

UNIVERZITET SINGIDUNUM



**DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE
MASTER STUDIJE**

-MASTER RAD-

**KVANTITATIVNI ASPEKT FUNDAMENTALNE ANALIZE
NA NIVOU KOMPANIJE I INDUSTRIJE
NA PRIMERU: “Bank of America”**

Mentor:
Prof. dr Zoran Jeremić

Student:
Boris Korenak
Broj indeksa:
M 9363/08

Beograd 2010.

-Sadržaj-

Uvod.....	5
-----------	---

I deo **POSLOVNO-FINANSIJSKI PODACI “*Bank of America*”**

1.1 OSNOVNI PODACI O “ <i>Bank of America</i> ”	12
1.1.1 “Global Wealth & Investment Management”	13
1.1.2 “Global Consumer & Small Business Banking”	13
1.1.3 “Global Corporate & Investment Banking”	14
1.2 FINANSIJSKI POKAZATELJI, <i>Bank of America</i> “	14
1.3 BILANS USPEHA	24
1.4 BILANS STANJA	26
1.5 IZVEŠTAJ O NOVČANIM TOKOVIMA	31

II deo **BILANSA RACIO ANALIZA**

2.1 RACIO ANALIZA	33
2.2 RACIJA PROFITABILNOSTI (RENTABILNOSTI)	34
2.2.1 Prinos na aktivu (“ROA”)	34
2.2.2 Prinos na aktivu (“ROA”) bankarske konkurencije	35
2.2.3 Prinos na akcionarski kapital (“ROE”)	36
2.2.4 Prinos na akcionarski kapital (“ROE”) bankarske konkurencije	37
2.3 RIZIK LIKVIDNOSTI	38
2.3.1 Rizik likvidnosti bankarske konkurencije	43
2.4 FINANSIJSKI LEVERIDŽ (“LEVERAGE”)	44
2.4.1 Finansijski leveridž bankarske konkurencije	46
2.5 KREDITNI RIZIK	47

III deo **INVESTICIONA RACIO ANALIZA**

3.1 TRŽIŠNO ORJENTISANI RACIJI	49
3.2 RACIO TRŽIŠNE I KNJIGOVOSTVENE VREDNOSTI (“Price/Book Value” P/B)	49
3.2.1 Komparacija “P/B” racia unutar industrije	51
3.3 RACIO TRŽIŠNE VREDNOSTI I GOTOVINSKOG TOKA (“Price/Cash Flow Ratio” -P/CF)	52

3.3.1 Komparacija “P/CF” racia unutar industrije.....	52
3.4 RACIO TRŽIŠNE CENE I ZARADE (“Price/Earnings ratio” - P/E).....	53
3.4.1 Komparacija “P/E” racia unutar industrije.....	55
3.5 RACIO TRŽIŠNE VREDNOSTI I ZARADE MODIFIKOVAN ZA OČEKIVANI RAST (“Price/Earnings To Growth Ratio” - PEG).....	56
3.5.1 Komparacija “PEG” racia unutar industrije.....	56
3.6 DIVIDENDNI PRINOS AKCIJE (“Stock's dividend yield”).....	57
3.6.1 Komparacija “DY” racia unutar industrije.....	58

IV deo ODREĐIVANJE UNUTRAŠNJE VREDNOSTI AKCIJE

4.1 UNUTRAŠNJA VREDNOST AKCIJE (“Intrinsic stock value”).....	59
4.1.1 “Discounted cash flow”.....	60
4.2 DIVIDENDNI DISKONTNI MODEL (“Dividend discounted model” –DDM).....	61
4.2.1 Model promenljive dividende.....	63
4.2.2 Model stalnog rasta dividende po konstantnoj stopi.....	63
4.2.3 Model višefaznog rasta dividende.....	63
4.2.4 Model nepromenljive dividende.....	63
4.3 APLIKACIJA DDM NA PRIMERU “ <i>Bank of America</i> ”.....	64
4.4 APLIKACIJA DDM ZA BANKARSKE KONKURENTE “ <i>Bank of America</i> ”.....	66
4.4.1 “Citigroup”.....	66
4.4.2 “Wells Fargo”.....	66
4.4.3 “JP Morgan”.....	67

V deo ANALIZA INDUSTRIJE

5.1 SEKTORI PRIVREDE SAD-a.....	69
5.1.1 Poslovni ciklus (“Business cycle”).....	70
5.1.2 Rotacija sektora.....	74
5.1.3 Strukturalne ekonomske promene.....	76
5.2 FINANSIJSKI SEKTOR SAD-a.....	77
5.2.1 Životni ciklus (“Life cycle”).....	79
5.2.2 Bankarski sektor SAD-a.....	80
5.2.3 Klasifikacija finansijsko-bankarskog sektora SAD-a.....	86
5.3 KONKURENCIJA U BANKARSKOM SEKTORU SAD-a.....	88
5.3.1 Faktori konkurentskog okruženja.....	89
5.3.2 “N firm concentration ratio”.....	91
5.3.3 “Herfindahl-Hirschman Index”.....	92
ZAKLJUČAK.....	95

SPISAK GRAFIKONA I TABELA.....	98
LITERATURA.....	100

UVOD

Motivisanost vezana za istraživanje ove oblasti se temelji upravo na aktuelnosti same teme, koja proizilazi iz sledećih razloga: **prvo**, u zapadnim zemljama kapitalističke orijentacije postoji duga tradicija berzanskog poslovanja i investiranje suficitnih ekonomskih jedinica u hartije od vrednosti, **drugo**, determinisanje vrednosti akcija predstavlja ključno pitanje prilikom investiranja u iste, **treće** finansijska svetska kriza koja je prerasla u ekonomsku krizu, a kao jedan od uzroka ima same hartije od vrednosti (sekuritizacija), **četvrto**, izgradnja investicione kulture stanovništva, kao najznačajnijeg suficitnog sektora u zemlji i njegovo racionalno ponašanje na osnovu varijabli kao što su: sigurnost, kamatna stopa, stopa inflacije i devizni kurs; tj. mogućnost sagledavanja svih investicionih mogućnosti i oportunitetnih troškova treba da u narednom periodu dovede do povećanja značaja finansijskog tržišta, tj. berze kao njene organizovane forme, **peto**, upravo bankarski sektor (SAD-a) je predstavljen kao uzrok same finansijske krize, a isto tako je zajedno sa ostatkom finansijskog sektora, pretrpeo velike gubitke (pa čak i bankrota i nestajanje nekih od najznačajnijih subjekata na finansijskom tržištima SAD-a proteklih par decenija) što zbog loših odluka prvenstveno u domenu upravljanja rizikom zbog kojih je direktno bankarski sektor pretrpeo gubitke, što zbog povratnog uticaja ostatka privrede na bankarski sektor kada je već finansijska kriza prerasla u ekonomsku, a čitav finansijski sektor kao izrazito ciklični, biva “kažnjen” od strane najšire investicione javnosti u vidu velikog pada cena akcija i samim tim tržišne kapitalizacije američkih banaka, čiji je stereotip “*Bank of America*”.

Predmet istraživanja ovog rada predstavlja proces analize mikroekonomskih kvantitativnih elemenata prilikom determinisanja vrednosti akcija, koji se uzimaju kao relevantni prilikom fundamentalne analize, investicione strategije široko prihvaćene od investicione javnosti u zemljama sa visoko razvijenim finansijskim tržištima. Odlike ovakvih finansijskih tržišta jesu dubina, širina i efikasnost, što ih upravo čini bliskim hipotetički savršenim finansijskim tržištima. Ove odlike dotičnih finansijskih tržišta dovode do toga da se u najčešćem slučaju tržišne cene akcija usaglašavaju sa unutrašnjom stvarnom vrednošću akcije, ali i dalje ostaje značajan prostor za otkrivanje potcenjenih i precenjenih akcija od strane tržišta, što upravo i jeste osnovna svrha fundamentalne analize.

Utvrđivanje vrednosti akcija izaziva određena neslaganja ekonomske javnosti, a u određenim slučajevima i oštru podeljenost iz koje su i nastale različite strategije koje se danas koriste prilikom odabira akcija koje će činiti portfolio. U Anglo-Saksonskoj literaturi ove strategije se nalaze pod imenom “Stock picking strategies”. Takođe terminologija koja se koristi prilikom opisa datih strategija u domaćoj literaturi je preuzeta sa engleskog govornog područja. Dve najzastupljenije strategije za procenu vrednosti akcija su fundamentalna analiza i tehnička analiza. U okviru kojih su se javile određene teorijske frakcije. Bez obzira na njihove različite pristupe, njihova komplementarnost im omogućava zajedničku primenu. U zavisnosti od namera investitora, a koje se odnose na vreme i rizik, određene prednosti se mogu pripisati primeni pojedine strategiji. Srednji stav, koji se oslanja na komplementarnost strategija, ističe da se uz pomoć fundamentalne analize može doći do odgovora na pitanje, koje

akcije treba kupiti ili prodati. Dok posredstvom tehničke analize se može doći do odgovora na vremenski aspekt transakcije, tj. kad treba kupiti ili prodati iste

U ovom radu ćemo se ograničiti na kvantitativni aspekt fundamentalne analize na nivou banke i industrije. Zapravo, izvršićemo racio analizu finansijskih pokazatelja na primeru „*Bank of America*“. Dobijeni pokazatelji će zatim biti upoređeni sa istorijskim vrednostima pomenute kompanije (analiza trenda), kao i sa racijima konkurenata i proseka delatnosti. Takođe ćemo omogućiti uvid i u odnos tržišne i unutrašnje vrednosti akcija, što će se bazirati na pretpostavci o ne postojanju apsolutne savršenosti finansijskog tržišta. Rad takođe pruža uvid i u “discounted cash flow”, koja predstavlja osnovu za različite modele diskontovanja dividendi.

Naš teorijsko **metodološki pristup** istraživanju je dijalektički. U istraživanju smo od posebno naučnih metoda primenili osnovnu analitičku i osnovnu sintetičku metodu. A od opšte naučnih metoda analitičko-deduktivnu.

Naučni cilj istraživanja jeste naučna deskripcija finansijskih pokazatelja banke i bankarske industrije i metoda za njihovo determinisanje.

Društveni cilj se ogleda u praktičnom korišćenju finansijskih pokazatelja iz finansijskih izveštaja, njihovom stavljanju odnos sa određenim bilansnim/tržišnim vrednostima i formiranju traženih pokazatelja, kao njihovoj adekvatnoj interpretaciji. Kao i primeni odgovarajućih modela u cilju valorizacije akcije.

Rezultat istraživanja treba da ukaže na najznačajnije strategije za determinisanje vrednosti akcija, kao i da na transparentan način opiše ključne elemente koji utiču na vrednost akcije, u domenu kvantitativne analize.

Polazne hipoteze:

Opšta • Finansijska tržišta nisu apsolutno efikasna, odnosno tržišna vrednost akcija ne mora uvek u potpunosti da reflektuje unutrašnju vrednost iste, s toga postoji mogućnost za otkrivanje potcenjenih/precenjenih akcija.

Posebna • Odnosi se na poznavanje faktora koji imaju presudan značaj za intrističnu vrednost akcije iz bankarske industrije, u cilju adekvatne investicione selekcije akcije.

U skladu sa postavljenim hipotezama i ciljem istraživanja proistekla je i odgovarajuća struktura rada. Prilikom uspostavljanja same strukture rada vodilo se računa da se odgovori na postavljene zadatke, uz svakako limitirajući faktor u vidu neudaljavanja od osnovne teme, prvenstveno u domenu mnogobrojnih kvalitativnih faktora iz mikro i kvantitativno-kvalitativnih faktora makro okruženja koji utiču na vrednost akcija, kao i faktora iz domena koje proučavaju biheviorističke finansije – prvenstveno se misli na mnogobrojne iracionalne odluke investitora koje svakako značajno utiču na vrednost akcije. Stoga, struktura pristupnog rada se sastoji iz sledećih *pet* delova:

I deo **POSLOVNO-FINANSIJSKI PODACI** “*Bank of America*”II deo **BILANSA RACIO ANALIZA**III deo **INVESTICIONA RACIO ANALIZA**IV deo **INTRISTIČNA VREDNOST AKCIJE**V deo **ANALIZA INDUSTRIJE**

Prvi deo rada, pruža uvid u poslovanje i finansijske pokazatelje “*Bank of America*”. Predstavljena su tri glavna segmenta poslovanja banke. Nakon čega se pruža uvid u izdvojene finansijske pokazatelje za “*Bank of America*”. Takođe rad sadrži i bilans stanja, bilans uspeha i izveštaj o novčanim tokovima sa pratećim komentarima.

Drugi deo rada, naglašava značaj bilansne analitike i finansijske racio analize. Umesto korišćenja stavki iz finansijskog izveštaja u osnovnom obliku korišćeni su odnosi pojedinih bilansnih pozicija na osnovu kojih se može steći bolji uvid u finansijsko stanje „*Bank of America*”. Prikazani su pokazatelji profitabilnosti, likvidnosti, leveridža, kao i pokazatelji kreditnog rizika.

Treći deo rada, predstavlja tržišno orjentisan finansijske racije. Ova grupa racija je posebno važna za potencijalne investitore obzirom da u odnos stavlja tržišnu cenu akcije, shodno čemu se ovi raciji takođe mogu naći u stranoj literaturi pod nazivom „**investicioni raciji**”. U ovom delu se takođe vrši komparativna analiza na osnovu dobijenih vrednosti racija. Analiza racija se vrši na osnovu vremenskog aspekta tj. analiza trenda, u odnosu na konkurentske banke i na osnovu proseka delatnosti.

Četvrti deo rada bavi se kvantitativnim varijablama koji imaju uticaj na vrednost akcije, na mikronivou. Predstavljen je “**discounted cash flow**”, na kome je zasnovan “**dividend discounted model**”. Zatim je pružen uvid u različite modele za diskontovanje dividendi, baziranih na različitim pretpostavkama o rastu dividendi u budućnosti. U cilju valorizacije akcija „*Bank of America*”, tj. utvrđivanja unutrašnje vrednosti, korišćen je adekvatan dividendni diskontni model. Nakon čega je izvršena komparacija trenutne tržišne i dobijene unutrašnje vrednosti akcija „*Bank of America*” i njenih konkurenata. Takođe su izneta i ograničenja korišćenog modela.

Peti deo rada, pruža širi uvid u finansijski sektor SAD-a. Prvenstveno je pažnja posvećena bankarskom sektoru i aktuelnim trendovima u oviru njega. Razmotreni: su **privredni ciklus, rotacija sektorai strukturalne ekonomske promene**, kao permanentne pojave u savremenim privrednim tokovima. Takođe je razmotreno pitanje **životnog ciklusa industrije**. Nakon čega je pružen uvid u industrijsku klasifikaciju u okviru samog bankarskog sektora Sjedinjenih Američkih Država. Takođe su predstavljeni ipotencijalni **faktori konkurentskog okruženja**. Konačno, razmotren je nivo kocentracije, kroz dve najčešće upotrebljavane mere „**N-concentration ratio**” i „**Herfindahl-Hirschman Index**”.

U radu su data **zaključna razmatranja**, kao i spisak grafikona i tabela i korišćena literatura.

U cilju sagledavanja **opštih privrednih okolnosti** koje su aktuelne na finansijskom tržištu SAD-a, kao i onih koje su im neposredno prethodile, smatramo da je neophodno staviti fundamentalnu analizu u kontekst opštih tendencija koje ćemo razmotriti u najkraćem u nastavku uvodnog dela rada.

Naime u SAD-u je višedecenijska **deregulacija finansijskog sektora** značajno uticala na poslovne banke. Još od velike depresije 1929.-31.godine uvidela se potreba da se finansijski sektor značajnije reguliše. Međutim razvoj mnogobrojnih **novih finansijskih institucija**, kao i **finansijski inženjering**, koji je odgovoran za kreiranje **hibridnih finansijskih instrumenta**, naostojali su da se pronade model kojim će biti zaobidena postojeća regulativa, a sve u cilju osvajanja tržišnog udela i ostvarenja viših stopa profita. Tradicionalno bankarstvo je dobilo nove konkurente u vidu novonastalih institucija, a organi vlasti SAD-a su otpočeli **proces deregulacije** bankarskog sektora, što je povećalo nivo konkurentnosti banaka u odnosu na ostalu finansijsku konkurenciju. Posebno je značajan **“Glass Steagle Act” (“Banking Act”)**,¹ koji je doveo do brisanja granica među **komercijalnog i investicionog bankarstva**, kao i zakon o modernizaciji finansijskih usluga, tkz. **“Grahamm-Leach-Bliley Act”**². Američki ekonomski pristup u proteklom periodu kretao se ka takozvanom **neoliberalnom kapitalizmu**, na kome je tržište osnovni regulator, u skladu sa liberlnom ekonomijom na kome važi zakon **“nevidljive ruke”**. Ovaj pristup se takođe naziva i **“laisse faire”** i podrazumeva minimalno mešanje države u privredne tokove. Pretpostavke da će se bankarski sektor samoregulisati, pokazale su se kao nerealne, obzirom da su banke očigledno bile spremne da preuzmu visoke stope rizika, ne bi li ostvraile više prinose u vidu premije za isti. Kao osnovni uzrok krize je naime označena **finansijska pohlepa**, pa s toga nije neobičajno citiranje Karla Marksa u naučnim radovima³ koji se bave finansijskom krizom: „Vlasnici kapitala i biznisa će kod radnika podsticati i stimulisatipotrebu da kupuju njihovu skupu robu: stanove, kuće i tehnologiju, obavezujući ih pri tome da ulaze u skupe hipotekarne kredite do nivoa prezaduženosti. I na kraju ti neplaćeni dugovi će izazvati bankrot banaka koje će morati da budu nacionalizovane, pa će država onda krenuti putem koji vodi u komunizam”. Promena društvenog uređenja ipak ne predstavlja najrealniji scenario u savremenim uslovima, ali viši nivo regulacije celokupnog finansijskog sektora je izvesan.

Jedna od najvećih investicinih banaka **“Lehman Brothers”** je 2008. godine bankrotirala, iste godine solventnost investicione banke **“Merrill Lynch”** je postala ugrožena i 1.januara 2009.godine došlo je do akvizicije od strane **“Bank of America”**. Na svedočenju izvršnog direktora „*Bank of America*“ Kenneth Lewis javnosti je obelodanjeno da su „**Federal Reserves**“ izvršile pritisak na „*Bank of America*“ da izvrši akviziciju „**Merrill Linch**“. ⁴ Ako se ove tvrdnje ispostave kao istinite jasno je da odlučivanje nije bazirano na tržišnim kriterijumima, a mešanje države, odnosno centralne banke u odluke jedne privatne institucije svakako je nedopustivo u jednoj neoliberalnoj

¹ “Glass Steagle Act” je drugi naziv za : “Banking Act of 1933” (P.L. 73-66, 48 STAT. 162); Izvor: <http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

² “Gramm-Leach-Bliley Act of 1999” (P.L. 106-102, 113 STAT 1338); Izvor: <http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

³ Stakić, Svetska finansijska kriza, Singidunum revija, Beograd, 2009

⁴ Finansijski sajt „Bloomberg“, članak: „Republican Staff Says Fed Overstepped on Merrill Deal”; http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a5A4F5W_PygQ

privredi. Sudeći po ovome vlasti SAD-a mogle bi ponovo (nakon „New Deal“-a) biti okarakterisane kao antikapitalističke, tj. da odstupaju od tržišnih pravila.

Kritetrijumi za odobravanje stambenih kredita su se konstatno smanjivali. Iz sledećeg citata se najbolje može uvideti nivo zanemarivanja kreditnog rizika od strane banaka ne bi li odobrile što veći volumen kredita: „Ljudi su, na primer, sa svega nekoliko stotina dolara u džepu podizali kredite od više stotina hiljada dolara, pa čak i oni bez stalnog zaposlenja i bez mogućnosti da kredit vrate.”⁵ Liberalnija kreditna politika (**“sub-prime lending”**) bazirala se na pretpostavci da će cene nekretnina u SAD-u rasti u nedogled, pad cena nekretnina koji je usledio nakon vrhunca cena u 2006. godini ukazao je na formirani tkz. „hipotekarni balon” (**“Mortgage bubble”**). Na svedočenju 2010. godine vezanom za finansijsku krizu, Glenn Somerville sekretar državnog trezora SAD-a dao je sledeću izjavu: „Finansijske krize su uzrokovane nespremnošću ljudi da prihvate nezamislivo”. Na sve pomenuto možemo dodati i prisutnost **moralnog hazarda**, tj. egoističke motive menadžmenta da ostvari bonuse koji su vezani za poslovanje u kratkom roku. Sekjuritizacija je podrazumevala da će stambeni kredit nakon realizacije biti prodat u vidu hartije od vrednosti, čime će se banka osloboditi od rizika, uz ostvarenje zarade. Investitori u hartije od vrednosti sa hipotekarnom podlogom (**“mortgage backed securities”**) sada traže od **“Bank of America”** da odkupi „toksične hartije od vrednosti”⁷ (koje su im prodate od strane **“Bank of America”** na osnovu **“Countrywide”**⁸ zajmova).

Loša procena **kreditnog rizika** korisnika stambenih kredita dovela je banke u poziciju da upravo one nude sve veći broj nekretnina na tržištu, do kojih su došle usled nemogućnosti otplate odobrenih kredita. Ovakva situacija na tržištu nekretnina jasno je dovela do pada cena istih. Proces **sekjuritizacije** je doveo do toga da su mnogobrojni finansijski instrumenti postali ništavni, tkz. **“toksična aktiva”**. Dodatni problem jeste što regulativa SAD-a nije pratila finansijski inženjering, što je za rezultat imalo **neregulisanost** finansijskog sektora.

Kako su investitori u ovakve instrumente (**“mortgage backed securities”**), poticali iz različitih delova sveta, kriza je dobila svoj globalni karakter. U intervju povodom finansijske krize⁹ nobelovac Joseph Stiglitz je izjavio sledeće: „Jasno je da smo izvozili toksične hipoteke (**„toxic mortgage”**) i da nismo to radili kriza u SAD-u bi bila znatno izraženija. Tako da smo se suočili sa krizom nižeg inteziteta, ali je i ostatak sveta morao da se suoči sa krizom.“

⁵ Stakić, Svetska finansijska kriza, Singidunum revija, Beograd, 2009

⁶ Finansijska sekcija sajta „Reuters”, članak: „U.S. wasn't ready for bank crisis, response slow”; <http://www.reuters.com/article/idUSWAL6GE64420100506?pageNumber=1>

⁷ Finansijski interenet sajt „Daily Finance”, članak: „Besieged Mortgage Bankers Have Only Themselves to Blame”; http://www.dailyfinance.com/story/company-news/besieged-mortgage-bankers-have-only-themselves-to-blame/19696089/?icid=investorplace&icid=sphere_copyright

⁸ „Countrywide” je bila jedna od najvećih hipotekarnih kompanija, koju je „Bank of America” kupila 1.juna 2008.

