke

¹ Copeland, T, Koller, T, Murrin, J, (2000), *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Inc. op. cit. str. 427-428.

posluju pod striktnim regulatornim ograničenjima koja im određuju gde mogu da plasiraju sredstva, kao i koliko kapitala im je potrebno za poslovanje, 2) računovodstvena pravila za obračun zarade i vrednosti aktive se razlikuju od računovodstvenih pravila za ostatak tržišta, 3) dug za banke je više sirovina nego izvor finansiranja i 4) definisanje neto kapitalnih izdataka i neto obrtnih sredstava je gotovo nemoguće što implicira da se slobodni novčani tokovi ne mogu obračunati.²

Posebnu težinu ovim teškoćama koje se pojavljuju prilikom vrednovanja banaka daje i sam značaj banaka za razvoj privrede u celini. U ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji u US finansijske institucije učestvuju sa 16,83%, dok same banke imaju učešće od 4,78%.³ Sasvim je izvesno da bez banaka nema ni razvoja realnog sektora što se vidi i u ovoj tekućoj finansijskoj krizi, kada su banke upale u nevolje i smanjile obim finansiranja privrede došlo je i do pada privrednih aktivnosti. Posebna važnost vrednovanja banaka ogleda se i u činjenici da je u poslednjih par decada došlo do velikog broja raznih formi restrukturiranja banaka koje je prouzrokovano: globalizacijom finansijskih tržišta, privatizacijom, deregulacijom, rastućom popularnošću substituta banaka i promenama u poreskim propisima. Vrednovanje je važan alat koji pomaže menadžerima da razumeju i preduzmu razne forme restrukturiranja

Karakteristike poslovanja banaka u kontekstu njihovog procesa vrednovanja

Postoje brojne razlike u poslovanju banaka u odnosu na ostala preduzeća. Zbog činjenice da te razlike mogu prouzrokovati probleme prilikom procene vrednosti kapitala banaka tradicionalnim modelima vrednovanja potrebno je da se upoznamo sa njima, i da sagledamo njihov uticaj na vrednovanje kako bi izvršili modifikaciju i adaptaciju tradicionalnih modela vrednovanja i konačnim izborom odgovarajućih modela vrednovanja izvršili pravilnu procenu vrednosti banaka.

Jedna od najvažnijih karakteristika poslovanja banaka je da je njihovo poslovanje pod snažnim uticajem regulative. Regulativa banaka se obično ispoljava u zahtevima za održavanjem određenog iznosa racia kapitala čime regulatorna tela osiguravaju da se smanji izloženost vlasnika i poverioca (depozitara) banaka riziku. Pored ovoga regulatorna tela ograničavaju banke i na taj način što im propisuju gde i u kojem iznosu mogu plasirati prikupljene depozite. I na kraju regulatorna tela kontrolišu ulazak novih banaka na tržišta koja su pod njihovom kontrolom, kao i integracije i akvizicije između postojećih banaka.

Kao primer za ovu poslednju formu regulative može nam poslužiti i naš Zakon o preuzimanju akcionarskih društava koji u svom članu 15 propisuje da kada su predmet preuzimanja banke ili osiguravajuća društva, za objavljivanje ponude za preuzimanje ponuđač istovremeno sa podnošenjem zahteva za odobrenje objavljivanja ponude Komisiji podnosi i zahtev za dobijanje saglasnosti Narodnoj banci Srbije odnosno drugom nadležnom organu, u slučaju kada je to propisano posebnim zakonom.⁴

Dejstva ovih regulatornih ograničenja se najviše ispoljavaju na dva inputa koja se koriste u procesu vrednovanja: rast i rizik. Propisi o održanju određenog racia kapitala smanjuju mogućnosti bankama za reinvestiranje i na taj način utiču na rast. S druge

² Damodaran, A. (2009), "Valuing Financial Service Firms", *Working Paper Series*, SSRN.

³ Podatak je preuzet iz : Isto.