⁹ Internet sajt: „Share The World’s Resources”; www.stwr.org/global-financial-crisis/joseph-stiglitz-crisis-points-to-need-for-new-global-currency.html

Socijalne konsekvence krize u SAD su izuzetno značajne. Naime, „**Department of Housing and Urban Development**“ je identifikovao da troškovi stanovanja ne treba da prelaze 30% dohotka jednog domaćinstva.¹⁰ Obzirom da je kriterijum siromaštva („**Poverty Line**“) 21,200 dolara, to znači da bi za američku porodicu koja se nalazi u ovoj poziciji troškovi stanovanja mesečno iznosili oko 530 dolara. Poređenja radi prosečna cena rentiranja dvosobnog stana u SAD-u je 1,145 dolara mesečno. Ako se zna da je u periodu koji je prethodio krizi 12.5% stanovništva u SAD-u živelo ispred granice siromaštva, a stopa rasta nezaposlenosti se od tada značajno povećala mogu se uvideti razmere krize.¹¹ Obzirom na navedeno realno je očekivati dalji pad rentiranja nekretnina,¹² pa samim tim i njihove vrednosti, što predstavlja značajan problem jer iznosi kredita u velikoj meri premašuju cenu nekretnine za čiju kupovinu su bili odobreni. To znači da usled nemogućnosti otplate kredita banka prodajom nekretnine, koja je služila kao hipotekarni zalog ostvaruje **kapitalni gubitak**.

Kao **uzroke finansijske krize**, na samitu u Vašingtonu 15. novembra **2008 godine**, grupa zemalja **G20**¹³ je navela sledeće: „Tokom proteklog perioda težilo se višim prinosima bez uvažavanja rizika i bez neophodnih provera uz netransparentne finansijske proizvode. Kreatori politike, regulatori i supervizori u nekim razvijenim zemljama nisu adekvatno uvažavali rizike koji su narastali na finansijskim tržištima. Nekonzistentna i nedovoljno koordinirana makroekonomska politika i neadekvatne strukturne reforme dovele su do neodrživih makroekonomskih rezultata na globalnom nivou. Ovi faktori, zajedno uzev, doprineli su širenju ekscesa i konačno rezultirali ozbiljnim poremećajem tržišta.“¹⁴

Na samitu **G20**, održanog 26.-27. juna **2010. godine** zaključeno je da su prioriteti ove organizacije da se obezbedi i ubrza ekonomski oporavak i postave fundamenti za jak, održiv i uravnotežen rast, kao i da se finansijski sistem učini otpornijim na rizike. Obzirom na izneto države članice ove organizacije preuzimaju brojne akcije u cilju povećanja tražnje, jačanja javnih finansija, kao i jačanja celokupnog finansijskog sistema i ostvarivanja pune transparentnosti.¹⁵

Paket mera preduzet od strane **vlasti SAD-a**¹⁶, u cilju prevazilaženja finansijske krize čine sledeći programi:

¹⁰Kriterijum se odnosi na tkz. „Affordable housing“.

¹¹Internet sajt: „Share The World's Resources“; članak: „Nowhere To Fall: Facing the Economic Crisis in the US“; <http://www.stwr.org/united-states-of-america/nowhere-to-fall-facing-the-economic-crisis-in-the-us.html>

¹²Za kretanje cena nekretnina u SAD-u u narednom periodu, presudan uticaj imaće i stanje u građevinskoj industriji (tj. broj novoizgrađenih stambenih objekata), kao i inostrana tražnja za nekretninama u SAD-u.

¹³Organizaciju G20 čine finansijski ministri i guverneri centralnih banaka iz 20 ekonomski razvijenih država. Cilj organizacije je da održi globalnu finansijsku stabilnost i obezbedi ekonomski rast i razvoj.

¹⁴“Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy” November 15, 2008, Root Causes of the Current Crisis, član 3.-4.;

http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf

¹⁵“The Toronto Summit Declaration” Jun 26 – 27, 2010, The Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth, član 7; http://www.g20.org/Documents/g20_declaration_en.pdf

¹⁶ Finansijska sekcija sajta “CNN”, “CNNMoney.com's bailout tracker”;

- 1- **“Trouble Assets Relief Program”** - Finansijski plan usvojen sa ciljem obezbeđenja likvidnosti na finansijskim tržištima (obezbeđeno: 700 milijardi dolara)
- 2- Programi **“FED-a”** - Finansijski plan centralne banke SAD-a usvojen sa ciljem obezbeđenja likvidnosti na finansijskim tržištima (6400 milijardi dolara)
- 3- **“Federal Stimulus Programs”** – Set mera dizajniranih u skladu sa ciljem očuvanja postojećih i kreiranja novih radnih mesta i izlaska privrede iz recesije (obezbeđeno 1200 milijardi dolara)
- 4- **“American International Group”** – Paket mera namenjen za restrukturiranje i otklanjanje “toksične aktive” (obezbeđene 182 milijarde dolara)
- 5- **“Federal Deposit Insurance Corporation”** – Troškovi Agencije za osiguranje depozita koji nastaju na osnovu bankrosta banaka (iznos troškova: 45.4 milijardi dolara)
- 6- **Ostali finansijski programi** – Ostali programi namenjeni spašavanju finansijskog sektora (1700 milijardi dolara).
- 7- **Ostali stambeni programi** – Programi namenjeni spašavanju hipotekarnog tržišta (11000 milijardi dolara).

O rezultatima primenjenih mera još uvek postoje kontradiktorni stavovi ekonomske javnosti, pogotovo u aspektu globalnih makroekonomskih tendencija. Kritičari upozoravaju da se mere preuzete u cilju anuliranja efekata finansijske krize ne bave u dovoljnoj meri otklanjanju samih uzroka iste, već samo nastoje da otklone njene spoljne manifeste.

Pesimističke ocene pojedinih analitičara (tkz. **“Second Mortgage Wave”**), za period 2010.-2012. godine, upozoravaju da se hipotekarna kriza nije završila, tj. da veliki kvantum stambenih kredita neće biti servisiran, usled nemogućnosti njihovih korisnika da isplate buduće rate. Naime u SAD-u postoje određeni modeli stambenih kredita gde su rate u prvim i godinama otplate kredita niže, nakon čega sledi period otplate koji podrazumeva veće iznose rata za koje se prema oceni analitičara smatra da će dovesti do značajnog povećanja kreditnog rizika.¹⁷

Tržišne cene akcija **bankarskog sektora** za vreme krize ostvarile su značajan pad i još jednom iskazale svoju izraženu cikličnost. Rast vrednosti finansijskog sektora i bankarskog podsektora zavisice od inteziteta i dinamike izlaska celokupne privrede SAD-a iz recesije (privreda SAD-a je zvanično izašla iz recesije u junu 2009. godine) i pokretanja privredne aktivnosti. Za poslovanje banaka u postkriznom periodu od izuzetnog značaja će biti i novi **finansijsko-regulatorni okvir**.

<http://money.cnn.com/news/storysupplement/economy/bailouttracker/index.html> Datum pristupa: 6.11.2010.

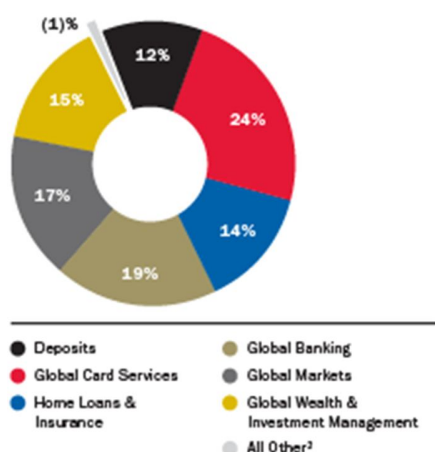
¹⁷ Finansijska emisija “60 minutes”, 2010-2012 deepening Banking Crisis - second wave of \$1.5 trillion home loan defaults; <http://www.youtube.com/watch?v=6kAfuFGi7bY>

I deo POSLOVNO-FINANSIJSKI PODACI “Bank of America”

1.1 OSNOVNI PODACI O BANCII “Bank of America”

“Bank of America”¹⁸ je otvoreno akcionarsko društvo sa sedištem u Šarlotu, Severna Karolina, Sjedinjene Američke Države. Pored teritorije Sjedinjenih Američkih Država korporacija posluje u još 30 zemalja širom sveta.

“Bank of America” je najveći bankarska holding kompanija u Sjedinjenim Američkim Državama uzeći u obzir imovinu i druga po veličini gledano na osnovu tržišne kapitalizacije. Ona ostvaruje poslovnu interakciju sa 99% kompanija koje čine “Fortune 500” i sa 83% kompanija iz “Fortune Global 500”.¹⁹



Neto prihodi kompanije
“Bank of America”,
izraženi u procentima po
segmentima poslovanja

Grafikon br. 1²¹

Grafikon br. 1 ukazuje na visoko diverzifikovanu paletu bankarskih poslova, koji predstavljaju izvor neto prihoda kompanije.

Korporacija pruža široki dijapazon **bankarskih i nebankarskih finansijskih usluga i proizvoda**, kako na domaćem tržištu tako i na stranim tržištima i to kroz sledeća 3 **biznis segmenta**.²⁰

- “Global Wealth & Investment Management”
- “Global Consumer & Small Business Banking”
- “Global Corporate & Investment Banking”

¹⁸Na Njujorškoj berzi (NYSE) nalazi se pod slovnim oznakom „BAC“.

¹⁹„Fortune 500“ i „Fortune Global 500“ jesu godišnje liste koje objavljuje američki časopis „Fortune“ na kome su rangirane kompanije po visini prihoda.

²⁰“Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009, str.2.

²¹“Bank of America” 2009 Annual Report, Bank of America, 2010

1.1.1 “Global Wealth & Investment Management”

“**Global Wealth & Investment Management**” segment tiče se poslova vezanih za upravljanje imovinom institucija i pojedinaca. “*Bank of America*” je deo “**Dow Jones Industrial Average**”²², a takođe je i član “**Federal Deposit Insurance Corporation**” (FDIC). Kompanija je 1. januara izvršila akviziciju “**Merrill Lynch & Co**”.²³ Pomenuta akvizicija je “*Bank of America*” učinila svetskim liderom u domenu “**Wealth Management**”-a i među najznačajnijim banaka u domenu investicionog bankarstva u svetskim razinama. U okviru ovog segmenta postoje sledeće biznis grupe: “**Premier Banking and Investments**”, “**The Private Bank**”, “**Family Wealth Advisors**” i “**Bank of America Specialist**”.

“**Global Wealth and Investment Management**” pruža veliku paletu bankarskih i investicionih usluga prilagođenih prema potrebama, kako individualnih, tako i institucionalnih klijenata”.²⁴

1.1.2 “Global Consumer & Small Busines Banking”

“**Global Consumer & Small Busines Banking**” je najveća divizija (biznis segment) u okviru kompanije, i primarno se bavi poslovima sa stanovništvom i izdavanjem kreditnih kartica. Akvizicija (preuzimanje) “**Fleet Boston**” i “**MBNA**” je značajno proširila veličinu i obim usluga, što je rezultiralo u učešću ovog sektora u blizu polovini ukupnih prihoda kompanije “*Bank of America*”. Glavni konkurenti u ovom biznis segment za “*Bank of America*” jesu “**Citigroup**” i “**JPMorgan Chase**”. “**Global Consumer & Small Business Banking**” organizacija uključuje mrežu od preko 6.100 bankarskih filijala i još preko 18.700 putem “**ATM Alijanse**”. “**Global ATM Alliance**” jeste “**joint venture**” najvećih internacionalnih banaka, koji omogućava klijentima banaka korišćenje kartica u okviru alijanse bez dodatnih troškova. Pored “*Bank of America*” banke koje sačinjavaju pomenutu alijansu jesu: “**Barclays**”, “**BNP France**”, “**Deutsche Bank**”, “**Santander Serfin**”, “**Scotiabank**”, “**Westpac**”, “**ABSA**”, “**UkrSibbank**” i “**China Construction Bank**”.

Zahvaljujući akviziciji kompanije “**Merrill Lynch**” banka je proširila paletu bankarskih i brokerskih proizvoda. Uspešno su implementirani postojeći štedni programi preuzete kompanije.²⁵

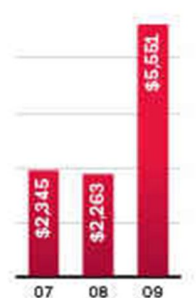
²² Dow Jones Industrial Average (DJI, DJIA ili DAU 30) je jedan od nekoliko berzanskih indeksa Indeks se sastoji od 30 kompanija, koje su među najvećim i najšire posedovanim kompanijama u SAD-u čijim se akcijama trguje na berzi. Pridev „industrijski” u imenu indeksa je prevashodno istorijski — mnoge od 30 današnjih komponenti nemaju mnogo dodira sa tradicionalnom teškom industrijom. Indeks je ponderisan cenama akcija, tako da kompanije čije pojedinačne akcije imaju veću cenu više utiču na indeks.

²³ Kompanija “Merrill Lynch & Co” je do 2009 godine bila u javnom vlasništvu i njenim akcijama se trgovalo na Njujorškoj berzi pod oznakom MER. Akviziciju nad kompanijom je izvršila “Bank of America” u toku izrazito nepovoljnih okolnosti za vreme kulminacije finansijske krize, nakon čega je objedinila novostečenu kompaniju sa sopstvenim biznis segmentom “global banking & wealth management”.

²⁴ Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009, str.2

1.1.3 “Global Corporate & Investment Banking”

Pre pomenute akvizicije “**Merrill Lynch**”, “**Global Corporate & Investment Banking**” biznis segment je poslovao u okviru “*Bank of America*” kao “**Bank of America Securities**”.



Dobit ostvarena od poslova investicionog bankarstva za kompaniju „Bank of America“
Grafikon br. 2

Poslovi investicionog bankarstva koji su se odvijali u kompaniji “**Merrill Lynch**” jesu sledeći: merdžeri i akvizicije, poslovi agenta i pokrovitelja emisije hartija od vrednosti (“**underwriting**”), tj. potpisnika emisije, poslovi tržišta kapitala, kao što su trgovina instrumentima duga (“**fixed income instruments**”) i trgovina akcijama. U okviru ove akvizicije “*Bank of America*” je preuzela i najveće biznis segmente kompanije “**Merrill Lynch**”, poput “**Leveraged Finance**”, “**Syndicated Loans**”, “**Mortgage-backed securities**” (hipotekame hartije od vrednosti), kao i jedan od najvećih istraživačkih timova na “**Wall Street**”-u.

Iz grafikona br. 2 jasno se može uočiti posledica akvizicije kompanije “**Merrill Lynch**”, obzirom na značajno povećanje dobiti 2009. godine u segmentu investicionog bankarstva.

Najznačajniji konkurenti na domaćem tržištu (tržištu SAD-a) jesu preostali članovi takozvane “**Big Four Banks**”, koji pored “*Bank of America*” čine i “**Citigroup**”, “**JP Morgan Chase**” i “**Wells Fargo**”. Obzirom na visok nivo sličnosti u pružanju bankarskih usluga iz najšireg dijapazona, upravo pomenute kompanije se mogu upotrebiti za adekvatnu komparaciju prilikom finansijske racio analize. U radu će za upoređivanje biti korišćen industrijski prosek, kao reprezent vrednosti određenih pokazatelja, a u pojedinim slučajevima i konkretne vrednosti pokazatelja pojedinih konkurenata.

1.2 FINANSIJSKI POKAZATELJI „*Bank of America*“

“**Bilans banke** ima analitičku vrednost, s obzirom na to da omogućava brojne analize strukture i odnosa između relevantnih pozicija i na taj način obezbeđuje informacionu osnovu za donošenje finansijskih odluka na mikro i makro planu.”²⁶

“Pažljivim čitanjem **finansijskih izveštaja banka** i njihovih konkurenata, saznajemo više o uslugama koje takva institucija pružaju i kako se vremenom njihovi finansijski uslovi menjaju. Ti izveštaji, kada se urade precizno, pružaju nezamenljive podatke menadžerima, vlasnicima, zajmodavcima i regulatornim telima banaka i drugih institucija koje pružaju finansijske usluge.”²⁷

²⁵ Primer uspešno implementiranih štednih programa jesu “Add it Up” i “Keep the Change”.

²⁶ Kapor, Bankarstvo sa međunarodnim bankarstvom, Megatrend, Beograd, 2010, str. 122.

²⁷ Rose i Huding, Bankraski menadžment i finansijske usluge, Data Status, Beograd, 2005, str. 134.

“Kroz **bilansnu strukturu** reflektuju se bankarske aktivnosti, što znači da se promenom bankarskih operacija menja i struktura bilansa.”²⁸

“Osnovni **finansijski izveštaji banke** su kao i kod drugih privrednih subjekata (preduzeća) bilans stanja, bilans uspeha i izveštaj o tokovima novčanih sredstava. Na bazi njih se ocenjuju performanse (uspešnost) banke.”²⁹

“Bank of America” – Izdvojeni finansijski pokazatelji

ZA GODINU	2009	2008	2007
1 - Prihodi - umanjeni za troškove kamate (na ekvivalentnoj oporezivoj osnovi)	\$120,944	\$73,976	\$68,582
2 – Profit	\$6,276	\$4,008	\$14,982
3 - Zarada po redovnoj akciji	-\$0.29	\$0.56	\$3.35
4 - Razređena zarada po redovnoj akciji	-\$0.29	\$0.55	\$3.30
5 - Isplaćena dividenda po redovnoj akciji	\$0.04	\$2.24	\$2.40
6 - Prinos na prosečnu aktivu(ROA)	0.26%	0.22%	0.94%
7 - Prihod na prosečan kapital vlasnika redovnih akcija (ROE)	4.18%	1.8%	11.08%
8 - Racio efikasnosti	55.16	56.14	54.71
9 - Prosek razređenih izdatih i postojećih redovnih akcija (u milionima)	7,729	4,612	4,480

NA KRAJU GODINE	2009	2008	2007
10 - Ukupna aktiva	\$2,223,299	\$1,817,943	\$1,715,746
11 - Ukupni krediti i lizing	\$900,128	\$931,446	\$876,344
12 - Ukupni depoziti	\$991,611	\$882,997	\$805,177
13 - Ukupni akcionarski kapital	\$231,444	\$177,052	\$146,803
14 - Knjigovostvena vrednost po redovnoj akciji	\$21.48	\$27.77	\$32.09
15 - Tržišna vrednost po redovnoj akciji	\$15.06	\$14.08	\$41.26
16 - Ukupan broj izdatih i postojećih akcija (u milionima)	8,650	5,017	4,438

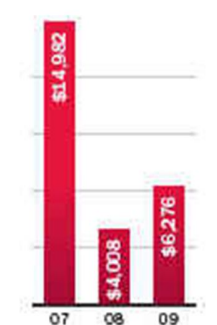
Tabela br. 1; Izdvojeni finansijski pokazatelji za banku “Bank of America” iz finansijskog izveštaja za 2008. i 2009. godinu³⁰³¹;

²⁸Živković, Stakić i Krstić, Bankarsko poslovanje i platni promet, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007, str. 160.

²⁹Lukić, Bankarsko računovodstvo, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2008, str. 233.

1 – Prihodi, umanjani za troškove kamate - na ekvivalentnoj oporezivoj osnovi; (“**Revenue, net interest expense – Fully taxable-equivalente basis**”). Ekvivalentna oporeziva osnova uz pomoć prilagođavanja izvršava povećanje **GAAP**³² prihoda na osnovu odredba vezanih za porez od prihoda za sumu koja bi povećala prihode na određene hartije od vrednosti koje su oslobođene plaćanja³³ poreza do nivoa koji anulira generalne poreske stope, a sve u cilju kako bise izvršilo lakše poređenje.

2 – Profit; (“**Net income**”).



Neto profit kompanije „Bank of America“ (izražen u milionima)

Grafikon br. 3

Iz tabele br. 1 se može uočiti da je došlo do značajnog smanjenja profita sa 14,982 miliona američkih dolara u 2007. godini na 4,008 miliona u 2008. godini. Takođe se pruža uvid i u povećanje prihoda u 2008. u odnosu na 2007. godinu, što jasno ukazuje da je došlo do još značajnijeg smanjenja profitabilnosti korporacije. U 2009. godini **marža profita** je sledeća:

$$\frac{\text{Net income}}{\text{Revenue}} = \frac{6,276}{120,944} = 0.05$$

Kada se marža profitabilnosti uporedi sa njenom vrednošću pre nastanka finansijske krize (*Grafikon br.4*), pruža nam se mogućnost da spoznamo intezitet uticaja krize na kompaniju “**Bank of America**”. Marža profita se petostruko smanjila u posmatranom periodu. Ovaj podatak ukazuje da je ozbiljno ugrožen osnovni cilj kompanije, a to je svakako maksimiziranje bogastva akcionara. Zapravo kako bi se “**ROA**”³⁴ održala na nivou iz 2007. godine potrebno je 5 puta uvećati stopu obrta. Dalje razmatranje profitabilnosti kompanije “**Bank of America**”, ostavićemo za poglavlje rada 2.2 – *Racija profitabilnosti*.

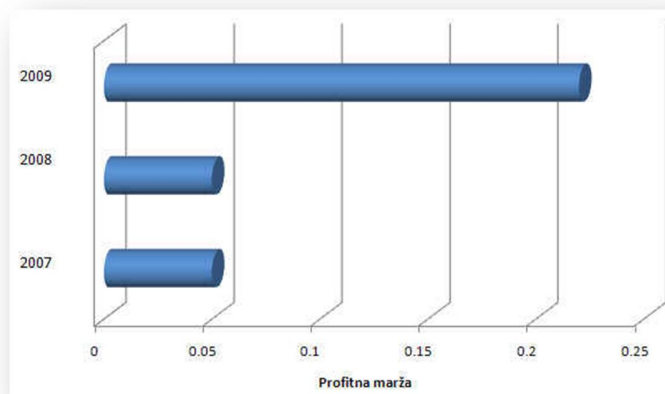
³⁰ “Bank of America” 2008 Annual Report – Financial Highlights, 2009, str. 1.

³¹ “Bank of America” 2009 Annual Report – Financial Highlights, 2010, str. 22.

³²GAAP jeste skraćenica za „Generally Accepted Accounting Principles“, to su standardizovana računovodstvena pravila koja se odnose na finansijske izveštaje.

³³Hartije od vrednosti koje su oslobođene plaćanja poreza ili imaju povoljniji tretman prilikom plaćanja istog jesu državne hartije od vrednosti, a kao poseban primer u stranoj i domaćoj literaturi se ističu municipalne obveznice.

³⁴ROA je engleska skraćenica za „Return on average assets“.



Grafikon br. 4; Profitna marža kompanije “*Bank of America*”

3 - Zarada po redovnoj akciji (“Earning per common share”). Smanjenje zarade po osnovu redovne akcije sa **3.35** u 2007., **0.56** u 2008. na **-0.29** dolaru 2009. godini, predstavlja značajan indikator u pogledu kretanja tržišne cene akcija kompanije. Obzirom da trenutna **tržišna cena (P)** stavljena u odnos sa **zaradom po akciji (EPS)**, tj. **P/E** predstavlja pokazatelj za svakog investitora koliko treba da plati svaku jedinicu zarade, možemo pretpostaviti samo na osnovu ove činjenice da je ovakvo poslovanje kompanije rezultiralo u **smanjenju tržišne cene akcija**. Svakako u ovom momentu isključujemo mogućnost visoke optimističnosti od strane investicione javnosti u buduće stope rasta “*Bank of America*” i spremnosti da plaćaju jedinicu zarade znatno više nego u istom periodu prethodne godine (uzimajući u obzir i ukupan broj akcija).

4 - Razređena zarada po redovnoj akciji; (“Diluted earning per common share”) zapravo pored redovnih akcija uključuju i **povlašćene akcije**, trenutno važeće **opcije**³⁵ na akcije i **varante**, kao i određene hibridne instrumente duga, tj. **konvertabilne obveznice**. U odnosu na 2007. godinu došlo je do smanjenja sa **3.30** na **0.55** u 2008. i **-0.29** dolara u 2009. godini, tako da ovi pokazatelji ukazuju da dotična kompanija nema značajniju količinu pomenutih hartija od vrednosti, pored redovnih akcija, što ukazuju vrednosti standardne i konzervativnije – razrađene mere zarade po redovnoj akciji.

5 - Isplaćena dividenda po redovnoj akciji; (“Dividend paid per common share”) je u odnosu na **2.40** dolara u 2008. godini se smanjila na **2.24** dolara, a u 2009. ona iznosi **0.04** dolara. Određen broj investitora se rukovodi ovim pokazateljom prilikom investiranja, to pogotovo dolazi do izražaja kod investitora u kratkom roku. Kada je reč o isplati dividendi bitno je napomenuti da usmetivanje pažnje isključivo na ovaj kvantitativni aspekt može dovesti do pogrešnih odluka. Zapravo, svaka kompanija prolazi kroz određeni **životni ciklus** tokom svog poslovanja. Od mladih kompanija ne bi bilo racionalno očekivati isplate značajnijih dividendi obzirom da je ukoliko su uslovi povoljni može očekivati brži rast i stoga kroz osvajanje novog tržišta i unosniji

³⁵Kada je reč o „američkom tipu opcije“ bitno je napomenuti da za razliku od „evropskog tipa“ one mogu biti ostvarene bilo kad tokom njihovog perioda važenja.

investicioni projekti od tržišno preovlađujućih, odnosno finansijski plasmani. Sa druge strane „*Bank of America*“ je jedna od najznačajnijih i najvećih banaka u svetu, tako da se ne bi mogao očekivati rast po značajnijim visokim stopama. Određene mogućnosti postoje u osvajanju novih tržišta, obzirom da na domaćem tržištu svakako postoji velika konkurencija (po određenim kritičarima i „prevelika“ koja je u određenom delu i odgovorna za zanemarivanje određenih rizika prilikom plasmana i takozvanom „finansijskom pohlepom“). Obzirom na kvantitativne aspekte koji predstavljaju osnovu ovoga rada, a ne zadržavajući se na daljoj suštini i uzrocima finansijske krize, treba još napomenuti da od kompanije kao što je „*Bank of America*“ treba očekivati više dividende, naravno pod uslovom uspešnog poslovanja, obzirom da se nalazi u zreloj fazi poslovanja, kao takva predstavlja stereotip kompanije popularno nazvano u Sjedinjenim Američkim Državama, „**Cash Cow**“ – termin se generalno odnosi na biznis koji omogućava stalne prihode.

6 - Prinos na prosečnu aktivu; („**Return on average assets**“) u odnos stavlja neto dobitak (profit) i prosečnu ukupnu aktivu. Ovaj racio je značajno konzervativniji u odnosu na varijaciju **ROA** koji pokazuje odnos između zarade pre troškova kamate i poreza (**EBIT**³⁶) i prosečne ukupne aktive.

7 - Prihod na prosečan kapital vlasnika redovnih akcija; („**Return on average common shareholders' equity**“) pokazuje profitabilnost u odnosu na akcionarski kapital. Računa se tako što se kao odnos između neto dobitka (profita) i prosečnog akcionarskog kapitala.

Izračunavanje „ROA“ i „ROE“ ostavljeno je za 2.2 poglavlje ovoga rada.

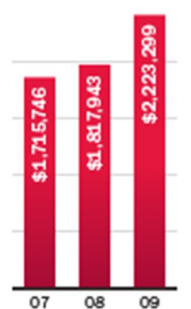
8 - Racio efikasnosti; („**Efficiency ratio**“) u odnos se stavljaju ukupni troškovi sa ukupnim prihodima. Stoga, niža vrednost ovog pokazatelja ukazuje na viši nivo efikasnosti banke. Obzirom da je u 2007. godini vrednost ovog pokazatelja bila 54.71, 2008. 56.14, a 2009. 55.16, ne možemo zaključiti da je došlo do značajnije promene nivoa efikasnosti u kompaniji, u datom periodu.

9 - Prosek razređenih izdatih i postojećih redovnih akcija („**Average diluted common shares issued and outstanding**“) pruža uvid u broj akcija, ali isto tako i u ostale hartije od vrednosti koje mogu biti konvertovane u redovne akcije kompanije.

³⁶EBIT je engleska skraćenica za „Earnings Before Interest & Tax“ i predstavlja indikator profitabilnosti kompanije. Računa se tako što se od prihoda oduzmu troškovi, ne uzimajući u obzir troškove kamata i poreza. Takodje se u stranoj literaturi može naći pod nazivom „operating earnings“, tj. operativna zarada, obzirom da se izračunava tako što se prihodi umanje za operativne troškove.

10 - Ukupna aktiva; (“Total assets”)

Ova stavka je izuzetno heterogenog karaktera, stoga je radi bolje transparentnosti možemo rasčlaniti na osnovne kategorije:



Aktiva kompanije
„Bank of
America“
(izražena u
milijardama)

Grafikon br. 5

Sredstva pozajmljena drugim komercijalnim bankama, u cilju održavanja njihove likvidnosti, i plasmani u hartije od vrednosti uz reotkup³⁷ (“**Federal funds purchased and securities sold under agreements to resell**”)

Račun imovine (“**Trading account assets**”) se odnosi na plasmane udružavne i ostale hartije u vrednosti od stane banke, koja se zapravo nalazi u ulozi potpisnika emisije³⁸ (“**underwriter**”) ali sa namerom dalje prodaje istih hartija od vrednosti. Odnosno ovo predstavlja za banku kratkoroči plasman. Ovi poslovi su vezani za investiciono bankarstvo, a u okviru njega za segment vezan za organizovanje inicijalne javne ponude (“**IPO**”)³⁹.

Dužničke hartije od vrednosti (“**Debt securities**”) – važno je napomenuti da u Sjedinjenim Američkim Državama, za razliku od Republike Srbije, dužničkim hartijama od vrednosti se smatraju sve hartije od vrednosti koje imaju fiksne prihode. Iz pomenutog sledi da i preferencionalne akcije, obzirom da nose fiksne prihode, pripadaju dužničkim hartijama od vrednosti.⁴⁰ Veće učešće instrumenata duga u investicionom portfolio jasno ukazuje na konzervativniju politiku kojom se rukovode portfolio menadžeri. Naravno, samo vođenje teoretski konzervativnije politike ne mora i rezultirati nižim nivoom rizika, primera radi “**mortgage-backed securities**” su upravo hartije od vrednosti sa fiksnim prihodima, koje su u toku finansijske krize postale takozvana toksična aktiva (“**toxic assets**”). Investiranje u dužničke hartije od vrednosti, obzirom na njihove niže prinose, pogotovo ako su u pitanju prvoklasne hartije od vrednosti kao one čiji je emitent država, zahteva izuzetno jeftine izvore pribavljanja sredstava kako bi se ostvarila **profitna marža**. Obzirom da su ove hartije od vrednosti dostupne najširem krugu suficitnih finansijskih jedinica upravo one predstavljaju oportunitetni trošak svakoj drugoj investiciji. Jasno je da najjeftiniji izvor finansiranja za banku predstavljaju depoziti po viđenju, ali ujedno su i najnestabilniji. Sa druge strane investiranje u kratkoročne instrumente duga, poput komercijalnih, blagajničkih i državnih zapisa pozitivno deluje na ukupnu likvidnost banke u odnosu na tradicionalno dugoročnije plasmane, prvenstveno u vidu kredita kao najznačajnijeg plasmana banke.⁴¹ Na taj način mnogobrojne kratkoročni instrumenti omogućavaju banci da poštuje takozvano “**zlatno bankarsko pravilo**” i da iz kratkoročnih izvora vrši isključivo kratkoročne plasmane. U praksi međutim ovo pravilo

³⁷ Ugovor koji uključuje prodaju hartija od vrednosti uz obavezu reotkupa na određeni dan i po određenoj ceni. Ugovori o reotkupu se nazivaju “Repurchase Agreements” ili skraćeno “Repo”.

³⁸ Obzirom da je banka uložila sopstvena sredstva jasno je da se banka nalazi u ulozi pokrovitelja emisije.

³⁹ Skraćenica za “Initial public offer”.

⁴⁰ Naglasili bi takođe, da postoje mnogobrojne varijacije hibridnih instrumenta u domenu preferencijalnih akcija, koje sadrže različite kombinacije fiksnih i promenljivih prihoda.

⁴¹ U Sjedinjenim Američkim Državama je moguće putem sekjuritizacije i ovakve plasmane pretvoriti u likvidne.

često biva zanemareno, u određenoj meri koja se odnosi na određena normiranja vezana za **ročnu transformaciju**, a sve zbog opšte poznate suprostavljenosti profita i likvidnosti.

11 –Kredit, lizinzi odbici vezani za neto gubitke po osnovu istih (“**Loans and leases, net allowance for loan and lease losses**”) i dalje, pored svih alternativnih plasmana u bankarstvu zemalja sa najrazvijenijim finansijskim tržištima, ostaju najznačajnija stavka ukupne aktive sa ukupno oko 50% učešća u njoj.



Grafikon br.6

Ostala aktiva (“**All other assets**”) se prvenstveno odnosi na nefinansijsku aktivu.

12 - Ukupni depoziti (“**Total deposits**”) stavka nam pruža uvid u značajnu stavku pasive “**Bank of America**”. Povećanje depozitnih izvora sa 805,177 miliona dolara iz 2007. godine na 882,997 miliona u 2008. i dalje u 2009. godini na 991,611 milion dolara dovodi u vezu sa takozvanim fenomenom “**flight-to-safety**”⁴² kako sa od strane sektora stanovništva, kao najznačajnijeg suficitnog sektora, tako i od starne privrednih subjekata.



Grafikon br.7

U prvom slučaju, reč je o gubitku poverenja u stabilnost finansijskog tržišta, dok kada je reč o preduzećima dolazi do oklevanja vezanih za ulazak u nove investicije usled prisutne recesije.

13 - Ukupni akcionarski kapital (“**Total shareholder equity**”) se povećao sa 146.803 miliona dolara u 2007. godini na 177.052 milona u

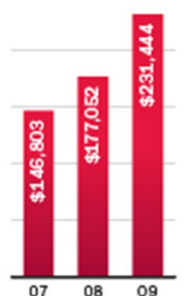
2008. na konačnih 231.444 miliona dolara u 2009. godini. Povećanje akcionarskog kapitala za 30.2 milijarde američkih dolara, u 2008. godini, 15 milijardi dolara je prikupljeno prilikom izdavanja **preferencionalnih akcija**, a 9 milijardi dolara prilikom izdavanja **redovnih akcija** i njihovog otkupa od strane Trezora Sjedinjenih

Američkih Država (“**US Treasury**”), a sve u okviru velikog vladinog programa “**TARP Capital Purchase Program**”.⁴³ Preostalih 4.4 milijarde dolara odnose se na akviziciju kompanije “**Countrywide**” i na neto dobitak.⁴⁴

⁴²U slobodnom prevodu sa engleskog „beg u sigurno“.

⁴³TARP je skraćenica “**Troubled Asset Relief Program**”. To je program vlade SAD-a za kupovinu imovine i akcionarskog kapitala finansijskih institucija, u cilju ojačavanja finansijskog sektora. Program je pokrenut nakon razvitka hipotekarne finansijske krize.

⁴⁴“**Bank of America**”, 2008 Annual Report, str. 27



Akcionarski kapital kompanije „Bank of America“ (izražen u milionima)
Grafikon br.8

14 - Knjigovostvena vrednost po redovnoj akciji; (“**Book value per common share**”) je smanjena sa 32.09 \$ na 27.77 \$, u 2008. u odnosu na 2007. godinu, na konačnih 21.48\$ u 2009. godini.

15 - Tržišna vrednost po redovnoj akciji; (“**Market price per common share**”)

Grafikon br. 9 ukazuje na pune posledice finansijske krize na kretanje vrednosti akcija kompanije “*Bank of America*”.

Naime vrednost akcije je početkom 2007. Dostigla maksimalnu istorijsku vrednost od 54.18\$, da bi u februaru 2009. godine dostigla svoj istorijski minimum od 2.53\$.⁴⁵ Trenutna tržišna vrednost akcije u u septembru 2010. iznosi 13.88 \$. Primera radi na investiranih 1.000\$ u akcije kompanije “*Bank of America*” u januaru 2007. godine, investitor bi na današnji dan (13. septembar 2010.) posedovao akcije u vrednosti od 252.89\$. To predstavlja smanjenje od 74.71%. Donošenje odluka o kupovini akcija na bazi istorijskog kretanja cena akcija jeste polje **tehničke analize**, čijim korišćenjem bi smo izašli iz okvira ovoga rada, shodno tome ona neće biti primenjena.



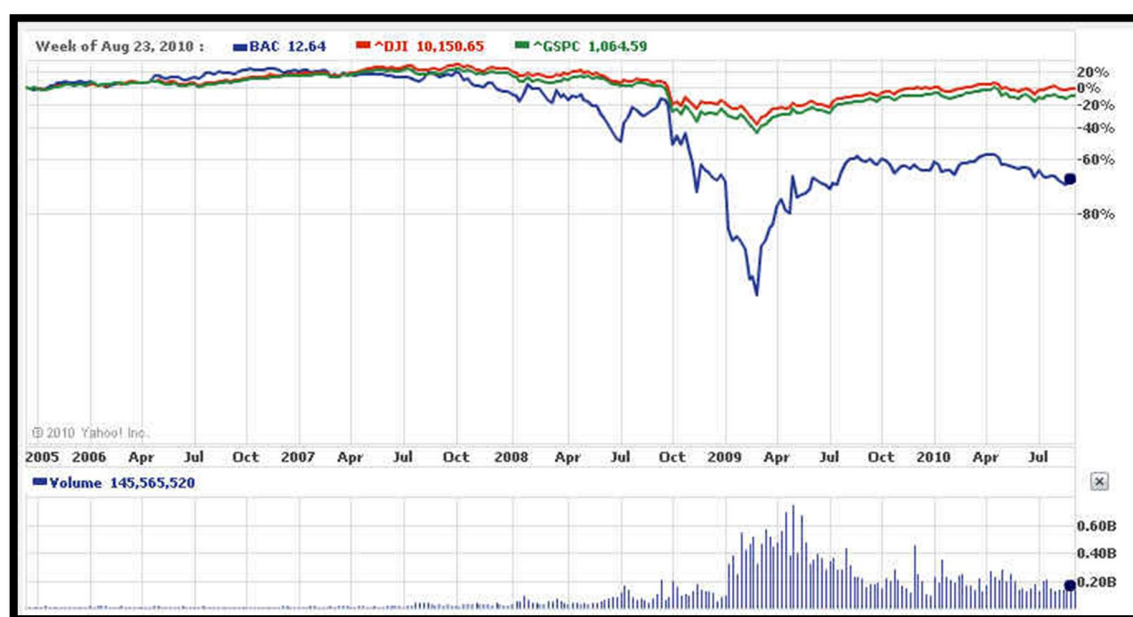
Kretanje tržišne cene akcija kompanije “*Bank of America*”, izražene u američkim dolarima, sa pokazateljom obima trgovanja za petogodišnji period, zaključno sa septembrom 2010. godine.

Grafikon br.9

⁴⁵ Podaci o kretanju cene akcija kompanie “*Bank of America*” preuzeti sa Finansijski sekcija sajta Yahoo: www.finance.yahoo.com

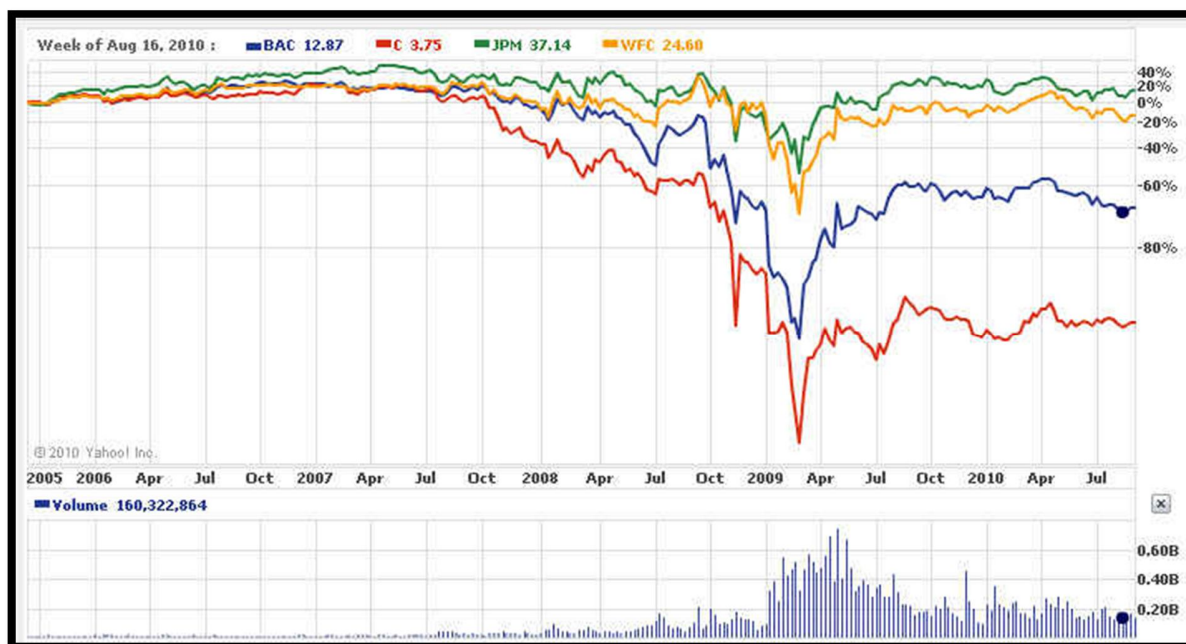
Kada se izvrši komparacija kretanje cena akcija „*Bank of America*“ sa berzanskim pokazateljima „**S&P 500**“ i „**Down Jones**“, postaje uočljivo velika volatilnost date akcije u odnosu na reprezente kretanja cena akcija celokupnog tržišta. Odlučujući faktor koji bi mogao imati značajan uticaj jeste delatnost kompanije. Finansijski sektor predstavlja **ciklični privredni** sektor, stoga više oscilacije cena u odnosu na tržišni prosek, a pogoto u vreme finansijske krize, su sasvim očekivane (što se može videti na grafikonu br. 10).

Kada se uporedi kretanje vrednosti akcija „*Bank of America*“ sa njenim glavnim konkurentima (grafikon br. 11) može se uočiti sličnost u obrascu kretanja cena akcija, uz očigledno različite intezitete promena nivoa cena akcija, datih kompanija u posmatranom periodu. Odgovor u razlici kretanja se ogleda u visini **beta koeficijenta** pojedinih kompanija. Bitno je i napomenuti da zbog sve više prisutnog širenja bankarskih i nebankarskih usluga koje ove kompanije pružaju, kao i pondera učešća pojedinih usluga u ukupnoj paleti istih, dolazi do značajnijih razlika u nivou rizika sa kojima se kompanije suočavaju, čime možemo objasniti i različite nivoe beta koeficijenata posmatranih kompanija.



Procentualno kretanje cene akcija kompanije „*Bank of America*“ u odnosu na berzanske pokazatelje: „**S&P 500**“ i „**Down Jones**“

Grafikon br.10



Procentualno kretanje tržišne cene akcije za kompaniju “Bank of America” i njene konkurente: “Citigroup”, “JP Morgan Chase” i “Wells Fargo”

Grafikon br.11

	JFM	WFC	BAC	C
Vrednost beta koeficijenta	1.18	1.47	2.45	2.74

Tabela br. 2; Vrednost beta koeficijenata za kompanije: “JP Morgan Chase”, “Wells Fargo”, “Bank of America” i “Citigroup”.⁴⁶

16 - Ukupan broj izdatih i postojećih akcija (“Common shares issued and outstanding”) se povećao sa 4.438 miliona u 2007.godini, preko 5.017 miliona u 2008. na 8,650 miliona u 2009. godini. Povećanje broja akcija jeste posledica otkupa redovnih akcija od strane vlade u okviru programa “TARP Capital Purchase Program”.

⁴⁶ Vrednosti bete preuzete sa finansijske sekcije sajta Yahoo: www.finance.yahoo.com, dana 13.9.2010.

1.3 BILANS USPEHA

BILANS USPEHA – “Bank of America”

	2010 drugi kvartal	2009	2008	2007
Ukupan prihod	35,384,000	150,450,000	124,132,000	124,321,000
Troškovi prihoda	1,758,000	9,882,000	15,250,000	18,093,000
Ukupan profit (Bruto dobit)	37,142,000	140,568,000	108,882,000	106,228,000

Operativni troškovi				
Istraživanje i razvoj				
Prodaja i administracija	16,306,000	62,014,000	38,760,000	34,924,000
Vanredni troškovi	508,000	2,721,000	935,000	410,000
Ostalo	8,544,000	50,548,000	39,685,000	15,192,000
Ukupni operativni troškovi	25,358,000	115,283,000	79,380,000	50,526,000

Operativni Dobitak/Gubitak	11,784,000	25,285,000	29,502,000	55,702,000
-----------------------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

Prihod iz kontinuiranog poslovanja				
Ukupni ostali prihodi/troškovi neto				
Zarada pre kamate i poreza	8,995,000	27,360,000	29,502,000	55,702,000
Troškovi kamate	4,473,000	20,925,000	25,074,000	34,778,000
Prihod pre poreza	3,795,000	4,360,000	4,428,000	20,924,000
Troškovi poreza	672,000	-1,916,000	420,000	5,942,000
Manjinski interes				
Neto prihod iz kontinuiranog poslovanja	5,889,000	16,290,000	4,008,000	14,982,000

Vanredni događaji				
Diskontinuirano poslovanje				
Vanredne stavke				
Efekti računovostvenih promena				
Ostale stavke				

Neto prihod	3,123,000	6,276,000	4,008,000	14,982,000
Prioritetne akcije i ostala prilagođavanja	-340,000	-8,848,000	-1,452,000	-182,000
Neto prihod na osnovu redovnih akcija	2,783,000	-2,204,000	2,556,000	14,800,000

Tabela 3; Billans uspeha za banku “Bank of America”⁴⁷⁴⁸⁴⁹

⁴⁷“Bank of America” 2008 Annual Report – Income Statement, Bank of America, 2009, str. 116.