⁴ Zakon o preuzimanju akcionarskih društava, Sl. Glasnik RS. Br. 46/2006.

strane promene u regulativi ili očekivanja da će se promene desiti pruzrokuju neizvesnost (rizik), i na taj način utiču na vrednost.

Različiti karakter poslovanja banaka i drugih preduzeća koja pružaju finansijske usluge u odnosu na preduzeća iz realnog sektora uslovio je i primenu različitih računovodstvenih pravila koje ovi privredni subjekti koriste prilikom vrednovanja imovine i obračuna finansijskih rezultata.

Činjenica da većina imovine koju banke poseduju (obveznice, hartije koje su emitovane po osnovu sekuritizacije njihovih portfolia datih zajmova, itd) imaju aktivno tržište prouzrokovala je da banke mnogo češće koriste računovodstvo fer vrednosti za knjiženje svoje imovine, dok preduzeća iz realnog sektora češće knjiže svoju imovinu po principu istorijskog troška.

Proponenti računovodstva fer vrednosti ističu da imovina knjižena po principu fer vrednosti reflektuje njenu tržišnu vrednost i da su analitičari u tom slučaju pri proceni vrednosti preduzeća u boljoj poziciji nego da je ta imovina knjižena po principu istorijskog troška.

U 2007. godini, Međunarodni institut ovlašćenih finansijskih analitičara (CFA Institute), publikuje svoj model sveobuhvatnog poslovnog izveštavanja (A Comprehensive Business Reporting Model), sa ciljem poboljšavanja postojećeg modela finansijskog izveštavanja. U ovom predloženom modelu jedan od osnovnih zahteva je primena računovodstva fer vrednosti. Trenutno finansijski izveštaji uključuju neke pozicije u finansijskim izveštajima po istorijskom trošku, dok se neke mere po fer vrednosti. Investitori koji se oslanjaju na fer vrednosti prilikom donošenja odluke čine napore da utvrde fer vrednost pozicija koje su iskazane po istorijskom trošku. Njihov uspeh zavisi od obelodanjivanja o ovim pozicijama. Kada bi standardi finansijskog računovodstva zahtevali da preduzeća knjiže svoju imovinu i obaveze po fer vrednosti ovi naponi bi bili eliminisani. Oponenti izveštavanja po fer vrednosti navode da merenje i priznavanje imovine i obaveza po fer vrednosti u finansijskim izveštajima uvode volatilnost u finansijsko izveštavanje. Predlagači novog modela zauzimaju suprotno stanovište. Po njima, ako merenje rezultira u većoj volatilnosti onda je to merenje nemaskirano i bliže ekonomskoj realnosti. Jedna od najvažnijih evaluacija koje moraju učiniti investitori se odnosi na stepen rizika kojem su investicije izložene. Veća volatilnost implicira veći rizik. Metodi izveštavanja koji maskiraju istinsku volatilnost čine medvedu uslugu investorima obezvređujući njihovu sposobnost za donošenje pravilnih investicionih odluka i mogu rezultirati u neefikasnoj alokaciji kapitala. Zbog svega ovoga u predloženom modelu se zahteva priznavanje i merenje imovine i obaveza po fer vrednosti.⁵

Uvažavajući činjenicu da računovodstvo fer vrednosti može da doprinese pravilnijoj proceni vrednosti kapitala, ne smemo zaboraviti da tradicionalno (konvencionalno) računovodstvo zasnovano na principu istorijskog troška ima određene prednosti. U kontekstu procene vrednosti kapitala preduzeća (banke) ta prednost se ogleda u činjenici da je jedna od ključnih determinanti preduzeća kvalitet njegovih investicija, koji se najčešće meri stopom prinosa na sopstveni kapital, i stopom prinosa na ukupnu imovinu (aktivu). Kada stavimo zaradu u odnos sa originalnom investicijom mi možemo da ocenimo da li je ta investicija dobra ili loša. U slučaju kada bi investiranu

⁵ A Comprehensive Business Reporting Model, Financial Reporting for Investors, July 2007, CFA Institute, Centar for Financial Market Integrity.

imovinu merili po tržišnoj vrednosti mi bi izgubili ovu važnu informaciju, jer u tom slučaju prinos na sopstveni kapital ili aktivu bi uvek bio jednak trošku kapitala, i mi ne bi mogli da napravimo distinkciju da li je investicija dobra ili loša.