⁴⁸Bank of America” 2009 Annual Report – Income Statement, Bank of America, 2010, str. 126.

⁴⁹Podaci za drugi kvartal 2010. godinu preuzeti sa finansijske sekcija sajta “Yahoo”:
www.finance.yahoo.com

Bilans uspeha se u anglosaksonskoj literature naziva “**Income statement**”. Zadatak ovog izveštaja jeste da na transparentan način prikaže vrednosti prihoda i utvrđenih troškova, za određeni vremenski period, odnosno tekuću godinu.

Raščlanjeni **bilans uspeha** “*Bank of America*” pruža uvid u dve glavne kategorije prihoda, kao i dve kategorije troškova. U pitanju su prihodi od kamate, koje slede troškovi za plaćene kamate. Nastavak bilansa uspeha (“Income statement”) čine **nekamatni prihodi** i **nekamatni rashodi**. Ove kategorije prihoda i rashoda su dalje kategorizovani po datim stavkama. Banka ostvaruje značajne prihode iz svoje takozvane **dohodovne aktive**, kao što su zajmovi i investicije.⁵⁰ Takođe bilans uspeha pruža uvid i u prinose koji se ostvaruju od **provizije** koju banka naplaćuje za pružanje različitih usluga.

Sa druge strane, stavke troškova su mnogobrojne, ali svakako najznačajniji su troškovi vezani za:

- 1- Kod **kamatnih troškova**: plaćenu kamatu na položene depozite, dugovna kamata koja se plaća na nedepozitne zajmove;
- 2- Kod **nekamatnih troškova**: plate, nadnice i povlastice isplaćene radnicima, režiski troškovi za održavanje zgrada banke, troškovi marketinga.

Stavka **Dobit pre plaćenog poreza (Income before income taxes)** predstavlja razliku između Ukupnih prihoda i Ukupnih rashoda (izuzimajući poreske troškove).

U slučaju “*Bank of America*”:

Podaci za **2008-u** godinu:

Kamatni prihodi (85.684 miliona dolara) + Nekamatni prihodi (27.422 miliona) –
Kamatni troškovi (40.324 miliona) – (Provizija za kreditne gubitke (26.825 miliona) +
Nekamatni troškovi (41.529 miliona)) = **Dobit pre plaćenog poreza** (4.428 miliona)

Podaci za **2009-u** godinu:⁵¹

Kamatni prihodi (77.916 miliona dolara) + Nekamatni prihodi (72.534 miliona) –
Kamatni troškovi (30.807 miliona) – (Provizija za kreditne gubitke (48.570 miliona)
Nekamatni troškovi (66.723 miliona)) = **Dobit pre plaćenog poreza** (4.360 miliona)

Sledeća stavka u bilansu uspeha jeste **Neto dobit (“Net income”)** koja predstavlja prethodnu stavku umanjenu za **poreske troškove (“Income tax expense”)**. Redosled stavki u bilansu uspeha poštuje samu dinamiku naplate poreza, obzirom da se tek nakon oporezivanja, pojavljuje stavka vezana za isplatu dividendi na osnovu **prioritetnih akcija (“Preferred stock dividends”)**. **Neto dobit raspoloživa za vlasnike običnih akcija (“Net income available to common shareholders”)** predstavlja neto dobit umanjenu za isplaćene dividende vlasnicima prioritetnih akcija.

Shodno osnovnom cilju “*Bank of America*” da poveća bogastvo sopstvenih akcionara, ona teži povećanju **neto dobiti**. Moguće opcije za postizanje tog cilja jesu sledeće:⁵²

⁵⁰ “Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009, str. 117.

⁵¹ “Bank of America” 2009 Annual Report, Bank of America, 2010, str. 126.

- 1 – Povećati neto prinos na svaku poziciju aktive
- 2 – Preraspodela aktive u korist one koja donosi više prinose
- 3 – Povećati obim usluga koje donose prihode od provizija
- 4 – Povećati proviziju od različitih usluga
- 5 – Pomerati izvore sredstava u pravcu jeftinijih depozita i drugih pozajmica
- 6 – Pronaći način za smanjivanje režijskih troškova zaposlenih, gubitke od zajmova kao i troškove na osnovu drugih troškova poslovanja.
- 7 – Smanjivanje poreskih dugovanja primenom poboljšanih metoda u politici poreskog upravljanja.

1.4 BILANS STANJA

BILANS STANJA - “Bank of America”

	2010 drugi kvartal	2009	2008	2007
IMOVINA				
Obrtna imovina				
Gotov novac i njegovi ekvivalenti	931,995,000	829,121,000	42,427,000	216,368,000
Kratkoročne investicije			82,478,000	129,552,000
Neto potraživanja	86,466,000	81,996,000		
Zalihe				
Ostala obrtna imovina				
Ukupna obrtna imovina	958,461,000	911,117,000	124,905,000	345,920,000

Dugoročne investicije	1,559,916,000	1,500,912,000	1,474,758,000	1,116,821,000
Postrojenja i oprema	14,536,000	15,500,000	13,161,000	11,240,000
Goodwill	85,801,000	86,314,000	81,934,000	77,530,000
Nematerijalna imovina	10,796,000	12,026,000	8,535,000	10,296,000
Akumulirana amortizacija				
Ostala imovina	186,944,000	191,077,000	114,650,000	153,939,000
Odložene dugoročne naknade				
Ukupna imovina	2,363,878,000	2,223,299,000	1,817,943,000	1,715,746,000

OBAVEZE

Kratkoročne obaveze				
Kratkoročni kredit	132,814,000	127,854,000	36,952,000	53,969,000
Kratkoročni dugoročni dug*	380,569,000	324,709,000	364,654,000	412,524,000
Ostale kratkoročne obaveze	974,467,000	991,611,000	882,997,000	805,177,000
Ukupne kratkoročne obaveze	1,487,850,000	1,444,174,000	1,284,603,000	1,271,670,000
Dugoročni dug	152,771,000	109,160,000	356,288,000	219,931,000
Ostale obaveze	490,083,000	438,521,000		77,342,000
Odložene dugoročne obaveze				
Manjinski interes				
Negativni Goodwill				
Ukupne obaveze	2,130,704,000	1,991,855,000	1,640,891,000	1,568,943,000

⁵² Rose i Huding, Bankraski menadžment i finansijske usluge, Data Status, Beograd, 2005, str. 124.

AKCIONARSKI KAPITAL

Varanti				
Prioritetne akcije sa opcijom reotkupa				
Prioritetne akcije	17,993,000	37,208,000	37,701,000	4,409,000
Redovne akcije	149,175,000	128,734,000	76,766,000	60,328,000
Neraspoređen dobitak	70,497,000	71,233,000	73,823,000	81,393,000
Tezaurisane akcije				
Višak kapitala				
Ostali akcionarski kapital	-4,491,000	-5,731,000	-11,238,000	673,000
Ukupan akcionarski kapital	233,174,000	231,444,000	177,052,000	146,803,000

Tabela 4; Billans stanja za banku „Bank of America“⁵³⁵⁴

Bilans stanja banke bitno se razlikuje u pogledu strukture aktive i pasive u odnosu na bilans stanja proizvodnih i trgovinskih preduzeća, kao i ostalih finansijskih institucija. Ove razlike su uslovljenje samim karakterom poslovanja.

Kod banaka se može izvršiti kategorizacija **aktive** u bilansu stanja na sledeće komponente: gotovina u trezoru i depoziti koji se drže kod druge depozitne institucije, investicije u hartije od vrednosti (državne i private), zajmovi odobreni i finansiranje lizinga i ostala aktiva. Sa druge strane, izvori sredstava dele se na **depozitne inedepozitne izvore** (pod nedepozitnim izvorima smatraju se zaduživanja na tržištu novca i kapitala). Pored toga, u **pasivi** bilansa stanja nalazi se **iakcionarski kapital** kao najsigurniji izvor finansiranja, za koji je svakako viša zahtevana stopa prinosa od strane akcionara u odnosu na ostale vidove finansiranja od strane poverilaca, što je sasvim razumljivo uzeći u obzir nivo rizika sa kojim se susreću pomenute grupe **“stakeholder-a”**.

Gotovinska sredstva su predviđena za održavanje **likvidnosti** banke. U periodima bankarske psihološke krize, ili takozvanog “juriša na banke” koji se već u svom ekstremnom obliku odvijao u periodu velike depresije. U uslovima kada postoji visok rizik da klijenti banke reaguju na isti ili sličan način potrebno je obezbediti i održavati viši nivo gotovinskih sredstava, što će svakako poznavajući finansijsko načelo o recipročnom odnosu profitabilnosti i likvidnosti dovesti do smanjenja prvog pomenutog. Učešće gotovinskih sredstava će sa druge strane svakako imati svoj limitirajući faktor u vidu zahtevanih stopa prinosa od strane poverilaca i akcionara, jer u protivnom banka neće biti u mogućnosti da ostvari pozitivne finansijske rezultate. Pokušaj normiranja strukture aktive je izuteno kontraverzan obzirom da je radi njegove adekvatne procene potrebno anticipirati mnogobrojne faktore koji utiču na odliv depozitnih sredstava, od kojih su neki i psihološkog karaktera, odnosno temelje sena iracionalnom ponašanju stanovništva, koje predstavlja najznačajniji suficitni sektor. Primera radi, prilikom ekspanzije krize oko 1 milijarde evra je napustilo bankarski sektor u Republici Srbiji. Sa

⁵³“Bank of America” 2008 Annual Report – Balance Sheet, str. 117.

⁵⁴Podaci za 2009. i 2010. godinu preuzeti sa finansijske sekcija sajta Yahoo: www.finance.yahoo.com

istim problemom se susreo bankarski sektor Sjedinjenih Država. Svakao odluke države značajno utiču na poslovanje banaka, i na upravljanje strukturom njihove active. Odluka da država, u drugoj instanci, garantuje određenu sumu na položene depozite, je uticala na smanjenje inteziteta odliva depozita položenih kod banaka. Osigurana suma za depozite od strane države u SAD-u u periodu koji je prethodio krizi iznosila 100,000 američkih dolara. Za vreme krize ova suma je privremeno povećana na 250,000 dolara, a 21. jula 2010. ova mera je proglašena za permanentnu.⁵⁵ Dobar pokazatelj da tržište prepoznaje niži nivo rizika na depozite garantovane od strane države, jeste i niža zahtevana premija na rizik, odnosno zahtevani prinos na sertifikate o depozitu koji glase na sume do 250,000 američkih dolara, takođe se nazivaju “**jumbo CDs**”.

Pored same gotovine, uz nešto **niži nivo likvidnosti**, nalaze se **dugovanja depozitnih institucija**. Koja podrazumevaju sredstva koja je banka uložila kod drugih banaka, tj. korespodentskih banaka, kao i sredstva koja se nalaze kod lokalne federalne banke.

U smislu likvidnosti do sada pomenuta imovina naziva se **primarnim rezervama**.

Investicije u hartije od vrednosti, se mogu kategorizovati na osnovu nivoa **utrživosti** na dva osnovna dela: **likvidni** i **prihodni deo**.

Hartije od vrednosti koje čine **likvidni deo** investicionog portfolija banke predstavljaju sekundarne rezerve i zajedno sa primarnim obezbeđuju odbranu likvidnosti banke. Kako i sam naziv ovog dela portfolija govori, primarno se zahteva da se obezbedi visoka likvidnost, dok je prinos tek od sekundarnog značaja. Hartije od vrednosti koje bi bile adekvatne za ovaj segment portfolia treba da sadrže sledeće karakteristike: visoku sigurnost i utrživost. Konkretno sledeće hartije od vrednosti sačinjavaju likvidni segment investicionog portfolia banke: kratkoročne državne hartije od vrednosti (obzirom da se država smatra najsigurnijim emitentom ove hartije od vrednosti se u stranoj literature obično kategorišu kao “**risk free**”, tj. bezrizične), privatne emisije hartija od vrednosti kratkoročnog karaktera kao što su komercijalni zapisi. Treba napomenuti da i ovaj likvidni segment portfolio nije apsolutno homogen, odnosno postoje različiti nivoi **rizika** za pojedine hartije od vrednosti koje ga čine, pa samim tim različite su i zahtevane stope **prinosa**. Zbog svega navedenog precizniji test likvidnosti banke treba da uzme u obzir i samu strukturu dva glavna segmenta investicionog portfolia kako bi se uzeo u obzir i različit nivo utrživosti pojedinih hartija od vrednosti koje ga čine.

Drugi segment investicionog portfolia banke se naziva **prihodni deo**. Od hartija od vrednosti koji čine ovaj segment portfolija se zahteva i viša stopa prinosa, koja se ostvaruje, shodno recipročnosti likvidnosti i prinosa, ona će se ostvariti uz prihvatanje nižeg nivoa hartija od vrednosti, pa samim tim i nižeg nivoa opšte likvidnosti banke. Hartije od vrednosti adekvatne za ovaj deo portfolia jesu obveznice i menice. Sa aspekta emitenta obveznice se dalje mogu podeliti na državne, municipalne i korporativne. Potrebno je naglasiti da na američkom tržištu bankama poput “*Bank of America*”, na raspolaganju za kreiranje investicionog portfolia stoje i oporezive hartije od vrednosti, kao što su obveznice i menice izdate od strane federalnih agencija za koje postoji garancija

⁵⁵“Federal Deposit Insurance Corporation”; <http://www.fdic.gov/deposit/deposits/changes.html>

države, i korporativne obveznice, i hartije od vrednosti koje su oslobođene poreza, kao što su municipalne (lokalnih organa vlasti) obveznice.

Što se tiče, evidentiranja u samim knjigama bankama hartije od vrednosti mogu se voditi po **knjigovostvenoj** (osnivačkoj) vrednosti ili po **tržišnoj vrednosti**, u zavisnosti koja je niža. Kada se tržišna kamatna stopa poveća u odnosu na kamatnu stopu koju nosi sama obveznica, obveznica će se prodavati uz diskont, tj. smanjiće se njenja tržišna vrednost. Tako da u pomenutom slučaju u finansijskom izveštaju banke treba navesti trenutnu tržišnu vrednost.

Pod stavkom **sredstva trgovinskog konta** su obuhvaćene hartije od vrednosti kupljene sa ciljem da se obezbedi kratkorčna dobit od kretanja u ceni, tj. **kapitalna dobit**. Poslove u kojima se banka pojavljuje u ulozi diler hartija od vrednosti evidentiraju se pod ovom stavkom.

Sledeća stavka u aktivi banaka u SAD-u jeste: **Prodata federalna sredstva i ugovori o reotkupu**. Ova stavka obuhvata privremene zajmove odobrene drugim deponentnim institucijama, dilerima hartija od vrednosti, a u pojedinim slučajevima i velikim korporacijama. Uobičajno se sredstva za ove namene obezbeđuju iz rezervi banke deponovanih kod lokalne banke federalnih rezervi (odakle i potiče naziv federalna sredstva). Ovi zajmovi mogu biti odobreni u obliku ugovora o reotkupu, tj. ponovnoj prodaji, kada banka dolazi privremeno u posed hartija od vrednosti koje su u vlasništvu zajmoprimaoca i drži ih kao kolateralno jemstvo dok se zajam ne otplati.

Najznačajnija stavka aktive banke jeste upravo i karakterističan plasman banke, a vodi se pod stavkom: **Zajmovi i zakup**. Zbog značajnog učešća u aktivi banke ova stavka se prikazuje sa **podkategorijama**. Kriterijum za segmentaciju je svrha odobrenog zajma.

Bilansna klasifikacija **Zajmova i zakupa**, je sledeća:⁵⁶

- 1 – **Komercijalni i privredni** (poslovni) zajmovi
- 2 – **Potrošački zajmovi** (zajmovi namenjeni domaćinstvu)
- 3 – **Zajmovi za nekretnine**
- 4 – **Zajmovi odobreni finansijskim institucijama** (zajmovi odobreni depozitnim institucijama – prvenstveno bankama, nedepozitnim institucijama kao što su osiguravajuća društva i finansijske kompanije)
- 5 – **Međunarodni zajmovi** (odobravaju se vladama insotranih država, agnecijama i institucijama)
- 6 – **Zajmovi za poljoprivrednu proizvodnju**
- 7 – **Zajmovi za hartije od vrednosti** (odobravaju se investitorima i brokerima i dilerima hartija od vrednosti)
- 8 – **Zakup** (reč o kupovini opreme za potrebe kompanije od strane banke, koja tu opremu daje na korišćenje dotičnoj kompaniji, uz naplatu zakupnine)

⁵⁶Rose S.P. i Hudgins C.S., Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data Status, 2005, str. 111.

U domaćoj literaturi, takođe je prisutna klasifikacija zajmova na osnovu drugih aspekata. Kao što je rok dospeća, uslovima formiranja cene, kolateralnom jemstvu, kao i na ostale podele zajmova zasnovane na različitim kriterijumima.

Odbici za gubitke po zajmovima (“**allowance for loan losses**”) jesu rezerve koje banka stvara tokom vremena za buduće gubitke po zajmovima. Uobičajna je podela ove stavke na **posebne i opšte rezerve**. Posebne se vezuju za pojedine zajmove koji su izloženi većim nivoom rizika od uobičajnog, tj. za zajmove koji potencijalno mogu biti problematični za naplatu, dok se ostala sredstva rezervi vode pod opštim rezervama.

Upravo pomenuto predstavlja najznačajniji deo finansijske aktive banaka u SAD-u. Samo **stavka zajmova i zakupa čini od polovine do tri četvrtine ukupne vrednosti aktive** (u koju je potrebno naglasiti ulazi i sva realna aktiva, kao što su nekretnine koje banka ima u vlasništvu).

U **pasivi** bilansa stanja banke nalaze se **obaveze i akcionarski kapital**. **Obaveze** se dalje mogu raščlaniti na **depozitne i nedepozitne**.

Najznačajniji izvor sredstava za banku jesu prikupljeni ulozi – **depoziti**, od strane sektora stanovništva, privrede i države. Primarnost prilikom naplate svojih potraživanja, u slučaju likvidacije banke, imaju poverioci u odnosu na vlasnike akcija. **Depoziti** se dalje mogu klasifikovati na:⁵⁷

- 1- **Beskamatne depozite po viđenju** (redovni računi)
- 2- **Štedni depoziti**
- 3- **NOW**⁵⁸ **računi** (štedni računi sa kojih se mogu vući čekovi)
- 4- **Depozitni računi tržišta novca**
- 5- **Oročeni depoziti** (uglavnom potvrde o depozitu ili sertifikati o depozitu – “CDs”)

Kada je reč o **nedepozitnim izvorima** sredstava, benefiti za banku se ogledaju u ne postojanju zakonske obaveze za držanje rezervi ili naplatu osiguranja za većinu ovih fondova, što omogućava pribavljanje potrebnih sredstava uz nižu cenu, tj. kamatnu stopu. Takođe komparativna prednost pribavljanja sredstava na nedepozitnoj osnovi ogleda se i u brzini vremena obezbeđenja sredstava na finansijskom tržištu. Sa druge strane, investitori će takođe brzo odreagovati u slučaju kada rejting agencije ocene da postojiodređeni finansijski problem u samoj banci što bi potencijalno moglo ugroziti izvršenje obaveza od strane banke. Banka do sredstava može doći uzimanjem kratkoročnih i dugoročnih zajmova (u šta je uključeno i emitovanje dužničkih hartija od vrednosti od strane banke).

Izvori finansiranja banke takođe jesu i sva sredstva koja banka duguje, a nalaze se pod stavkom **dugovni računi** (kao što su odložena poreska dugovanja i obaveze otplate investitora u bančine dugovne hartije od vrednosti).

⁵⁷Rose S.P. i Hudgins C.S., Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data Status, 2005, str. 115.

⁵⁸“NOW” je skraćena za „Negotiable Order of Withdrawal“

Akcionarski kapital jeste vrednost vlasničkog dela aktive. Bankarski sektor karakteriše visoko oslanjanje na eksterne izvore finansiranja. Potvrdu ovoga možemo videti ina primeru „*Bank of America*“. Od ukupne pasive od 2,363,878,000 dolara, 2,130,704,000 dolara su pribavljena na eksternoj osnovi. Što ostavlja 233,174,000 dolara pribavljenih na vlasničkoj osnovi. A to je u konkretnom slučaju približno jednako 9.84 % ukupnih sredstava banke.⁵⁹ Dobijena vrednost ide u prilog navodima iz američke literature, da u praksi vrednost akcionarskog kapitala ne prelazi 10% ukupne vrednosti aktive. „*Bank of America*“ takođe izdaje i prioritetne akcije, koje kao stavka čine deo akcionarskog kapitala. Prioritetne akcije kao određeni hibrid običnih akcija i dugovnih instrumenata, imaju i komparativne prednosti i nedostatke u odnosu na pribavljanje sredstava iz obaveza, odnosno na kreditnoj osnovi. Emitovanjem prioritetnih akcija od strane banke, podrazumeva i oporezivanje dividendi, što dalje utiče na odlivanje zarade koja je namenjena akcionarima banke. Ova razlika u oporezivanju sledi iz zakonskog prepoznavanja plaćene kamatne stope kao odbitne stavke prilikom plaćanja poreza.

Neraspoređena dobit (nepodeljeni profit) jeste godišnji akumulirani neto prihod koji je ostao posle isplate dividendi akcionarima. Kao što se može videti u tabeli Bilansa stanja – „*Bank of America*“, vrednost ove stavke je po pravilu u praksi približna polovini vrednosti ukupnog akcionarskog kapitala (55% u 2007. godini, 42% akcionarskog kapitala u 2008., 30% u 2009. i 30% u drugom kvartalu 2010.).

1.5 IZVEŠTAJ O NOVČANIM TOKOVIMA

Izveštaj o novčanim tokovima⁶⁰ prikazuje novčane uplate i isplate tokom određenog perioda.

Izveštaj „*Bank of America*“ (Statement of Cash Flows) čine sledeće kategorije: **Poslovne aktivnosti** („**Operating activities**“), **Investicione aktivnosti** („**Investing activities**“) i **Finansijske aktivnosti** („**Financing activities**“).

Poslovne aktivnosti pokazuju uticaj transakcija koje nisu definisane kao investicijske ili finansijske aktivnosti.