Posebno osetljivo područje prilikom vrednovanja kapitala banaka je tretman duga. Prilikom procene vrednosti kapitala preduzeća iz realnog sektora prvo se vrši procena ukupne aktive (vrednost firme) koja je finansirana sa sopstvenim kapitalom i dugom. Kada se koristi ovaj model procene koriste se novčani tokovi pre servisiranja duga i prosečni ponderisani trošak kapitala (WACC).⁶ Da bi se u drugom koraku od vrednosti firme oduzeo iznos duga i tako se došlo do vrednosti kapitala. Na ovaj način se dobija više informacija o izvorima stvaranja vrednosti i zbog toga se ovaj model najviše upotrebljava u praksi, jer cilj procene vrednosti nije samo utvrđivanje vrednosti već i identifikovanje izvora koji stvaraju vrednost. Kada vršimo direktnu procenu vrednosti sopstvenog kapitala dolazimo do istog rezultata ali imamo manje informacija o izvorima koji stvaraju tu vrednost. Međutim, kada se vrši procena vrednosti kapitala banaka potrebno je koristiti direktan pristup, tj. odmah ići na procenu sopstvenog kapitala. Razlozi su višestruki, u nastavku ćemo ukratko obrazložiti neke od najvažnijih.

Za banke dug ima različitu konotaciju, kao što smo prethodno spomenuli u slučaju banaka on se posmatra kao sirovina, a ne kao izvor kapitala. Drugim rešima, dug je za banku ono što je čelik za prerađivačko preduzeće, nešto što može biti oblikovano u druge proizvode, čijom se prodajom po većoj ceni ostvaruje profit. Konsekvenca ovoga posmatranja je da se pri vrednovanju banaka kao kapital posmatra samo sopstveni kapital. Ovakvo definisan kapital je pod dodatnim uticajem regulatornih tela koja zahtevaju određeni ratio kapitala.

Dodatni problem u vrednovanju banaka predstavlja definisanje duga. Na primer da li depoziti po osnovu tekućih računa klijenata treba da budu tretirani kao dug banke. Ako mi ove depozite kategorizujemo kao dug poslovni dobitak za banke bi trebao da se meri pre kamate plaćene depozitarima što bi bilo problematično, jer troškovi kamate su obično najveća pojedinačna stavka troškova za banke. Problem se pojavljuje i pri izračunavanju troška kapitala. Ako se odlučimo da sve kratkoročne i dugoročne pozajmice banci tretiramo kao dug ratio zaduženosti za banke će biti ogroman. Ako kombinujemo ovaj visoki ratio duga sa niskom cenom duga prosečna ponderisana cena kapitala će biti nerealno mala. S druge strane ovoga problema tretmana duga banaka u slučaju da se odlučimo za užu definiciju duga u kom slučaju je potrebno da neke pozicije budu uključene u dug, a neke isključene pojavljuje se problem subjektivnog prosuđivanja o tome koje pozicije treba uključiti, a koje isključiti.

Konačno čak i ako definišemo dug kao izvor kapitala, i možemo ga precizno meriti postoji dimenzija u kojoj se banke razlikuju od preduzeća u realnom sektoru. Banke imaju tendenciju da upotrebljavaju više duga za finansiranje njihovog poslovanja i konsekventno imaju veći finansijski leveridž od preduzeća iz realnog sektora. Dok postoje dobri razlozi koji mogu da opravdaju ovaj visoki finansijski leveridž – stabilne i relativno visoko predvidljive zarade i regulatorni okvir koji svojim dejstvom smanjuje rizik. Visok finansijski leveridž ipak ima konsekvence na vrednovanje pre svega u tome što sopstveni kapital u tom slučaju predstavlja samo mali deo celokupne vrednosti banke

⁶ O različitim formama novčanih tokova i njihovim korespondentnim diskontnim stopama koje se koriste pri proceni kapitala prinosnom metodom videti više: Reilly, K, F, Brown, L, K, (2003), *Investment Analysis & Portfolio Management*, Thomson, Mason Ohio, str. 377-388.

tako da male promene u ukupnoj vrednosti mogu da prouzrokuju velike promene u vrednosti sopstvenog kapitala.

Problemi sa tretmanom duga su usloveli da većina procjenitelja prilikom procene kapitala banaka koriste direktan prilaz. Ovaj prilaz implicira upotrebu slobodnog novčanog toka sopstvenog kapitala (free cash flow to equity) koji se izračunava pomoću sledeće formule:

$$SNT_{\text{sopstveni kapital}} = \text{Neto dobitak} - \text{neto kapitalni izdaci} - \Delta \text{ neto obrtnih sredstava} - (\text{otplata duga} - \text{nova emisija duga})$$

Međutim, ovde se suočavamo sa novim dodatnim problemom, a to je teškoća ili pravilnije rečeno nemogućnost izračunavanja slobodnog novčanog toka za banke.

Stopa rasta je jedan od osnovnih inputa u procesu vrednovanja. Da bi se izračunao rast potrebno je izmeriti obim (stopu) reinvestiranja. Reinvestiranje ima dve osnovne forme: neto kapitalne izdatke i izdatke za obrtna sredstva. Nažalost merenje ovih pozicija za banke je problematično.

Za razliku od preduzeća iz realnog sektora koja investiraju u postrojenja, opremu i ostalu fiksnu imovinu, banke investiraju primarno u nematerijalnu imovinu (npr. brend i ljudski kapital). Ove njihove investicije za budući rast imaju tretman troška perioda u računovodstvenim izveštajima. Tako da izveštaj o novčanim tokovima banaka pokazuje male kapitalne izdatke i korespondentno tome male iznose amortizacije. Sa neto obrtnim sredstvima imamo različit problem. Po definiciji neto obrtna sredstva predstavljaju razliku između tekuće imovine i tekućih obaveza. U slučaju banaka veliki deo pozicija iz njihovih bilansa stanja bi se mogao svrstati u jednu od ovih kategorija što stvara problem, jer promene u neto obrtnim sredstvima mogu biti velike i volatilne, i nemaju puno veze sa reinvestiranjem za budući rast.⁷

Nemogućnost pravilnog obračuna slobodnog novčanog toka za banke većina procenitelja rešava na taj način što kao forme novčanog toka za procenu vrednosti kapitala banaka koristi: dividendu i računovodstveni dobitak.

O prihvatljivim varijantama tradicionalnih modela vrednovanja za vrednovanje banaka će biti više reči u posebnom delu ovoga napisa, ali pre toga u sledećem delu ćemo se upoznati sa važnošću analize finansijskih izveštaja banaka za procenu njihove vrednosti.

Analiza finansijskih izveštaja banaka

Analiza finansijskih izveštaja predstavlja prvi korak u vrednovanju. Na osnovu analize finansijskih izveštaja dobijamo sliku o finansijskom položaju i uspešnosti (zarađivačkoj moći) banaka, što nam pomaže da utvrdimo njihovu vrednost. Pored toga analiza finansijskih izveštaja nam pomaže da ocenimo neke od osnovnih inputa koji se koriste u vrednovanju (rizik, rast, diskontnu stopu)

U nastavku ovoga dela ćemo prikazati neke od osnovnih racio brojeva koji se koriste u tzv. CAMELS analizi, analizi koju upotrebljavaju regulatorna tela za kontrolu banaka u US.

➤ *Ključni racio brojevi za ispitivanje kvaliteta aktive:*

⁷ Damodaran, A, (2002), *Investment Valuation*, Wiley & Sons, New York, p. 809.