Investicione aktivnosti pokazuju uticaj kupovine i prodaje fiksne imovine i dužničkih hartija od vrednosti. U izveštaju o novčanim tokovima „*Bank of America*“ može se uvideti značajno smanjenje novčanih sredstava iskorištenih za investicione aktivnosti (od 108.480 miliona dolara u 2007. na 2.930 miliona u 2008. godini), da bi nakon toga u 2009. godini ova stavka imala vrednost od 157.925 miliona dolara.

Finansijske aktivnosti pokazuju uticaj svih novčanih transakcija sa akcionarima, kao i transakcije pozajmljivanja i otplate poverioca. Bitno je uočiti da u uslovima krize koja je pratila 2008. godinu stavka **neto porast depozita** („**net increase in deposits**“) ipak beleži porast od 14.830 miliona dolara, ali očekivano manju vrednost u odnosu na

⁵⁹Na osnovu podataka za jul 2010. godine.

⁶⁰“Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009, str. 119.

prethodnu 2007. godinu kada je ona iznosila 45.368 miliona dolara. Ovo možemo protumačiti da je poverenje deponenata **“Bank of America”** i u uslovima krize nije bilo značajno ugroženo, čime je izbegnut takozvani “juriš na banke” svojstven kriznim vremenima. Uzrok za to svakako se može pronaći i u spremnosti vlade SAD-a da podrži bankarski sektor. U 2009. godini nije izbegnut prethodno pomenuti rizik i shodno tome finansijske aktivnosti su imale negativnu vrednost od 199.568 miliona dolara.

Stavka **neto povećanje (smanjenje) gotovog novca i njegovih ekvivalenata (“Net increase (decrease) in cash equivalents”)** za **“Bank of America”** pokazuje pogoršanje za 2008. Gde je došlo do smanjenja od 9.674 miliona dolara. Što je dovelo do promene stavke gotov novac i njegovi ekvivalenti (**“Cash and cash equivalents”**) sa 42.531 milion dolara na 32.857 miliona u 2008, da bi 31. decembra 2009 iznosila 121.339 milion. Banka se odlučila da poveća najlikvidniji deo aktive kako bi ojačala svoju likvidnu poziciju. Ova stavka se, takođe, pojavljuje u aktivni bilansa stanja.

II deo BILANSNA RACIO ANALIZA

2.1 RACIO ANALIZA⁶¹

“**Racija** izračunavamo zato što na taj način možemo da dobijemo upoređenja koja se mogu pokazati korisnijim od samih sirovih brojeva”⁶²

“**Racio analiza** u bankama je daleko složenija nego u ostalim firmama (proizvodnim, trgovinskim i ostalim finansijskim institucijama). To je razumljivo kada se ima u vidu složenost poslovanja banke u odnosu na ostale firme, pre svega, većoj izloženosti riziku.”⁶³

Najbolji pokazatelj **profitabilnosti i izloženosti riziku banke** jeste **tržišna vrednost akcija**. A ona se formira na osnovu anticipiranjaracija **profitabilnosti** (najčešće ROA, ROE) koji predstavljaju važne merne veličine za potencijalne investitore.

Finansijski racio jeste indeks koji povezuje dva računovodstvena broja, a dobija se deljenjem jednog broja sa drugim.

Racio analiza se bavi istraživanjem i kvantificiranjem odnosa koji postoje između bilansnih pozicija jedne banke, sa ciljem da se omogući verodostojna ocena finansijskog položaja i aktivnosti banke. Ona predstavlja alat koji finansijski analitičar koristi kako bi došao do brojčanog prikaza stanja u kojem se banka nalazi, kao i da tu informaciju uporedi sa prethodnim periodom, drugom bankom, privrednom granom ili pak privredom u celini. Iznos jedne bilansne pozicije prema drugoj, izražen u prosto matematičkoj formuli, naziva se racio. Značaj racio brojeva leži u činjenici da apsolutni brojevi najčešće sami za sebe ne govore puno, kao i da je međusobno teško ili nemoguće upoređivati dva subjekta ukoliko ne postoji međusobno uporediva veličina.

Postoji niz racio brojeva koji se mogu izračunavati iz bilansnih pokazatelja, a odnose se na performanse, aktivnost, finansije ili likvidnost. Najčešće se racio brojevi dele u nekoliko grupa prema tome kakve bilansne pozicije obrađuju i kakve informacije pružaju. Mogu se izdvojiti sledeće **grupe racija**⁶⁴, koje se generalno koriste, uz određena prilagođavanja vezana za delatnost, za finansijske i nefinansijske institucije: profitabilnosti (rentabilnosti), aktivnosti (efikasnosti ili obrta), likvidnosti, zauženosti (leveridža ili pokazatelji finansijske strukture) i pokrića.

⁶¹Bilansne vrednosti korišćene za dobijanje vrednosti racija u ovom delu rada korišćene su iz finansijskog izveštaja „Bank of America“ - “Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009 i „Bank of America“ - “Bank of America” 2009 Annual Report, Bank of America, 2010; Za podatke iz drugog kvartala 2010. izvor je predstavljala finansijska sekcija sajta Yahoo: www.finance.yahoo.com

⁶²Van Horne i Wachowicz, Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007, str. 132.

⁶³Lukić, Bankarsko računovodstvo, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2008, str. 234.

⁶⁴Van Horne i Wachowicz, Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007, str. 134.

2.2 RACIJA PROFITABILNOSTI (RENTABILNOSTI)

Sadašnja vrednost banke određuje se na osnovu diskontovanja anticipiranih tokova neto profita iz budućih perioda, odgovarajućom diskontnom stopom, a iz ovog odnosa sledi da visina neto sadašnje vrednosti banke zavisi od visine ostvarenih neto profita. Upravo zbog toga investitori posebnu pažnju prilikom kvantitativne fundamentalne analize posvećuju pokazateljima (racijama) profitabilnosti.

Racija profitabilnosti koja imaju najširu primenu, jesu sledeća:⁶⁵

- 1 – Prinos na akcionarski kapital (ROE)
- 2 – Prinos na aktivu (ROA)
- 3 – Neto kamatna marža*
- 4 – Neto marža koja ne donosi kamatu*
- 5 – Operativni profit
- 6 – Prihod po običnoj akciji (EPS)

*Neto kamatna marža, neto marža koja ne donosi kamatu i **pokazatelji efikasnosti** banke. One prikazuju koliko je menadžment bio u stanju da održi rast prihoda banke (od odobrenih zajmova, investicija i provizije za pružene usluge) u odnosu na dinamiku rasta troškova (plaćena kamata na depozite i druge pozajmice, plate i nadoknade zaposlenima).

Najčešće korišćeni pokazatelji profitabilnosti jesu **prinos na aktivu (ROA)** i **prinos na akcionarski kapital (ROE)**.

2.2.1 Prinos na aktivu (ROA)

Prinos na aktivu (ROA) dobija se kada se neto profit posle oporezivanja podeli sa ukupnom aktivom i on pokazuje u kojoj su meri svi zaposleni u banci, sa čelom na top menadžmentu bili efikasni u upravljanju sa aktivom banke, u aspektu ostvarivanja neto profita posle oporezivanja. Regulatorna tela su prvenstveno zainteresovana za ovu meru efikasnosti banke. Kod izračunavanja “**ROA**” najbolje je uzeti prosečno stanje aktive za dati period.

U slučaju „*Bank of America*“:

U **2008.** godini: neto profit iz oporezivanja iznosi 4.008 miliona dolara, dok ukupna vrednost aktive iznosi 1.817.943 miliona. Stoga sledi da je prinos na akcionarski kapital sledeći:

$$\text{“Net earnings / Total assets”} = 4.008 / 1.817.943 = 0.002 = \mathbf{0.2\%}$$

⁶⁵ Đukić Đ., Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama, Beogradska berza, Beograd 2007, str. 186.

U **2009.** godini: neto profit iz oporezivanja iznosi 6.276 miliona dolara, dok ukupna vrednost aktive iznosi 2.223.299 miliona. Stoga sledi da je prinos na akcionarski kapital sledeći:

$$\text{“Net earnings / Total assets”} = 6.276 / 2.223.299 = 0.003 = \mathbf{0.3\%}$$

U **drugom kvartalu 2010.** godine: neto profit iz oporezivanja iznosi 3,123 miliona dolara, dok ukupna vrednost aktive iznosi 2,363,878 miliona. Stoga sledi da je prinos na akcionarski kapital sledeći:

$$\text{“Net earnings / Total assets”} = 3,123,000 / 2,363,878,000 = 0.00132 = \mathbf{0.13\%}$$

Vrednosti **“ROA”** manje **0.5%** ukazuju na **slabu efikasnost banke**; ⁶⁶
od 0.5% do 1 % na prosečnu efikasnost;
od 1% do 2 % se smatra da je efikasnost na zadovoljavajućem nivou;

Vrednosti preko 2% ukazuju na visoku efikasnost, s tim da ako je ona veća od 2.5% to pokazuje kartelizaciju bankarskog tržišta, visoko rizični portfolio banke ili neki izuzetan događaj, kao što je prodaja nekretnine u posedu banke.

2.2.2 Prinos na aktivu (ROA) bankarske konkurencije

Prinos na aktivu za preostale 3 banke sa najvećom vrednošću aktive u SAD-u je sledeći: ^{67,68}

“JP Morgan”:

$$\text{“Net earnings / Total assets”} = 4,795,000 / 2,014,019,000 = 0.00238 = \mathbf{2.38\%}$$

“Citibgroup”:

$$\text{“Net earnings / Total assets”} = 2,697,000 / 1,937,656,000 = 0.00139 = \mathbf{1.39\%}$$

“Wells Fargo”:

$$\text{“Net earnings / Total assets”} = 3,062,000 / 1,225,862,000 = 0.00249 = \mathbf{2.49\%}$$

Uporedni pregled vrednosti “ROA” za “Bank of America” i njene konkurenate pruža se u grafikonu br. 12(str.33.).

⁶⁶Đukić Đ., Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama, Beogradska berza, Beograd 2007, str. 190.

⁶⁷ Vrednosti izračunate na osnovu podataka iz finansijskih izveštaja kompanija za drugi kvartal 2010. godine, na finansijskoj sekciji sajta Yahoo; www.finance.yahoo.com

⁶⁸Vrednosti bilasnih stavki izražene su u hiljadama američkih dolara.

2.2.2 Prinos na akcionarski kapital (ROE)

Prinos na akcionarski kapital (ROE), koji se dobija kada se neto profit nakon oporezivanja podeli sa akcionarskim kapitalom, najvažniji je pokazatelj za akcionare banke, jer pokazuje koliki prinos mogu očekivati na knjigovostvenu vrednost investiranog kapitala u banku. Ozbiljno upozorenje predstavlja slučaj ostvarene vrednosti “**ROE**” iznad 20-25%, jer sugeriše da je banka pribegla ekstremnom zaduživanju na finansijskom tržištu.

U slučaju „**Bank of America**“:

U **2008.** godini: neto profit iz oporezivanja iznosi 4.008 miliona dolara, dok ukupni akcionarski kapital iznosi 177.052 miliona. Stoga sledi da je prinos na akcionarski kapital sledeći

$$\text{“Net earnings / Equity”} = 4.008 / 177.052 = 0.025 = \mathbf{2.5\%}$$

U **2009.** godini: neto profit iz oporezivanja iznosi 6.276 miliona dolara, dok ukupni akcionarski kapital iznosi 231.444 miliona. Stoga sledi da je prinos na akcionarski kapital sledeći

$$\text{“Net earnings / Equity”} = 6.276 / 231.444 = 0.027 = \mathbf{2.7\%}$$

U **drugom kvartalu 2010.** godine: neto profit iz oporezivanja iznosi 3,123 miliona dolara, dok ukupni akcionarski kapital iznosi 233,174 miliona. Stoga sledi da je prinos na akcionarski kapital sledeći

$$\text{“Net earnings / Equity”} = 3,123 / 233,174 = 0.01339 = \mathbf{1.34\%}$$

Osnovni cilj koji se postavlja pred menadžment banke jeste ostvarivanje visoke stope prinosa po jedinici akcionarskog kapitala. Što se drugačije može predstaviti kao maksimiziranje **tržišne vrednosti** akcionarskog kapitala (tržišne kapitalizacije banke). Utvrđivanje sadašnje stvarne vrednosti banke se vrši kroz anticipiranje tokova neto profita iz budućih perioda, odgovarajućom diskontnom stopom. Iz toga sledi da je vrednost banke uslovljena vrednošću ostvarenih **neto profita**.

Ostvarivanje nižih stopa profita od tržišno zahtevanih, rezultiraće smanjenjem vrednosti akcija banke. Ukoliko banka ostvari više stope profita, diskontovane odgovarajućom kamatnom stopom, od onih koje tržište zahteva doći će do rasta vrednosti akcija, kao posledica veće tražnje za njenim akcijama na sekundarnom tržištu. Zahvaljući tome otvara se mogućnost nove emisije akcija banke i prikupljanje novčanih sredstava.

Prinos na akcionarski kapital (ROE) je proizvod: **neto marža zarade**, **stepena iskorišćenosti aktive** i **multiplikator akcijskog kapitala** banke.

Neto marža zarade banke jeste odnos **neto prihoda posle oporezivanja** i **ukupnog prihoda poslovanja**.

Stepen iskorišćenosti aktive banke jeste odnos **ukupnih prihoda poslovanja** i **ukupne aktive**.

Multiplikator akcijskog kapitala banke jeste odnos **ukupne aktive** i **ukupnog akcionarskog kapitala**.

2.2.4 Prinos na akcionarski kapital (ROE) bankarske konkurencije

Prinos na kapital za preostale 3 banke sa najvećom vrednošću aktive u SAD-u je sledeći:⁶⁹⁷⁰

“JP Morgan”:

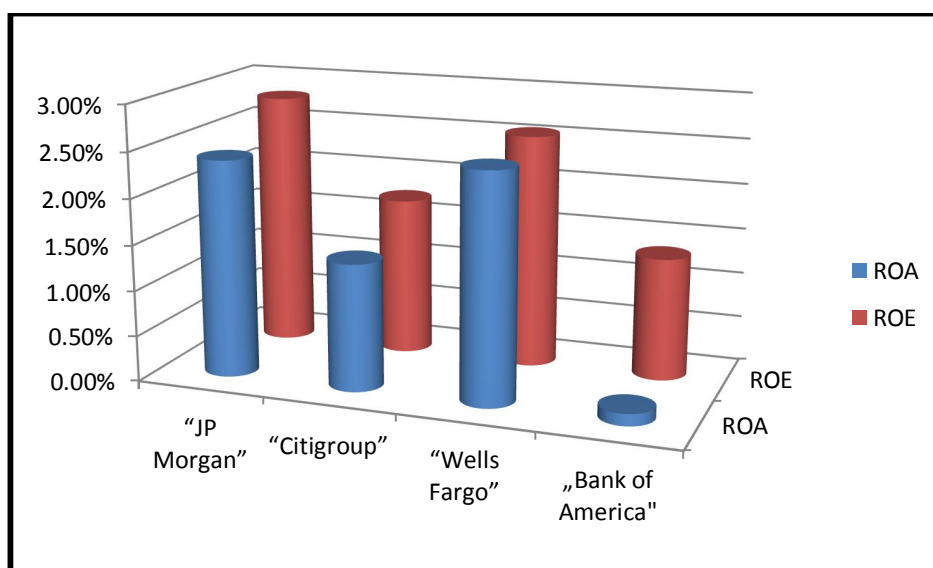
$$\text{“Net earnings / Equity”} = 4,795,000 / 171,120,000 = 0.02802 = 2.8\%$$

“Citigroup”:

$$\text{“Net earnings / Equity”} = 2,697,000 / 154,806,000 = 0.01742 = 1.74\%$$

“Wells Fargo”:

$$\text{“Net earnings / Equity”} = 3,062,000 / 119,772,000 = 0.02557 = 2.56\%$$



Grafikon br. 12; Procentualni prinos na aaktivu (ROA) i na akcionarski kapital (ROE) za odabrane banke

Kao što se može videti iz grafikona br. 12, čak i banka sa niskom stopom prinosa na aktivu (“ROA”) može da postigne relativno visoku stopu prinosa na akcionarski

⁶⁹ Vrednosti izračunate na osnovu podataka iz finansijskih izveštaja kompanija za drugi kvartal 2010. godine, na finansijskoj sekciji sajta Yahoo; www.finance.yahoo.com

⁷⁰ Vrednosti bilasnih stavki izražene su u hiljadama američkih dolara.

kapital(“ROE”) korišćenjem visoke stope leveridža (zaduživanja) sa minimalnim učešćem vlasničkog kapitala.

Profitabilnost banke varira direktno sa rizikom njenog portfolio aktivnosti koje preuzima, s tim da se neki rizici mogu izbeći a neki su sistemskog karaktera, povezani sa ekonomskim okruženjem u kojem banka posluje.⁷¹

Pored nivoa profitabilnosti potrebno je obratiti pažnju na nivo izloženosti pojedinim rizicima. Za ostvarivanje visoke profitabilnosti i visoke vrednosti akcija potrebno je da banka upravlja i rizicima, kojima se izlaže prilikom poslovanja.

2.3 RIZIK LIKVIDNOSTI

Likvidnost predstavlja jedno od bankarskih načela poslovanja. Ono zapravo predstavlja mogućnost izmirenja obaveza u roku dospeća. U slučaju da se banka nađe u nelikvidnoj poziciji, ona neće imati dovoljno gotovinskih sredstava za obezbeđenje povlačenja sredstava od strane klijenata, potraživanja zajma, kao i za ostale gotovinske potrebe. Ove potrebe se mogu namiriti i uz pomoć vanrednih pozajmica, kada rezerve predviđene za likvidnost nisu dovoljne, ali to znači i pribavljanje novčanih sredstava uz više troškove. **Rizik od nelikvidnosti** je svakako izraženiji u situacijama naglog povlačenja depozita, koji je karakterističan za periode ekonomske krize i nepoverenja u bankarski sektor.

Potrebe za **likvidnošću** mogu se klasifikovati u sledeće grupe:⁷²

- 1 – Potrebe da se zamene neto odlivi sredstava, bilo zbog povlačenja depozita na malo ili povlačenja drugih oblika pasive.
- 2 – Potreba da se pokrije izostanak očekivanog priliva sredstava, kada dužnici ne ispune svoje obaveze (ovaj potencijalni uzrok nelikvidne pozicije banke je posebno značajan za „*Bank of America*” obzirom na gubitke zbog loših zajmova).
- 3 - Potreba da se pronađu novi izvori finansiranja kada dospevaju vanbilnasne obaveze.
- 4 – Potrebe da se preduzmu nove transakcije kada to banka želi, odnosno kada važan klijent traži sredstva.

U godišnjem obraćanju akcionarima kompanije „*Bank of America*”⁷³ navode se i benefiti od upravo suprotnih tendencija, vezanih za ponašanje sektora stanovništva i privrede, u smislu njihovog povlačenja sa berze, tj. **dezinvestiranja**, i polaganja depozita kod banke kao manje rizičnog vida investicije. Ovaj fenomen je nazvan „**consumer and business flight-to-safety**“ („let u sigurno“), pomenut je u delu rada koji se odnosi na izdvojene finansijske pokazatelje „*Bank of America*“.

⁷¹Kapor P., Bankarstvo, Megatrend Univerzitet, 2010, str. 123.

⁷²Savić J., Vukosavljević D., Kvirgić G. i Miletić S., Bankarsko poslovanje, Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd, 2009 str. 181.

⁷³“Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009

Racija likvidnosti izražavaju sposobnost banke da podmiri kratkoročne obaveze. Vršiti se komparacija kratkoročnih obaveza sa kratkoročnim izvorima dostupnih za podmirivanje tih obaveza.

Menadžment kompanije „*Bank of America*“ u svom obraćanju akcionarima u finansijskom izveštaju pojam likvidnosti i upravljanje njom vidi na sledeći način:

„Likvidnost je permanentna mogućost prilagođavanja vremenskih obaveza po odgovarajućoj dinamici, kao i povlačenja depozita, rasta fondova i biznis operacija, u skladu sa ugovorenim obavezama kroz mogućnost pribavljanja novčanih sredstava po razumnim tržišnim kamatnim stopama. **Upravljanje likvidnošću** uključuje projektovanje potrebnih novčanih sredstava i održavanje dovoljnih rezervi kako bi se obezbedila likvidnost tokom fluktuacije nivoa sredstava i obaveza, izazvanih promenama u biznis operacijama (poslovanju) i neanticipiranih (nepredviđenih) događaja“.⁷⁴

Tekući racio predstavljala tekuću imovinu podeljenu tekućim obavezama. Zapravo, on pokazuje sposobnost preduzeća da pokrije svoje tekuće obaveze svojom tekućom imovinom.

Tekuće aktiva / Tekuća obaveze

Viši tekući racio ukazuje na veću sposobnost preduzeća da podmiri svoje obaveze. Nedostatak ovog racija jeste što on ne uzima u obzir heterogenost same tekuće imovine, tj. Različitost njenih komponenata. Veći udeo novca, nedospelih potraživanja i kratkoročnih hartija od vrednosti od zaliha svakako čini preduzeće likvidnijim⁷⁵, što se ne može videti primenom samo ovog racija. Suviše visoka likvidnost ugrožava profitabilnost preduzeća. Sa druge strane neadekvatno niska vrednost ovog racia je znak da preduzeće u cilju maksimizacije profita dovodi u pitanje svoju likvidnost.

Vrednost ovog racia za „*Bank of America*“ je sledeća:

“Short Term Asset to S.T. Liabilities” (Tekuće aktiva / Tekuća obaveze) = 61.37⁷⁶

Ono što se ističe u finansijskom izveštaju „*Bank of America*“ u prilog snažnoj likvidnoj poziciji banke, jeste takozvani „**Loan to domestic deposit ratio**“ (racio zajma i depozita prikupljenih na domaćem tržištu). Vrednost ovog racija je u finansijskom izveštaju iznosila **118%**, čime kreatori izveštaja uveravaju „**stakeholder-e**“ u stabilnu poziciju banke sa aspekta aktivnosti, obzirom da vrednosti ovog racija iznad **100%** sugerišu na visoku likvidnost. Ovo se temelji na pretpostavci da su domaći ulagači depozita relativno stabilan izvor sredstava za banku.

Drugi **indikator** koji pokazuje izloženost riziku **likvidnosti** stavljaju u odnos sledeće bilansne stavke:

⁷⁴“Bank of America” 2008 Annual Report, str. 55.

⁷⁵Treba imati u vidu da likvidnost predstavlja sposobnost pretvaranja imovine u novac, bez značajnijeg smanjenja cene.

⁷⁶“Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009

1 - Gotovina i prispela potraživanja kod drugih depozitnih institucija u odnosu na ukupnu aktivu

2- Gotovinska sredstva i državne hartije od vrednosti u odnosu na ukupnu aktivu

Potrebno je još napomenuti da banka, u cilju maksimiziranja profitabilnosti, može pribeći **ročnoj transformaciji** sredstava, tj. transformacijom novca u kapital. Ona to ostvaruje tako što iz kratkoročnih izvora vrši dugoročne plasmane i samim tim povećava rizik od nelikvidnosti.