- 1) Rezervisanja za obezvređenje plasmana / Ukupni plasmani ; ovo je primarna mera za prosuđivanje snage kapitala. Tradicionalno minimum 1% u US ali nismo sigurni da je ovo dovoljno,
- 2) Neto kamatna margina = Neto dobitak od kamate / Prosečna⁸ imovina koja donosi kamatu ; manje od 3% se smatra da banka ima veliki obim aktive koji ne generiše kamatu ili je njena imovina nisko prinosa,
- 3) ROA = neto dobitak / prosečna aktiva ; istorijski benčmark u US je 1%,
- 4) ROE = neto dobitak / prosečni sopstveni kapital; pre izbijanja krize on se u US kretao od 15%-17%,
- 5) Prilagođeni ROE = neto dobitak / sopstveni kapital + rezervisanja iznad 10% od sopstvenog kapitala
- 6) Poslovna profitna margina = Operativni profit (pre rezervisanja za obezvređenje plasmana i isključuje dobitke ili gubitke od prodaje aktive i trošak amortizacije nematerijalne imovine) / Neto poslovni prihodi (prihodi od kamata manje rashodi kamata + nekamatonosni prihodi) ; veća margina banka je efikasnija,
- 7) Prosečan period naplate kamate = Potraživanja po osnovu kamate / Prihodi od kamate x 365 dana,
- 8) Racio efikasnosti = Ukupni nekamatonosni troškovi / Ukupan dobitak od kamate + ukupan nekamatonosni dobitak; Efikasnost se poboljšava kako se ovaj racio smanjuje. Ovaj racio je dobar ako je 40%, ako je više od 75% banka je veoma skupa za poslovanje,
- 9) Stopa rasta depozita = $\text{depozit}_t - \text{depozit}_{t-1}$.
 - *Ključni racio brojevi za ispitivanje likvidnosti:*
 - 1) Plasmani (bruto) / Ukupni depoziti; nizak suvišak likvidnosti,
 - 2) Likvidna aktiva / Ukupni depoziti.
 - *Ključni racio brojevi za istraživanje adekvatnosti kapitala:*
 - 1) Sopstveni kapital / Prosečna aktiva – Nematerijalna imovina i nerealizovani dobici od h.o.v raspoloživih za prodaju (isključeni iz sopstvenog kapitala),
 - 2) Kapital (sopstveni kapital uključujući i preferencijalne akcije) / Ukupna materijalna aktiva (manje gudvil i nematerijalna imovina); Banka je dobro kapitalizovana kada je ovaj racio jednak ili veći od 5%.⁹

Varijante tradicionalnih modela koje se obično koriste za procenu vrednosti kapitala banaka

Specifičnosti banaka su uslovile potrebu za modifikovanjem i adaptiranjem tradicionalnih modela vrednovanja i primenu njihovih različitih varijanti koje su najpogodnije za vrednovanje banaka. Damodaran pored relativnog vrednovanja (modela tržišnih množioca), kao varijante najprikladnije za vrednovanje banaka predlaže: diskontovanje dividende, prilaz abnormalne zarade (ekonomskog profita), i prilaz modifikovanog novčanog toka.¹⁰

Dermine predlaže četiri prilaza za vrednovanje banaka: tržišne množioce, npr. PE racio (odnos cene po akciji i zarade po akciji), i PB racio (odnos cene po akciji i

⁸ Prosek se uzima za dva poslednja perioda.

⁹ Osnovni elementi CAMELS analize su preuzeti sa: www.adb.org

¹⁰ Damodaran, A, (2009), "Valuing Financial Service Firms", *Working Paper Series, SSRN*

knjigovodstvene vrednosti po akciji); diskontovana vrednost budućih dividendi; diskontovana vrednost budućih ekonomskih profita; i fundamentalno vrednovanje.¹¹ U nastavku ćemo ukratko opisati svaki od predloženih prilaza.

Relativno vrednovanje predstavlja najlakši način da se vrednuje banka. Postoje brojni tržišni množioc koji se koriste u relativnom vrednovanju. U prethodnim razmatranjima smo istakli da se prilikom procene vrednosti banaka koristi direktni prilaz i da zbog tretmana duga za banke poslovni dobitak nije tako validan pokazatelj, pa se zbog toga u relativnom vrednovanju banaka koriste množioc vezani za sopstveni kapital.

PE je množioc koji se najčešće koristi u relativnom vrednovanju. Međutim, za vrednovanje banaka je bolje koristiti PB ratio iz dva razloga: knjigovodstvena vrednost većine imovine banaka je bliža njihovoj tržišnoj vrednosti, i banke ponekad vrše velika rezervisanja za gubitke po osnovu svojih plasmana i u tim periodima iskazuju nizak dobitak. Ovo poslednje doprinosi da je istorijska distribucija PE racia za banke više volatilna nego za PB ratio, pa se onda ovaj množioc češće koristi. Ovo se može videti i iz sledeće tabele:

Tabela 1: Istorijska distribucija PE i PB racia¹²

Bank of America	2005	2006	2007	2008	2009
PE	11,4	11,6	12,5	25,6	533,66
PB	1,9	1,8	1,3	0,5	0,54

Na početku 2007. godine u zemljama OECD-a prosečni PB ratio za banke je bio oko 2, a PE ratio je bio oko 11. U to vreme PB ratio za banke na tržištima u razvoju je bio blizu 3 ili čak i iznad 3. U toku tekuće krize prosečan PB ratio je pao za oko 50%.¹³

Ovaj prilaz vrednovanju je vrlo jednostavan. Dovoljno je da se pronađe komparabilna banka koja se listira na berzi i njen PB se pomnoži sa knjigovodstvenom vrednošću banke koja se vrednuje.

Problem sa ovim prilazom je što su množioc pod dejstvom računovodstvenih pravila i što se pretpostavlja da je tržište efikasno što nije uvek tačno.

Model diskontovanja budućih dividendi predstavlja osnovni model vrednovanja. Pretpostavka o rastu dividendi se može artikulirati kroz različite faze perioda rasta dividende.¹⁴

Gordon u svom Modelu rasta predviđa da dividenda raste po konstantnoj stopi neprekidno. Po ovome modelu vrednost banke se izračunava pomoću sledeće formule:

¹¹ Dermine, J, (2008), "Bank Valuation – with on Application to the Implicit Duration of non – Maturing Deposits", *Working Paper Series, SSRN*.

¹² Izvor: www.morningstar.com

¹³ Dermine, J, (2008), "Bank Valuation – with on Application to the Implicit Duration of non – Maturing Deposits", *Working Paper Series, SSRN*.

¹⁴ Najčešće se koristi dvofazni model u kojem u početnom periodu je rast veći od proseka, da bi u terminalnom periodu rast bio ograničen stopom rasta privrede u kojoj preduzeće predmet procene posluje. O ovim različitim formulama perioda rasta videti više: Weston, F, J, Siu, J, A, Johnson, A, B, (2001), *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall, New Jersey, str. 280-283.

Vrednost sopstvenog kapitala po akciji = $\frac{D_{T+1}}{k_e - q}$; gde je D_{T+1} iznos dividende po akciji u narednom periodu, k_e – trošak sopstvenog kapitala i q je očekivana stopa rasta dividende.

Za pravilnu procenu kapitala banaka diskontovanjem dividende potrebno je poznavati politiku dividende koju banka sprovodi. Neke banke mogu isplaćivati manju dividendu nego što su u mogućnosti sa namerom da povećaju njihov ratio kapitala, s druge strane neke banke mogu da isplaćuju visoke dividende, i ako nisu u mogućnosti da to rade, i onda to rade tako što vrše dodatnu emisiju akcija. Kada bi pilikom procene kapitala banaka koristili stvarnu dividendu koju banka isplaćuje u prvom slučaju bi potcenili vrednost banke, a u drugom slučaju bi precenili vrednost banke. Zbog toga je potrebno proceniti potencijalnu (normalizovanu) dividendu koja će se koristiti u vrednovanju, imajući u vidu istorijsku distribuciju dividende i očekivanja o budućem rastu.