“Menadžment banke je pod stalnim pritiskom akcionara da se ostvaruju veliki profiti na investicijama u dugoročne hartije od vrednosti, širenjem obima kreditiranja do gornjih granica **kreditnog potencijala** i redukovanjem gotovinskih rezervi u bilansu. Navedena preferencija akcionara se kosi sa preferencijama deponenata i ostalih komitenata banke, jer ako bi se realizovala maksimalna preferencija akcionara bila bi ugrožena likvidnost banke, time što banka ne bi mogla da odgovori na nepredviđeno veće povlačenje depozita ili dodatnu kreditnu tražnju stalnih stabilnih deponenata.”⁷⁷

Prema profesoru Lukiću, sledeći raciji se mogu koristiti u cilju ocene **likvidnosti** banke:⁷⁸

1 - Odnos između prosečne gotovine i kratkoročnih efekata i prosečne ukupne aktive. Ovaj pokazatelj pruža uvid u deo ukupne aktive koji se drži kao **likvidna aktiva**. Veći udeo likvidne aktive svakako čini likvidnu poziciju banke jačom, uz dobro poznate konsekvence na njenu profitabilnost. Korišćenjem **prosečnih veličina**, umesto stvarnih veličina na kraju posmatranog perioda dobija se ocena likvidnosti u kontinuitetu.

Za „*Bank of America*“ vrednost ovog racija iznosi:⁷⁹

$$\begin{aligned} & ((216.368.000 + 42.427.000) / 2) / ((1.715.746.000 + 1.817.923.000) / 2) = \\ & (258.796.000 / 2) / (3.533.669.000 / 2) = \\ & 129.397.500 / 1.766.834.500 = \mathbf{0,0732} \end{aligned}$$

Kako bismo napravili komparaciju ovog racija iz različitih godina⁸⁰, datih u bilansu stanja „*Bank of America*“, izračunaćemo racija u datim vremenskim momentima u cilju utvrđivanja da li je došlo do promene nivoa likvidnosti „*Bank of America*“.

Za 2007. godinu ona je iznosila: $216.368.000 / 1.715.746.000 = \mathbf{0,1261}$

Za 2008. godinu ona je iznosila: $42.427.000 / 1.817.923.000 = \mathbf{0,0233}$

⁷⁷Živković A., Stankić R. i Krstić B., Bankarsko poslovanje i platni promet, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007 str. 188.

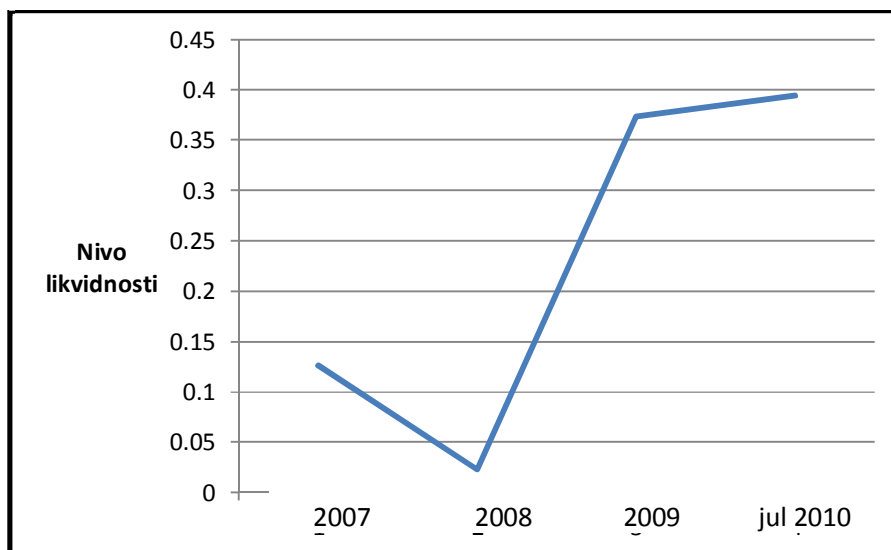
⁷⁸ Lukić R., Bankarsko računovodstvo, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2008 str.246.

⁷⁹ “Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009

⁸⁰Termin koji se upotrebljava za poređenje racija određene kompanije u različitim vremenskim periodima jeste „analiza trenda“.

Vrednost datog racia za 2009. godinu je sledeća:
 $829,121,000 / 2,223,299,000 = \mathbf{0,3729}$

Vrednost datog racia je za **jul 2010** sledeća:
 $931,995,000 / 2,363,878,000 = \mathbf{0,3943}$



Grafikon 13; Kretanje vrednosti racia likvidnosti za kompaniju „Bank of America“, posmatrano kroz odnos gotovine i kratkoročnih efekata prema ukupnoj aktivi

Na osnovu dobijenih podataka, možemo zaključiti da je došlo do slabljenja likvidne pozicije banke, bazirane na smanjenju vrednosti datog racia likvidnosti u 2008. Da bi nakon toga došlo do jačanja likvidne pozicije „*Bank of America*“ u 2009. i 2010. godini. Usled izraženog rizika od nelikvidnosti kompanija se odrekla ostvarivanja višeg prinosa i deo svoje aktive transformisala u njen najlikviniji oblik (gotov novac i njegovi ekvivalenti).

2 -Odnos između prosečne gotovine i kratkoročnih efekata i prosečnih depozita. Kao i kod prethodnog racia, viša vrednost sugerise na povoljniju likvidnu poziciju banke.

Za „*Bank of America*“ vrednost ovog racia iznosi:

$$\begin{aligned} & ((216.368.000 + 42.427.000) / 2) / ((805.117.000 + 882.997.000) / 2) = \\ & (258.796.000 / 2) / (1.688.114.000 / 2) = \\ & 129.397.500 / 844.057.000 = \mathbf{1,533} \end{aligned}$$

Podaci za zasebene godine su sledeći:

2007 godina: $216.368.000 / 805.117.000 = \mathbf{0,2695}$

2008 godina: $42.427.000 / 882.997.000 = \mathbf{0,0480}$

Vrednost datog racia za 2009. godinu je sledeća:
 $829,121,000 / 991.611.000 = \mathbf{0,8361}$

Kretanje vrednosti ovog racia takođe sugerisejačanje likvidnosti, nakon prvobitnog slabljenja u 2008. Godini, „*Bank of America*“, za dati vremenski period.

3- Odnos između prosečnog neto zajma i prosečnog depozita. Veća vrednost ovog racia od 1, govori da se banka zadužuje za potrebe davanja zajmova, odnosno banka mora naći druge vidove finansiranja.

Za „*Bank of America*“ vrednost ovog racia iznosi:

$$\begin{aligned} & ((864.756.000 + 908.375.000) / 2) / ((805.117.000 + 882.997.000) / 2) = \\ & (1.773.131.000 / 2) / (1.688.114.000 / 2) = \\ & 886.565.500 / 844.057.000 = \mathbf{1,0503} \end{aligned}$$

Podaci za zasebene godine su sledeći:

$$2007 \text{ godina: } 846.756.000 / 805.117.000 = \mathbf{1,0517}$$

$$2008 \text{ godina: } 908.375.000 / 882.997.000 = \mathbf{1,0287}$$

$$2009. \text{ godina: } 862,928,000 / 991.611.000 = \mathbf{0,9466}$$

„Ako je dati racio veći od 1, to znači da se banka zadužuje za potrebe davanja zajmova.“⁸¹

4 – Odnos između prosečnih kratkoročnih obaveza i prosečne ukupne aktive. Ovaj racio predstavlja pokazatelj udela finansiranja ukupne aktive kratkoročnim obavezama. Viša vrednost generalno sugerise na povećanje rizika likvidnosti, mada je potrebno utvrditi i samu strukturu aktive.

Za „*Bank of America*“ vrednost ovog racia iznosi:

$$\begin{aligned} & ((1.271.670.000 + 1.284.603.000) / 2) / ((1.715.746.000 + 1.817.923.000) / 2) = \\ & (2.556.273.000 / 2) / (3.533.669.000 / 2) = \\ & 1.278.136.500 / 1.766.834.500 = \mathbf{0,7234} \end{aligned}$$

Podaci za zasebene godine su sledeći:

$$2007 \text{ godina: } 1.271.670.000 / 1.715.746.000 = \mathbf{0,7412}$$

$$2008 \text{ godina: } 1.284.603.000 / 1.817.923.000 = \mathbf{0,7066}$$

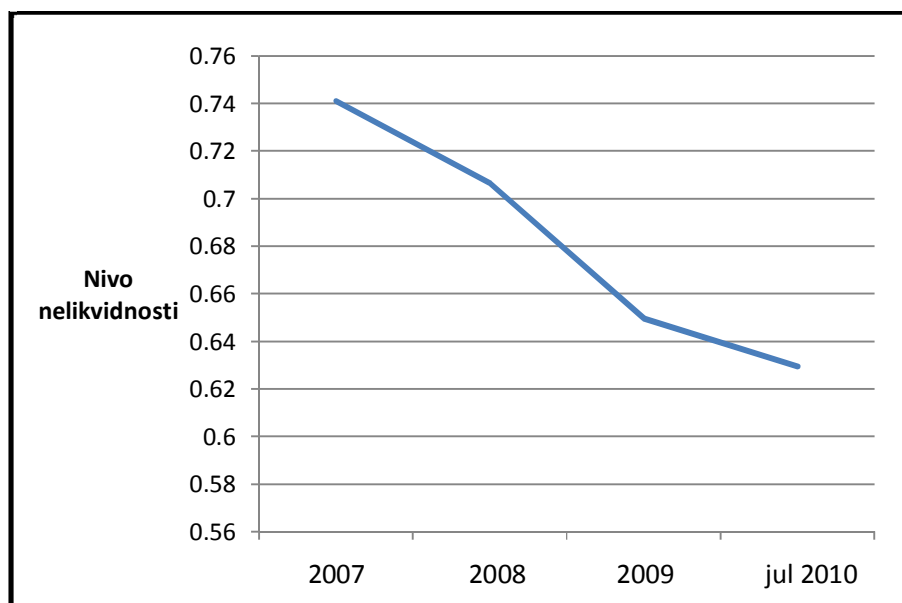
Vrednost datog racia za 2009. godinu je sledeća:

$$1,444,174,000 / 2,223,299,000 = \mathbf{0,6496}$$

Vrednost datog **zadruzi kvartal 2010.** godine je sledeća:

$$1,487,850,000 / 2,363,878,000 = \mathbf{0,6294}$$

⁸¹ Lukić R., Bankarsko računovodstvo, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2008, str. 246.



Grafikon 14; Kretanje vrednosti racia likvidnosti za kompaniju „Bank of America“, posmatrano kroz odnos kratkoročnih obaveza prema ukupnoj aktivi

Upoređivanjem vrednosti ovog racija, u datom periodu, možemo zapaziti da je došlo do neznatne promene učešća kratkoročnog finansiranja u 2008 godini, da bi nakon toga u 2009. i 2010. nastupilo značajnije smanjenje izloženosti riziku od nelikvidnosti, posmatrano „ceteris paribus“.

2.3.1 Rizik likvidnosti bankarske konkurencije

U nastavku rada pruža se uvid u vrednosti datog racia **likvidnosti** za bankarsku konkurenciju „*Bank of America*“ na tržištu SAD-a.⁸²⁸³

Odnos između gotovine i kratkoročnih efekata i ukupne aktive:

„JP Morgan“:

$$271,260,000 / 2,014,019,000 = 0.13469$$

„Citigroup“:

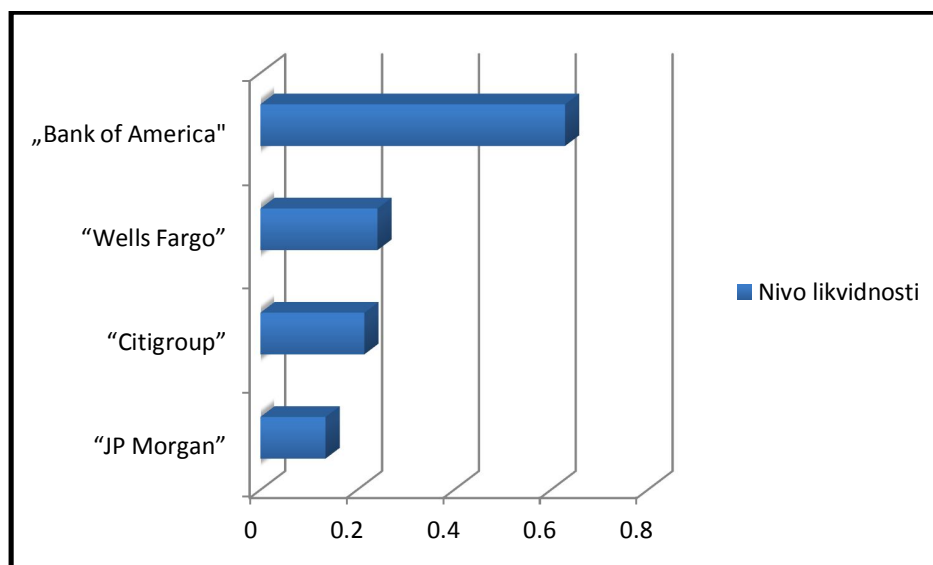
$$416,273,000 / 1,937,656,000 = 0.21483$$

„Wells Fargo“:

$$296,528,000 / 1,225,862,000 = 0.24189$$

⁸²Vrednosti izračunate na osnovu podataka iz finansijskih izveštaja kompanija za drugi kvartal 2010. godine, na finansijskoj sekciji sajta Yahoo; www.finance.yahoo.com

⁸³Vrednosti bilansnih stavki izražene su u hiljadama američkih dolara.



Grafikon br. 15; Nivo likvidnosti, posmatran kroz odnos gotovine i kratkoročnih efekata sa ukupnom aktivom, za izabrane banke

2.4 FINANSIJSKI LEVERIDŽ („LEVERAGE“)

Racio duga („leverage“) koristi se kako bi se utvrdio nivo zaduženosti. **Finansijski leveridž** je izražen u bankarskom sektoru.

Neto vrednost jeste razlika između ukupne aktive i ukupnih obaveza.

1 – Odnos između prosečne neto vrednosti i prosečne ukupne aktive. Ovaj racio predstavlja **akcijski multiplikator** i značajan je za sagledavanje profitabilnosti banke po jedinici akcijskog kapitala.

Za „Bank of America“ vrednost ovog racia iznosi:

$$\begin{aligned} & ((146.803.000 + 177.052.000) / 2) / ((1.715.746.000 + 1.817.923.000) / 2) = \\ & (323.855.000 / 2) / (3.533.669.000 / 2) = \\ & 161.927.500 / 1.766.834.500 = \mathbf{0,0916} \end{aligned}$$

Podaci za zasebene godine su sledeći:

$$2007 \text{ godina: } 146.803.000 / 1.715.746.000 = \mathbf{0,0856}$$

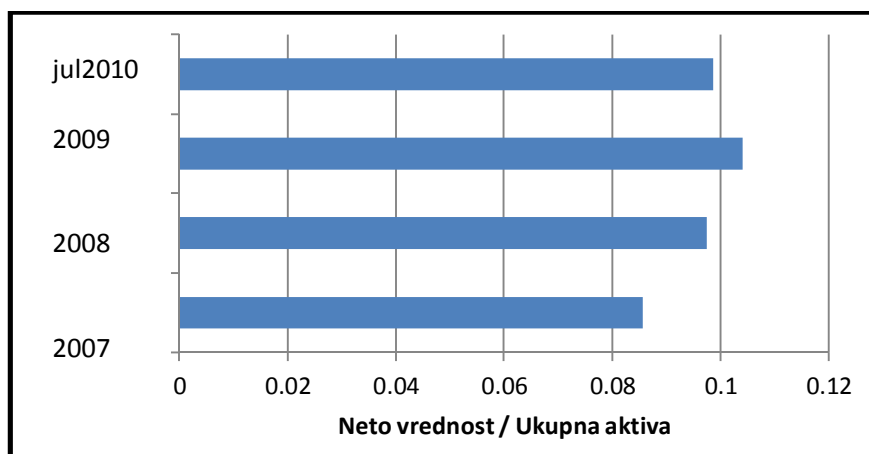
$$2008 \text{ godina: } 177.052.000 / 1.817.923.000 = \mathbf{0,0974}$$

Vrednost datog racia za 2009. godinu je sledeća:

$$231.444.000 / 2.223.299.000 = \mathbf{0,1041}$$

Vrednost datog racia za drugi kvartal 2010. godine je sledeća:

$$233.174.000 / 2.363.878.000 = \mathbf{0,0986}$$



Grafikon 16; Pokazatelj akcijskog multiplikatora za kompaniju „Bank of America“

2 – Odnos između prosčne neto vrednosti aktive i prosečnih neto zajmova. Ovaj racio pokazuje visinu pokrivenosti zajmova sopstvenim kapitalom.

Za „*Bank of America*“ vrednost ovog racia iznosi:

$$\begin{aligned} & ((146.803.000 + 177.052.000) / 2) / ((864.756.000 + 908.375.000) / 2) = \\ & (323.855.000 / 2) / (1.773.131.000 / 2) = \\ & 161.927.500 / 886.565.500 = \mathbf{0,1826} \end{aligned}$$

Podaci za zasebene godine su sledeći:

$$2007 \text{ godina: } 146.803.000 / 864.756.000 = \mathbf{0,1698}$$

$$2008 \text{ godina: } 177.052.000 / 908.375.000 = \mathbf{0,1949}$$

Vrednost datog racia za 2009. godinu je sledeća:

$$231.444.000 / 862.928.000 = \mathbf{0,2799}$$

Pokrivenost zajmova sopstvenim kapitalom se uvećala za posmatrani period. Na povećanje vrednosti ovog racia svakako je značajan uticaj imao „**Troubled Asset Relief Program**“, program vlade SAD-a za kupovinu imovine i akcionarskog kapitala finansijskih institucija, u cilju ojačavanja finansijskog sektora.

3 – Odnos između prosečne neto vrednosti i prosečnih depozita. Ovaj racio pokazuje visinu pokrivenosti depozita sopstvenim kapitalom.

Za „*Bank of America*“ vrednost ovog racia iznosi:

$$\begin{aligned} & ((146.803.000 + 177.052.000) / 2) / ((805.117.000 + 882.997.000) / 2) = \\ & (323.855.000 / 2) / (1.688.114.000 / 2) = \\ & 161.927.500 / 844.057.000 = \mathbf{0,1984} \end{aligned}$$

Podaci za zasebene godine su sledeći:

2007 godina: $146.803.000 / 805.117.000 = 0,1823$

2008 godina: $177.052.000 / 882.997.000 = 0,2005$

Vrednost datog racia za 2009. godinu je sledeća: $231.444.000 / 991.611.000 = 0,2334$

2.4.1 Finansijski leveridž bankarske konkurencije

U nastavku rada pruža se uvid u vrednosti datog racia **leveridža** za bankarsku konkurenciju „*Bank of America*“ na tržištu SAD-a.⁸⁴⁸⁵

Odnos između neto vrednosti i ukupne aktive:

„**JP Morgan**“:

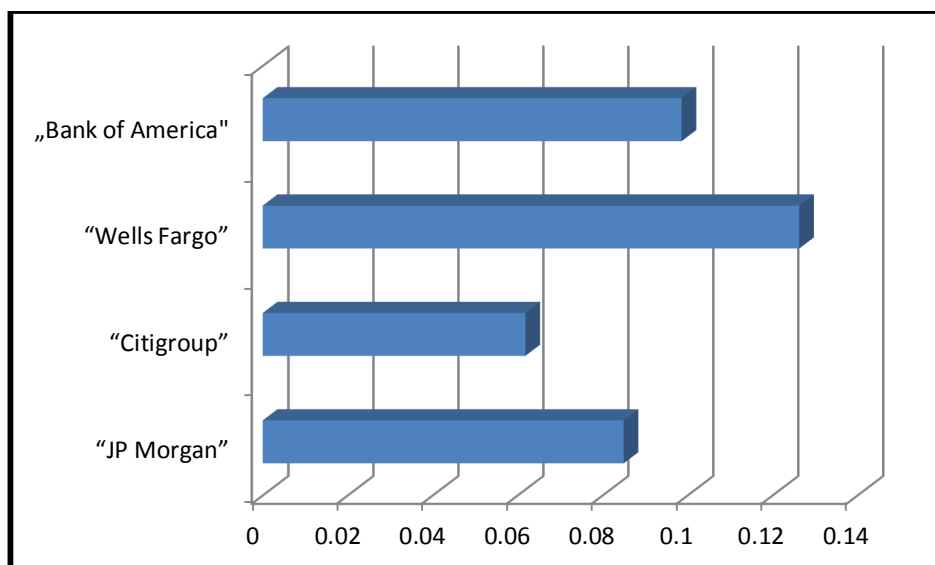
$171,120,000 / 2,014,019,000 = 0,08496$

„**Citigroup**“:

$119,772,000 / 1,937,656,000 = 0,06181$

„**Wells Fargo**“:

$154,806,000 / 1,225,862,000 = 0,12628$



Grafikon br. 17; Procentualno učešće neto vrednosti banke u ukupnoj aktivi

Visoko korišćenje finansijskog leveridža jeste karakteristično za bankarski sektor, što se može videti iz grafikona 17. Sa jedne strane uz pomoć njega se može ostvariti znatno viši

⁸⁴Vrednosti izračunate na osnovu podataka iz finansijskih izveštaja kompanija za drugi kvartal 2010. godine, na finansijskoj sekciji sajta Yahoo; www.finance.yahoo.com

⁸⁵Vrednosti bilasnih stavki izražene su u hiljadama američkih dolara.

prinos na akcinarski kapital („ROE“) uz isti nivo neto profita. Dok negativni aspekt oslanjanja na visok nivo **finansijkog leveridža** može biti nemogućnost servisiranja obaveza u vidu isplaćivanja glavnica i kamata poveriocima banke, u slučaju kada na tržištu nije moguće ostvariti investicije sa prinosima kojima je moguće servisirati izvore finansiranja uz razuman nivo izloženosti riziku, što je posebno došlo do izražaja u SAD-u u proteklom periodu kada je znatno teže banci da odobri tkz. „dobar kredit“⁸⁶.

2.5 KREDITNI RIZIK

Kreditni rizik za banku predstavlja verovatnoću da će pasti vrednost određenih sredstava, što se naročito odnosi na zajmove i da će možda postati bezvredni (što se dešavalo sa značajnim kvantumom zajmova u Sjedinjenim Američkim Državama tokom aktuelne finansijske krize). Kako je navedeno u samom radu, banke drže relativno nisku vrednost **vlasničkog kapitala** u odnosu na ukupnu vrednost njihove **aktive**. Iz toga se može zaključiti da i manji procenti od ukupnih zajmova koji ne budu vraćeni mogu ugroziti dalje poslovanje banke.

„**Kreditni rizik** je nerazdvojiv od bankarstva. Sav novac koji banka odobri u vidu kredita je rizičan, u smislu da ga dužnik neće vratiti ili da to neće biti učinjeno na vreme“⁸⁷

U sledećoj situaciji dolazi i do takozvanog **rizika kapitala**:

„Ukoliko banka prekomerno puta odobri loše zajmove ili ukoliko veliki portfolio hartija od vrednosti izgubi svoju tržišnu vrednost, prouzrokujući ozbiljne gubitke u kapitalu i ukoliko dođe do njihove prodaje, onda račun **akcionarskog kapitala**, koji je predviđen za gubitke može da bude preopterećen.“⁸⁸

Kako bi se upsešno upravljalo **kreditnim rizikom** potrebno je pridržavati se sledećih principa:

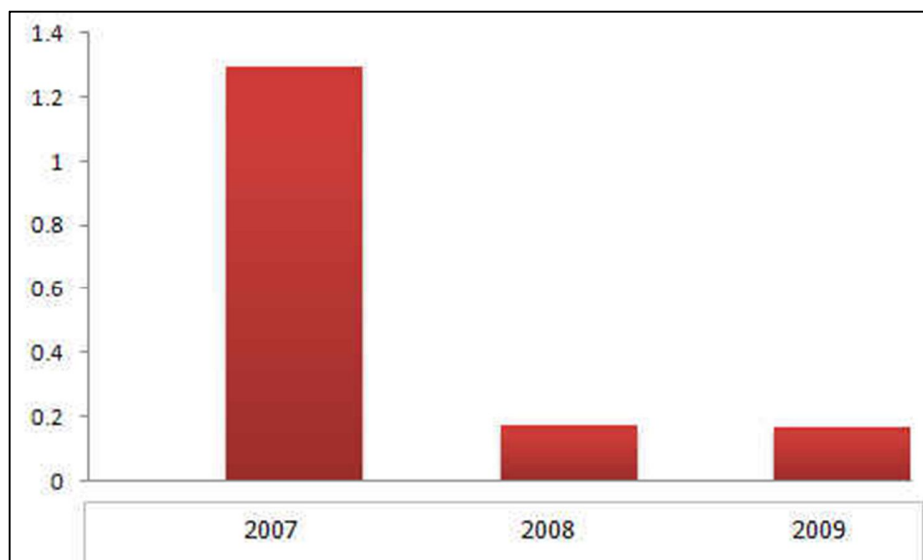
- 1) **Selekcije** – ovaj princip se odnosi na pažljiv izbor dužnika. Svakako i pored zadovoljenja ovog kriterijuma banka mora anticipirati i promene u samom ekonomskom okruženju, koje su bile značajan faktor za „*Bank of America*“ obzirom na širenje finansijske krize i njenu transformaciju u ekonomsku krizu, čime se proširio broj privrednih subjekata i domaćinstava koji nisu bili u stanju da izmire obaveze po osnovu bankarskog zajma.
- 2) **Limitacije** – u cilju smanjenja kreditnog rizika, potrebno je izvršiti, limitiranje za različite vrste kredita, kao i makimalni iznos kredita koji se može odobriti jednom dužniku.
- 3) **Diverzifikacije** – ovaj princip se nadovezuje na prethodni i insistira se da se krediti odobravaju u različite privredne sektore. U slučaju „*Bank of*

⁸⁶Termin se odnosi na nivo kreditnog rizika zajmoprimaoca.

⁸⁷Savić J., Vukosavljević D., Kvirgić G. i Miletić S., Bankarsko poslovanje, Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd, 2009 str. 179.

⁸⁸Rose S.P. i Hudgins C.S., Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data Status, 2005 str. 165.

America“ značajno je napraviti razliku između **defanzivnog privrednih grana** i **cikličnih privrednih grana**. Odobreni zajmovi u prvo pomenute „*ceteris paribus*“ imaju veći izgled da budu vraćeni obzirom da privredni subjekti čija delatnost ulazi u njihov opseg bivaju manje izloženi opštoj ekonomskoj krizi.



Grafikon 18; Odnos neto profita i troškova nenaplaćenih zajmova za pojedine godine⁸⁹

Racio koji se najčešće upotrebljavaju za izražavanje **kreditnog rizika** jeste odnos između **neto profita** i **troškova nenaplaćenih zajmova**. Za „*Bank of America*“ ovaj pokatelj je za posmatrane godine sledeći:

2007. godina $14.982 / 11.585 = 1,2932$

2008. godina $4.008 / 23.071 = 0,1737$

2009. godina: $6.276 / 37.200 = 0,1687$

Značajno smanjenje vrednosti ovog racija ukazuje na povećani **kreditni rizik** sa kojim se suočava „*Bank of America*“, u datom periodu, obzirom na povećanje kredita koji ne bivaju otplaćeni. Sa istim problemom susrećese i **konkurencija** na području Sjedinjenih Američkih Država, što jeste pokazatelj razmera ekonomske krize u koju je ušla privreda SAD-a.

⁸⁹Na osnovu podataka iz: “Bank of America” 2009 Annual Report, Bank of America, 2010, str.114.

III deo INVESTICIONA RACIO ANALIZA

3.1 TRŽIŠNO ORJENTISANI RACIJI

Tržišno orjentisani raciji⁹⁰ jesu finansijski raciji koji povezuju tržišnu cenu akcija sa bilansim kategorijama. Za investitore na berzi verovatno su najznačajniji **tržišni racio brojevi**, karakteristični za akcionarska društva, pošto u različite odnose stavljaju tržišne i knjigovodstvene cene akcija, kao i prihode koje one donose.

Raciji koji se najšire koriste prilikom analize vrednosti akcija, a takođe su u širokoj upotrebi na najpoznatijim internet sajtovima koji se bave finansijama⁹¹, jesu sledeći:⁹²

- 1 - Racio tržišne i knjigovostvene vrednosti (“**Price/Book Value**” - P/B)
- 2 - Racio tržišne vrednosti i gotovinskog toka (“**Price/Cash Flow Ratio**” - P/CF)
- 3 - Racio tržišne cene i zarade (“**Price/earnings ratio**” - P/E)
- 4 - Racio tržišne vrednosti i zarade modifikovan za očekivani rast (“**Price/Earnings To Growth Ratio**” - PEG)
- 5 - Dividendni prinos akcije (“**Stock's dividend yield**”)

3.2 RACIO TRŽIŠNE I KNJIGOVOSTVENE VREDNOSTI (“**Price/Book Value**” - P/B)

Odnos tržišne i knjigovostvene cene (“**Price to book value ratio**”) se koristi od strane investitora uz pomoć koga se poredi tržišna cena akcije sa knjigovostvenom. Ovaj racio predstavlja pokazatelj koliko kupci akcija plaćaju za **neto imovin** banke.

Knjigovostvena vrednost banke se dobija na osnovu bilansa stanja. Ona čini razliku između ukupne aktive bilansa stanja i obaveza iz pasive bilansa stanja. Takođe predstavlja vrednost preduzeća u slučaju likvidacije. Za “*Bank of America*” ona je iznosila **177.052 miliona** američkih dolara u 2008. godini⁹³, **231.444 milion** dolara u 2009.⁹⁴

P/B racio omogućava investitorima da sagledaju koliko plaćaju svaku akciju u odnosu na konzervativnu meru vrednosti preduzeća, tj. njenu **likvidacionu vrednost**. U slučaju da je tržišna vrednost nekog preduzeća ispod likvidacione vrednosti, otkupom akcija ovakvog preduzeća i uvođenjem u proces likvidacije ostvario bi se prihod. Obzirom na to ova cena je pokazatelj i za najkonzervativnije investitore, tj. sa većom averzijom prema riziku.

⁹⁰Tržišno orjentisani raciji mogu se naći i u stranoj literaturi i pod nazivom „investicioni raciji“.

⁹¹Internet sajtovi: Finansijski sekcija sajta Yahoo: www.finance.yahoo.com; Investiciona enciklopedija: www.investopedia.com; Finansijski sekcija sajta MSN: www.moneycentral.msn.com

⁹²Internet sajt: www.investopedia.com

⁹³“Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009, str. 179.

⁹⁴“Bank of America” 2009 Annual Report, Bank of America, 2010, str. 127.

Formula:

$$\text{Price/Book Value Ratio} = \frac{\text{Stock Price per Share}}{\text{Shareholders' Equity per Share}}$$

Zbog činjenice da se vrednost imovine izražava po **istorijskim cenama**, knjigovostvena vrednost ne predstavlja sasvim adekvatan pokazatelj. U zavisnosti od računovodstvenih propisa može biti dozvoljena revalorizacija fiksne imovine u skladu sa podešavanjem prema stopi inflacije. U zavisnosti od starosti i lokacije fiksni sredstava razlika između **tržišne i knjigovostvene vrednosti** može biti izuzetno velika.

Poseban deo na kome se može javiti značajnija razlika između tržišne i knjigovostvene vrednosti jeste **intelektualna imovina**. Knjigovostvena vrednost može značajno potceniti vrednost ove vrste imovine, što je posledica teškoće procene vrednosti intelektualne imovine, tkz. “**intangible assets**”.

Uprkos nedostacima **P/B** racio i dalje nalazi primenu od velikog broja investitora kao pokazatelj vrednosti preduzeća. Veći značaj i primenu ima za investitore orjentisane prema kapitalno intezivnom i finansijsko povezanom biznisu, kao što su banke i druge finansijske institucije.

Racio tržišne i knjigovostvene cene za “*Bank of America*” iznosi **0,64**⁹⁵. Za vrednosne investitore ovaj podatak bi uticao u prilog odluke da je akcija trenutno potcenjena od strane tržišta, pod uslovom da su fundamenti kompanije stabilni.

Ako je tržišna cena akcija niža u odnosu na knjigovostvenu vrednost, kao što je to slučaj za “*Bank of America*”, to može biti pokazatelj sledeće dve mogućnosti.

Po prvom scenariju akcija je pogrešno procenjena, odnosno potcenjena od strane investitora iz određenih razloga i kao takva predstavlja dobru investicionu mogućnost obzirom da se prodaje po umanjenoj ceni. Pretpostavka je da su fundamenti preduzeća i dalje pozitivni i da će tržišna cena akcije uskoro postignuti rast.

U drugom slučaju ako je procena od strane tržišta tačna, bar za određeni period u budućnosti dalji pad cena akcija ili u najboljem slučaju stagnacija se mogu očekivati

Razlozi koji idu u prilog korišćenja **P/B racija** jesu sledeći:

- Knjigovostvena vrednost se smatra adekvatnom za vrednosvanje kompanija sa preovlađujuće **likvidnom aktivom**, gde ne postoje značajnije razlike između tržišne i knjigovostvene vrednosti. Reč je o finansijskim kompanijama, osiguravajućim društvima i bankama. Stoga možemo zaključiti da je ovaj racio adekvatan za analizu “*Bank of America*”.
- Empirijski podaci ukazuju da akcije sa niskim **P/B** imaju tendenciju da nadmaše tržište (ostvare viši prinos od prosečnog tržišnog prinosa) na duži rok.

⁹⁵Vrednost P/B pokazatelja preuzeta sa sajta www.finance.yahoo.com. Datum pristupa 21.9.2010.

- Ovaj ratio je takođe stabilnija mera u odnosu na **EPS** (zaradu po akciji).

Sa druge strane postoje i određeni nedostaci **P/B racija**:

- Ostala “imovina”, koja nije uključena u bilans stanja, poput ljudskog kapitala biva zanemarena. Obzirom na temu ovoga rada, koja je vezana za kvantitativne aspekte fundamentalne analize na primeru “*Bank of America*”, ovaj aspekt možemo trenutno zanemariti jer ljudski kapital je teško vrednosno izraziti, što svakako ne umanjuje njegov uticaj na performanse banke i reflektovanje u vidu promene cene akcija.

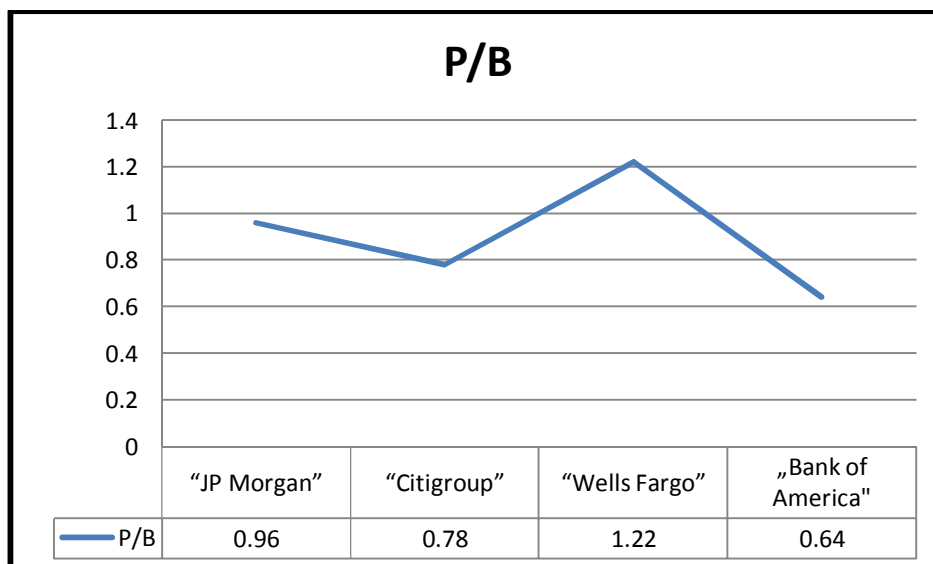
- Problem može izazvati inflacija zbog koje knjigovostvena vrednost može značajno odstupiti od tržišne vrednosti. Inflacija u SAD-u je proteklih godina bila na nivo od oko **2.5%** (2010*. godina 2.63%, 2009. 0.03%, 2008 4.28%, 2007 2.08%), ⁹⁶a obzirom na recesiju u koju je ušla privreda SAD-a ne mogu se očekivati više stope inflacije, bar na kratak rok.

- Problem tretiranja intelektualne imovine (“**intangible assets**”).

- Računovodstvene razlike otežavaju komparaciju među kompanijama (posebno na međunarodnom nivou).

3.2.1 Komparacija “P/B”racia unutar industrije

Vrednosti racia tržišne i knjigovostvene vrednosti za bankarske konkurente se mogu videti iz grafikona br.19.



Grafikon br. 19; Vrednost racia tržišne i knjigovostvene vrednosti za odabrane banke

⁹⁶ Podaci o visini inflacije u SAD-u preuzeti sa internet sajta: www.inflationdata.com; *podatak za stopu inflacije u 2010 odnosi se na period do jula 2010.

3.3 RACIO TRŽIŠNE VREDNOSTI I GOTOVINSKOG TOKA (“Price/Cash Flow Ratio” - P/CF)

“Price/Cash Flow Ratio” se koristi od strane investitora kako bi se utvrdila atraktivnost investicije u akcije. Ovaj pokazatelj stavlja u odnos **tržišnu cenu akcije** prema **iznosu novčanih tokova** koje kompanija (banka) generiše na bazi jedne akcije.

“Price/Cash Flow Ratio” ima sličnosti sa “price/earnings ratio”, ali može biti pouzdaniji pokazatelj prihvatljivosti ili nedostatka trenutne tržišne cene akcija.

Formula:

$$\text{Price/Cash Flow Ratio} = \frac{\text{Stock Price per Share}}{\text{Operating Cash Flow per Share}}$$

Investitor mora biti svestan da postoje mnogobrojni troškovi ne vezani za novčani tok u bilansu uspeha koji umanjuju prijavljen prihod. Ova činjenica je opredelila određen broj investitora da radije koriste P/CF u odnosu na P/E racio.

Uprkos svemu navedenom P/E i dalje ostaje najšire korišćen i prepoznativ racio u investicionim krugovima.

Za „Bank of America“ vrednost ovog racia iznosi P/CF=3,87.

Prosečan P/CF S&P 500 iznosi 13,⁹⁷ ali je značajna razlika u vrednostima P/CF pokazatelja među različitim delatnostima.

Razlozi za korišćenje P/CF racija su sledeći:

- Ova mera je manje podložna eventualnim manipualcijama od starne menadžmenta.
- Korišćenjem ovog racija prevazilazi se problem kvaliteta zarada između različitih kompanija.
- Ovaj racio je takođe stabilnija mera u odnosu na EPS (zaradu po akciji).
- Empirijski podaci ukazuju na povezanost P/CF racija i perfomansi akcija.

Nedostaci ovog racija ogledaju se u nedostatku u vidu ignorisanja promena u obrtnom kapitalu.

3.3.1 Komparacija “P/CF” racia unutar industrije

Glavni bankraski konkurenti imaju sledeće vrednosti racia: „Wells Fargo & Co“ 2,75 ; „JPMorgan Chase & Co“ 3,47; „Barclays plc“ (Velika Britanija) 2,01.⁹⁸

⁹⁷Moneycentral.msn.com ,datum pristupa 23.8.2010.

3.4 RACIO TRŽIŠNE CENE I ZARADE (“Price/Earnings ratio” - P/E)

Iako poseduje određene nedostake **P/E** i dalje predstavlja najšire korišćen ratio. Kod ovog racija se stavlja u odnos trenutna **cena akcije** prema **zaradi po akciji** (EPS).

Finansijski pokazatelj od izuzetne važnosti je **dobit po akciji** (“earnings per share” **EPS**). On se ustvari dobija iz odnosa neto dobiti i ukupnog broja emitovanih akcija. Ovaj pokazatelj je važan zbog izračunavanja **P/E** racija. Korišćenje **EPS** može biti suočeno i sa određenim problemima i ograničenjima. Jedan među najznačajnijim problemima je taj što izračunavanje **EPS** može biti pod uticajem računovodstvenih standarda. Drugi je taj što **EPS** ignoriše vremensku vrednost novca, pa treba izbegavati odlučivanje na bazi njegovih dugoročnih projekcija.

Problem je i taj što ne uzima u obzir ni poslovni, ni finansijski rizik. Takođe je bitno napomenuti da **EPS** može rasti sa povećanjem nivoa duga u kompaniji. To može stvoriti pogrešnu sliku u slučaju da je stopa prinosa preduzeća manja od troškova kapitala. U tom slučaju će **EPS** rasti, iako se vrednost preduzeća smanjuje.

Kompanija na kraju svakog kvartala objavljuje **EPS** na osnovu generalno prihvaćih računovodstvenih principa (ovaj izveštaj sa pravi na zahtev Komisije za hartije od vrednosti). Takođe, postoji pro forma **EPS** koji prilikom izračunavanja izuzima neke prihode i rashodne stavke koje su jednokratnog karaktera pa on pokazuje ustvari dugoročni trend ostvarenja zarada.

Postoji i **gotovinski EPS** koji koristi operativni gotovinski tok za izračunavanje **EPS-a**. Takođe, postoji i **EPS** koji se za poznatije kompanije citira veoma često u agencijskim i specijalizovanim poslovnim vestima. Investitori moraju biti oprezni prilikom primanja informacija o zaradama kompanije jer u zavisnosti na koji način su one interpretirane (odnosno izračunate) zavisice i odluka da li će se odlučiti za kupovinu neke akciju ili ne.

P/E značajno varira među kompanijama i industrijskim sektorima.

Formula:

$$\text{Price/Earnings Ratio} = \frac{\text{Stock Price per Share}}{\text{Earnings per Share (EPS)}}$$

Formula za **P/E** je standardna, ali način izračunavanja **EPS** se može razlikovati.

Za “**Trailing P/E**”, “**Basic earnings per share**” (bazičnado bit po akciji) se zasniva na neto prihodu za period od proteklih 12 meseci. Ovaj period se naziva “**trailing twelve months**” (TTM).

⁹⁸Vrednosti P/CF racia preuzeti sa sajta www.dailyfinance.com dana 23.8.2010.

Za **“Leading P/E”**, **“Basic earnings per share”** (Procenjeni bazični dobit po akciji) zasnovan na predstojećem periodu od 12 meseci. **EPS**, izračunat na ovaj način, ne predstavlja stoprocentno precizan broj već je reč o proceni generisanoj od strane investicionih analitičara.

Obzirom da su analitičari okrenuti budućem periodu, **“Leading P/E”** jeste adekvatniji pokazatelj. Sa druge strane, zbog toga što zarade mogu biti teško predvidive, koristi se i **“Trailing P/E”**.

“The Value Line Investment Survey's combination approach” – je racio koji se zasniva na periodu od 6 meseci koji prethodi i 6 predstojećih meseci

“Cash Earnings Per Share” – koristi operativni **“cash flow”** umesto neto prihoda kako bi izračunao **EPS**.

Akcija sa većim **P/E** raciom sugerise da investitori očekuju veći rast prihoda u budućnosti u odnosu na celokupno tržište, stoga što su investitori plaćaju više da današnje prihode zbog anticipacije da će budući prihodi porasti. Stoga akcije sa višim **P/E** se smatraju **„rastuće akcije“** (**“growth stocks”**). Sa druge strane sa nižim **P/E** sugerisu da investitori imaju umerenija očekivanja, u pogledu rasta prihoda u budućem periodu u odnosu na tržišnu stopu rasta u celini.

Investitori koji se rukovode rasću (**“growth investors”**) smatraju visok **P/E** kao karakteristiku za atraktivnu kupovinu, a akcije sa niskim **P/E** predstavljale loš izbor za investiranje. Suprotno prethodno pomenutim investitorima, investitori koji se rukovode vrednošću (**“value investors”**) akcije sa visokim **P/E** smatraju precenjenim i ne bi se odlučili za kupovinu istih, dok akcije sa niskim **P/E** predstavljaju potcenjen akcije i kao takve su atraktivne za kupovinu, obzirom da se očekuje rast njihove vrednosti u budućem periodu.

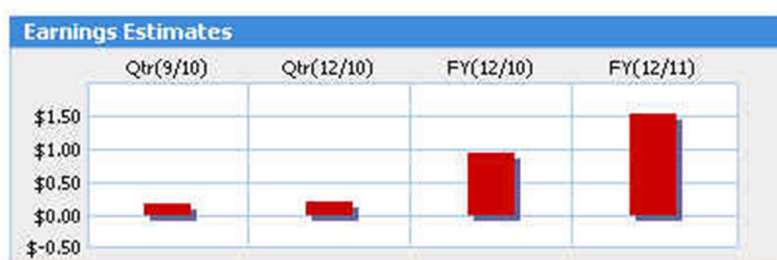


Tabela 5; Očekivana zarada za kompaniju “Bank of America”, za 3. i 4. kvartal 2010, kompletnu 2010. i 2011. godinu⁹⁹

Za **„Bank of America“** vrednost ovog racia iznosi: **P/E = 8,3**, dok industrijski prosek iznosi **14.05**.¹⁰⁰¹⁰¹ Taj pokazatelj nam govori da investitori u akcije **„Bank of**

⁹⁹Tabela preuzeta sa finansijske sekcije sajta „MSN“:

<http://moneycentral.msn.com/investor/invsb/analyst/earnest.asp?Symbol=BAC>

¹⁰⁰Vrednosti **P/E** pokazatelja preuzeti sa sajta www.finance.yahoo.com. Datum pristupa 21.8.2010.