Varijanta diskontovanja prilagođenih novčanih tokova banke se zasniva na tome da je ipak moguće utvrditi novčane tokove banke ako se reinvestiranje banaka posmatra drugačije od reinvestiranja preduzeća iz realnog sektora. Po ovom prilazu reinvestiranje banaka se odražava u investiranju banaka u regulatorni kapital, zahtevan od regulatornih autoriteta koji na taj način određuju limite budućeg rasta banaka. Po ovom prilazu slobodni novčani tok banke se izračunava na taj način što se od neto dobitka oduzmu reinvesticije u regulatorni kapital.

Prilaz abnormalne zarade (ekonomskog profita) je prilaz koji se u posljednje vreme veoma često koristi. Razlog za to je što slobodni novčani tokovi (SNT) mogu biti pod uticajem diskrecionog izbora menadžmenta. Menadžment se može odlučiti da u određenom vremenskom periodu ne investira i na taj način uveća SNT, dok prilaz abnormalne zarade prikazuje da li je došlo do stvaranja ili distorzije vrednosti u svakom pojedinačnom periodu.

Vrednost po ovom prilazu se izračunava pomoću sledeće formule:

Vrednost sopstvenog kapitala = Sopstveni kapital tekuće investiran + Sadašnja vrednost očekivanog suviška prinosa za vlasnike sopstvenog kapitala.

Suvišak prinosa (abnormalna zarada) koji se odnosi na vlasnike sopstvenog kapitala se izračunava na sledeći način:

Abnormalna zarada za akcionare = (Prinos na sopstveni kapital – trošak sopstvenog kapitala) x Sopstveni kapital

Dermine uvodi jedan novi koncept za vrednovanje banaka koji je zasnovan na jasnim principima ekonomije i finansija. On razdvaja vrednost banke na dve komponente: likvidaciona vrednost i franšiza vrednost. Likvidaciona vrednost je razlika između tekuće vrednosti aktive i depozita. To je ona vrednost koju akcionari mogu dobiti u slučaju likvidacije banke. Franšiza vrednost proizilazi iz going concern koncepta poslovanja banaka. Ona predstavlja sadašnju vrednost budućih profita koje banka može ostvariti zahvaljujući svome uhodanom poslovanju koje joj omogućuje da prikuplja depozite po nižoj kamatnoj stopi od tržišne i da ih potom plasira po većoj stopi od tržišne. Karakteristika ovoga modela je da se pri oceni premije za rizik oslanja na tržište korporativnih obveznica, a ne na tržište akcija. Ovaj model poslovanje banaka razdvaja u dve grupe: prikupljanje depozita i njihovo plasiranje (on-balance sheet banking business), koje se vrednuje prilazom fundamentalne vrednosti, i poslovanje koje se vrednuje

standardnim alatima korporativnih finansija, na primer konsultantske usluge (off balance sheet business). Posebna prednost ovoga modela je što omogućava da se u vrednovanje uključi rizik koji može nastati zbog neusklađenosti ročnosti priključenih depozita i datih zajmova.¹⁵

Abstract

Traditional evaluation model as much as had a universal character in certain specific situations is necessary to adapt and modify in order to reach the conduct of valuation. One of the specific situation that stands out for its importance is the evaluation of banks. In this area the evaluation facing two key problems. The first is, that it is difficult to estimate the cash flows in banks because certain positions such as capital expenditures, net working capital and net debt are not clearly defined. Another is that bank operation in a strong regulatory framework that determines how they will be capitalized, where they can invest and how fast they can grow.

The first part of this article discussed specifics of banks operations and their influence on the process of evaluating. The second part of this article shows the analysis of financial statements of banks as a necessary step in the evaluation that performance of banks as well as information that will help to access the basic inputs used in valuation. The third part of this article considered the variation of the models of evaluation that are commonly used when evaluating the working capital.

Key words: Evaluating of Banks, free cash flow, the definition debt, regulatory framework, dividend

Literatura je data u fusnotama.

¹⁵ O ovom modelu videti više: Dermine, J, (2008), "Bank Valuation – with an Application to the Implicit Duration of non – Maturing Deposits", *Working Paper Series, SSRN*.