America“plaćaju manje jedinicu zarade u odnosu na prosek akcija njihovih konkurenata iz iste delatnosti.

Razlozi za korišćenje **P/E**racija od strane investitora i finansijskih analitičara leži u sledećem:

- Najzastupljeniji je ratio i najšire korišćen od strane investitora
- Većina analitičara ga smatra esencijalnim za utvrđivanje vrednosti akcija
- Empirijski rezultati ukazuju da akcije sa nižim **P/E** raciom ostvaruju viši prinos od prosečnog tržišnog prinosa, na dug rok.

Nedostaci korišćenja **P/E** racia ogledaju se u sledećem:

- U slučaju kada je **EPS (zarada po akciji)** negativan, izračunavanje **P/E**nije moguće (odnosno dobijena vrednost nema nikakvo značenje).
- Problem sa upoređivanjem **EPS**-a različitih kompanija, izazvan računovodstvenim razlikama.

Iako široko korišćen **P/E** ratio ne predstavlja adekvatan pokazatelj ako se samostalno koristi za donošenje investicionih odluka. Obzirom da je činilac **EPS**, neophodan za dobijanje **P/E**, zasnovan na različitim računovodstvenim standardima vezanim za određivanje prihoda koji su prihvatljivi za procenjivanje, interpretaciju i menadžerske manipulaciju.

Bez obzira na sve ograničavajuće faktore, najširi investicioni krugovi nalaze veliki značaj u primeni **P/E** racija. Na većini svetskih berzi pruža se svakodnevni uvid **P/E**, zasnovan na 12 zadnjih mesecnih prihoda podeljenih trenutnom tržišnom cenom.

3.4.1 Komparacija “P/E”racia unutar industrije

Vrednosti racia tržišne cene i zarade za bankarske konkurente su sledeće:

“**JP Morgan**”:

$$\text{EPS} = 3.39 \text{ P} = 39.31$$

$$\text{P/E} = 39.31 / 3.39 = \mathbf{11.59}$$

“**Citigroup**”:

$$\text{EPS} = -0.17 \text{ P} = 4.19$$

¹⁰¹Napomena: korišćeni **P/E** ratio za „Bank of America“ se odnosi na budući period, odnosno „forward **P/E**“.

Kao što smo ranije naveli izračunavanje P/E u slučaju kada je zarada po akciji (EPS) negativan ne bi dalo rezultat koji bi imao značenje. U skladu sa tim nećemo iskazivati vrednost P/E racia za kompaniju „Citigroup“.

“Wells Fargo”:

$$\text{EPS} = 1.66 \quad \text{P} = 25.95$$

$$\text{P/E} = 25.95 / 1.66 = 15.63$$

3.5 RACIO TRŽIŠNE VREDNOSTI I ZARADE MODIFIKOVAN ZA OČEKIVANI RAST (“Price/Earnings To Growth Ratio” - PEG)

“P/E to growth ratio” je usko povezan sa P/E raciom. Zapravo “P/E to growth ratio” se sastoji od P/E racija i faktora vezanih za očekivane prihode u određivanju trenutne tržišne vrednosti. Poređenjem P/E racija sa projektovanim ili očekivanim **EPS rastom**, investitorima se pruža uvid u stepen precenjenosti ili potcenjenosti trenutne tržišne vrednosti.

Opšte je prihvaćeno da “PEG” racio čija je vrednost **1** znači da tržište zasniva cenu, izraženu kroz P/E, u skladu sa trenutno očekivanim rastom prihoda po akciji.

Formula:

$$\text{PEG Ratio} = \frac{\text{Price/Earnings (P/E) Ratio}}{\text{Earnings Per Share (EPS) Growth}}$$

P/E predstavlja jednostavan i široko prihvaćen model ocenjivanja vrednosti akcija, uz pretpostavku da su investitori voljni da kupe po visokoj ceni zato što procenjuju da akcija ima značajan potencijal za rast.

PEG racio pomaže investitorima da utvrde stepen pouzdanosti očekivanog rasta. Za „Bank of America“ vrednost ovog racia iznosi: **PEG = 1,96**, industrijski prosek datog racia je **1,91**.¹⁰²¹⁰³

Iako je PEG racio sveobuhvatniji u odnosu na P/E racio i dalje se daleko manje upotrebljava. Razlog za to mogu biti elementi neophodni za njegovo izračunavanje. Pogrešna interpretacija predviđanja od strane kompanije i analitičara su moguća, a i ispitivanje **sentimentalnosti investitora** takođe može dovesti do neadekvatne procene, obzirom da su njihova očekivanja, po pravilu, ili suviše optimistična u uzlaznoj fazi berze ili preterano pesimistična u njenoj silaznoj fazi.

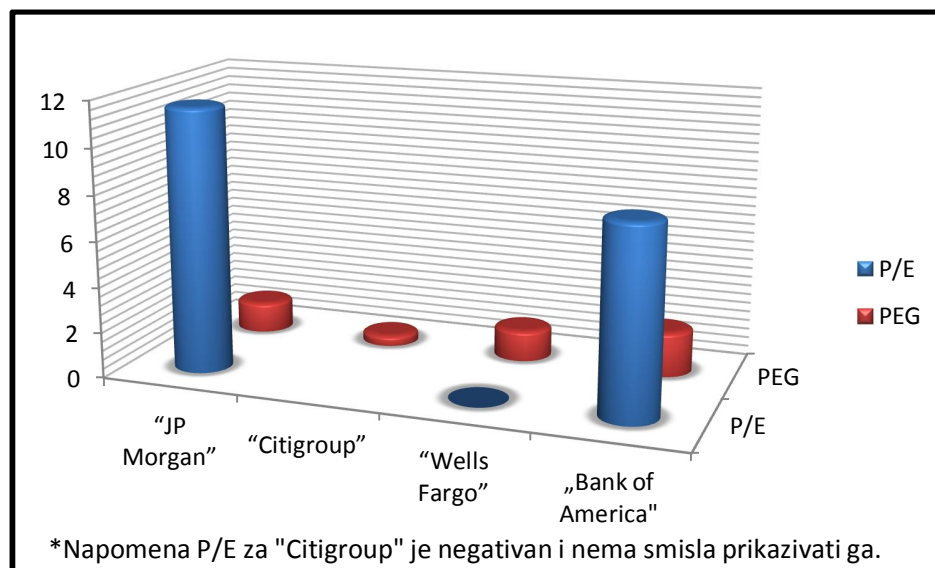
¹⁰²Vrednosti PEG pokazatelja preuzeti sa sajta www.finance.yahoo.com. Datum pristupa 21.8.2010.

¹⁰³Napomena: korišćeni PEG racio za „Bank of America“ se odnosi na period od predstojećih 5 godina, odnosno „5 years expected PEG“.

3.2.1 Komparacija “PEG” racia unutar industrije

Vrednosti racia “P/E to growth ratio” za bankarske konkurente su sledeće:

“JP Morgan”: PEG = 1.36; “Citigroup”: PEG = 0.46 “Wells Fargo”: PEG = 1.36



Grafikon br. 20; Vrednosti “P/E” i “PEG” racia za odabrane banke¹⁰⁴

Obzirom na način izračunavanja “PEG” racia niža relativna vrednost racia u odnosu na “P/E” racio, ukazuje na više očekivane stope rasta zarada u narednom periodu.

3.6 DIVIDENDNI PRINOS AKCIJE (“Stock's dividend yield”)

“Dividend yield predstavlja odnos između tekuće godišnje dividende po akciji i trenutne tržišne cene akcije.”¹⁰⁵

“Stock's dividend yield” se izračunava tako što se ukupne isplaćene dividende u toku protekle godine podele sa trenutnom cenom akcije. Preduslov za korišćenje ove strategije jeste da kompanija vrši isplatu dividendi.

Ovaj racio se najčešće koristi od strane investitora orijentisanih na **prihode**, dok za investitore koji su usmereni na rast, dividenda je sekundarnog značaja u odnosu na ostvarivanje kapitalnih dobitaka.

Formula:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Annual Dividend per Share}}{\text{Stock Price per Share}}$$

¹⁰⁴Grafikon kreiran na osnovu podataka sa finansijske sekcije sajta „Yahoo“; finance.yahoo.com

¹⁰⁵ Jeremić Z., Praktikum za finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008, str. 213.

Za „*Bank of America*“ vrednost ovog racia iznosi: **Dividend Yield = 0,04 (0,31%)**¹⁰⁶

“**Dividendna stopa** omogućava merenje nivoa spekulativnih transakcija na tržištu. Tako je na **američkom tržištu**u period najvrtoglavijeg rasta akcija, ovaj pokazatelj iznosio **3%**, a tokom tzv. “**bear market-a**”, odnosno pada tržišta i cena akcija, odnos dividendi i cene iznosio je **7-10%**.”¹⁰⁷

Obzirom da je dividenda novčani prinos koji ostvaruju akcionari, na osnovu trenutnog godišnjeg dividendnog prinosa od **0,31%** akcije “*Bank of America*” ne predstavljaju adekvatnu investiciju za potencijalne investitore, ukoliko se ne očekuje rast dividendi u budućem periodu. Upravo, na bazi očekivanih budućih dividendi odvija se i valorizacija akcija, što i jeste tema sledećeg poglavlja rada.

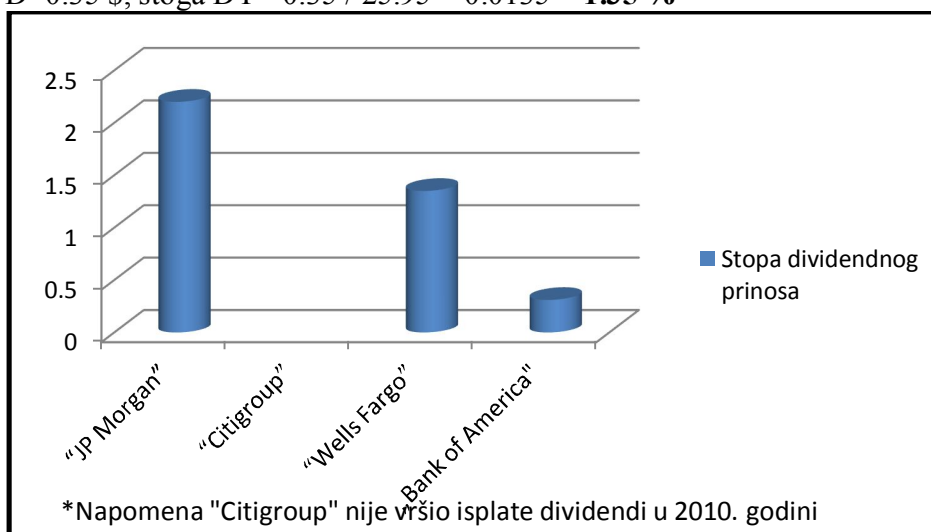
3.6.1 Komparacija “DY” racia unutar industrije

Vrednosti racia **dividnde stope prinosa** za bankarske konkurente su sledeće:¹⁰⁸

“**JP Morgan**”: Trenutna tržišna cena akcije iznosi $P = 39.91 \$$, dok dividenda iznosi $D = 0.88 \$$, stoga $DY = 0.88 / 39.91 = 0.022 = 2.2 \%$

“**Citigroup**”: Kompanija ne isplaćuje dividendu tako da izračunavanje dividendnog prinosa nije moguće

“**Wells Fargo**”: Trenutna tržišna cena akcije iznosi $P = 25.95 \$$, dok dividenda iznosi $D = 0.35 \$$, stoga $DY = 0.35 / 25.95 = 0.0135 = 1.35 \%$



Grafikon br. 21; Stopa isplaćenih dividendi za odabrane banke

Pitanje isplaćenih dividendi u proteklom periodu, u bankarskom sektoru SAD-a, razmatra se u 4 delu rada, u poglavlju 4.4 Aplikacija DDM za bankarske konkurente “Bank of America”.

¹⁰⁶Vrednosti „Dividend Yield“ pokazatelja preuzeti sa sajta www.finance.yahoo.com. Datum pristupa 21.8.2010.

¹⁰⁷ Jeremić Z., Praktikum za finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008, str. 213.

¹⁰⁸Vrednosti dividendi preuzete sa sjata www.indexarb.com ; Dana 10.10.2010.

IV deo ODREĐIVANJE UNUTRAŠNJE VREDNOSTI AKCIJE

4.1 UNUTRAŠNJA VREDNOST AKCIJE (“Intrinsic value”)

“U praksi, finansijski analitičari koriste modele za procenu **fundamentalne** vrednosti akcija određene korporacije, služeći se pri tom dostupnim tržišnim podacima i finansijskim izveštajima date firme i njenih konkurenata”.¹⁰⁹

Fundamentalna analiza pored tržišno orjentisanih racija (investicionih racija), koji se nalaze u **3. delu** ovoga rada, koristi i “**discounted cash flow**” (**diskontovani gotovinski tok**).¹¹⁰

U skladu sa postavljenom hipotezom u uvodu rada, da finansijska tržišta nisu apsolutno efikasna, zadatak diskontnog modela jeste da odredi **stvarnu vrednost** akcija koja bi se zatim uporedila sa tržišnom cenom akcije i na taj način otkrila eventualna potcenjenost ili precenjenost iste od strane tržišta. U slučaju da je stvarna vrednost veća od tržišne vrednosti akcija je potcenjena i ona postaje atraktivna za kupovinu. U cilju maksimizacije dobiti investitori traže akcije sa značajno potcenjenom cenom.

Stvarna (unutrašnja) vrednost akcije se u anglosaksonskoj literature naziva “**intristic value**”, mada se i u domaćoj literature može naći pod nazivom “**intristična vrednost**”¹¹¹, a ponekad u prevodu sa engleskog jezika i pod nazivom “**intrizična vrednost**”.¹¹²

Ona predstavlja sadašnju vrednost (**P_v**) svih novčanih iznosa koji će biti isplaćeni vlasniku akcije, uključujući i dividende i prihode od prodaje akcija, diskontovanih po **odgovarajućoj kamatnoj stopi korigovanoj za rizik**. Odnosno ona predstavlja pravičnu cenu akcije na bazi relevantnih pokazatelja.

“Jedna od pretpostavki **fundamentalne analize** je da cene akcija na berzi ne predstavljaju u potpunosti “pravu” vrednost akcije. U slučaju da tržišna cena uvek predstavlja “pravu” vrednost akcije fundamentalna analiza bi bila nepotrebna. Ova “prava” vrednost akcije se naziva intristična vrednost (“**intristic value**”), tj. reč je o sadašnjoj vrednosti njenih budućih prihoda.”¹¹³

Fundamentalna analiza takođe pretpostavlja da će tržište u dugom roku izvršiti korekciju cene u odnosu na fundamente. Ukoliko tržište ne bi izvršilo usklađivanje cene sa intrističnom vrednošću, kupovina hartije na osnovu iste ne bi donela očekivani prihod

¹⁰⁹ Bodie Z., Kane A., Marcus A., Osnovi investicija, Data Status Beograd, 2009 str. 388.

¹¹⁰ Vessey J., Pamilih A. i Stewart D., The Candidate's Guide to (CFA) Chartered Financial Analyst 2006 Level 1 Learning Outcome Statement, TotalRecall Publication, 2006 str. 463.

¹¹¹ Šoškić i Živković, Finansijska tržišta i institucije, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007, str. 358.

¹¹² Bodie Z., Kane A., Marcus A., Osnovi investicija, Data Status Beograd, 2009, str. 390.

¹¹³ Šoškić i Živković, Finansijska tržišta i institucije, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007, 356-360

njenom vlasniku na osnovu kapitalnog dobitka. Vremenski period usaglašavanja intristične i tržišne vrednosti je teško predvidljiv.

Zapravo, koncept **fundamentalne analize** se temelji na utvrđivanju “prave” vrednosti akcija i kupovini potcenjenih akcija. Nakon što tržišne cene izvrše korekciju anticipiranjem fundamenata, investitor ostvaruje prihod obzirom da je već investirao u potcunjene akcije.

Dva najbitnija aspekta **fundamentalne analize** jesu pravilna procena intristične vrednosti i vreme koje je potrebno da tržišna vrednost iskaže intrističnu vrednost.

U slučaju da tržišna cena akcije odgovara stvarnoj ceni akcije, **stopa očekivanog prinosa** će biti jednaka **zahtevanoj stopi prinosa**.

Stopa očekivanog prinosa dobija se kada se **prinos od akcije** (dividende i kapitalni dobitak ili gubitak) podeli **tržišnoj ceni akcije**.

Zahtevana stopa prinosa na akciju dobija se korišćenjem **CAPM**¹¹⁴. Zapravo, ovu stopu prinosa će zahtevati potencijalni investitori na bilo koju drugu investiciju sa istom stopom prinosa shodno odlučivanju na bazi oportunitetnog troška.

Knjigovostvena vrednost jeste vrednost kompanije prikazane u bilansu stanja. Zbog već pomenutih nedostataka knjigovostvene vrednosti u **3. delu rada**, prilikom razmatranja **P/B** racija ona često ne mora predstavljati adekvatan pokazatelj **stvarne vrednosti** kompanije. Iako dolazi do odstupanja ovih vrednosti pojedini finansijski analitičari vrše poređenja u istoj grani industrije, na bazi kojih donose zaključke (ili dolaze do informacija koje su korisne za donošenje istih) o eventualnoj pogrešnoj procenjenosti akcije od strane tržišta.

4.1.1 “Discounted cash flow”

“**Dividende** su jedan od najvažnijih faktora koji utiču na promenu cene akcija, odnosno **fundamentalnih faktora**. Profit koji kompanija ostvaruje od ključne je važnosti kako za izračunavanje unutrašnje (**stvarne**) vrednosti akcija, tako i za posmatranje kretanja cena akcija. Profit ukazuje na uspešnost poslovanja kompanije, što utiče na tražnju za akcijama te kompanije, podižući im tako cenu.”¹¹⁵

“**Dividende** su jedini “opipljivi” i očigledan vid učešća akcionara u profitu kompanije.”¹¹⁶

¹¹⁴ “Capital assets price model” jeste model za utvrđivanje zahtevane stope prinosa za određenu akciju.

¹¹⁵ Jeremić Z., Praktikum za finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008 str. 213.

¹¹⁶ Jeremić Z., Praktikum za finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008 str. 213.

“**Discounted cash flow**” (**DCF**) predstavlja diskontovani novčani tok za različite forme investitora. Tako da se on može odnositi na: dividende, zarade, kamate, kapitalne dobitke itd.

Kod investicija u **instrumente sa fiksnim prinosom** (“**fixed income**”), kao što su obveznice, lakše je izračunati stvarnu vrednost obzirom da su prihodi u budućnosti izvesne veličine, što ne važi u slučaju akcija.

4.2 **DIVIDENDI DISKONTNI MODEL (“Dividend discounted model” – DDM)**

“**Dividend discounted model**” (**DDM**) jeste adekvatan **DCF** koji se koristi za određivanje vrednosti akcija. To se temelji na osnovu toga što se prinos za vlasnike akcija predstavljaju dividende i kapitalni dobitak ili gubitak. Ili drugačije iskazano:

Suma svih dividendi koje će biti isplaćene + (kupovna cena – prodajna cena akcije)

Obzirom da prodajna cena akcije opet zavisi od svih dividendi koje će u datom momentu pa na dalje (sa pretpostavkom da će kompanija poslovati beskonačno dugo) biti isplaćene, možemo zaključiti da **vrednost akcije** zavisi od svih dividendi koje će ikada biti isplaćene. Ili drugačije iskazano:

Suma svih dividendi koje će biti isplaćene

Obzirom da će dividend biti isplaćene u različitom vremenskom periodu, potrebno je izvršiti i određeni **diskont** na osnovu **vremenske vrednosti novca**.

Diskontovana suma, po stopi diskonta koja predstavlja vremensku kompezaciju, svih dividendi koje će biti isplaćene

A obzirom da postoji i rizik potrebno je **diskontu stopu prilagoditi i nivou rizika**.

“Diskontni faktor koji se koristi u ovoj familiji modela ne samo da odražava vremensku razliku vrednosti novca, već i rizik konkretne akcije”¹¹⁷

Ili drugačije iskazano:

Stvarana vrednost akcije = Diskontovana suma, po stopi diskonta koja predstavlja vremensku kompezaciju i u koju je uključena i premija za rizik, svih dividendi koje će biti isplaćene

Stvarna vrednost akcije je zapravo vrednost niza budućih novčanih tokova, diskontovanih stopom prinosa u koju je uključen i rizik. Na ovu cenu utiču mnogobrojni relevantni faktori, kao što su kompetecija top menadžmenta, potezi konkurencije, budućí

¹¹⁷Šoškić D. i Živković B., Finansijska tržišta i institucije, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007 str. 358.

izgledi. Kada je finansijsko tržište visoko efikasno i ne postoji **asimetričnost informacija** ova cena bi trebala da bude približna tržišnoj ceni akcije.

Vrednost neke akcije za akcionara predstavlja sadašnju vrednost niza isplata dividendi i krajnja cena po kojoj se akcija bude prodala. Sposobnost kompanije da isplati **dividende**, kao i vrednost akcija zavise od sposobnosti kompanije da ostvari **profit**. Dok **profitabilnost** zavisi od mnogobrojnih endogenih i egzogenih varijabli, kao što su ljudski i tehnoloski resursi, konkurencija, stanja u industriji, kao i od celokupnih privrednih kretanja. Poslednji pomenuti faktor utiče na vrednost svih akcija u jednoj privredi, a u slučaju krize globalnog karaktera i na vrednost akcija u celome svetu. U slučaju negativnih privrednih kretanja, tj. negativnih stopa privrednog rasta, zbog toga što vrednost svih akcija opada investitori diverzifikacijom nisu u mogućnosti da izbegnu negativan trend.

“**Diskontni model** generiše vrednost akcije iz njenih vrednosti budućih prinosa (dividende i kapitalne dobiti). Bazični metodološki i matematički koncept je koncept sadašnje vrednosti ulaganja. Ključne varijable su: **budući prinos**, **dinamika promene prinosa** i **rizik**.”¹¹⁸

U zavisnosti od očekivanja vezanih za buduće dividende investitor, odnosno finansijski analitičar će upotrebiti **adekvatan model** za procenu stvarne vrednosti akcija.

Potrebno je napomenuti da bez obzira na svoju matematičku ispravnost modela, koji su navedeni u nastavku ovoga rada, za primenu datih formula potrebne su varijable koje je u realnom okruženju veoma teško determinisati. Zapravo, reč je o **očekivanim zaradama**, tj. dividendama u budućnosti. Stoga, obzirom na prirodu varijabli dobijeni rezultati iz navedenih formula mogu poslužiti kao orijentacioni, tj. navedena vrednost kao reper za određivanje vrednosti akcije. Uspešnost investitora da proceni vrednost akcije će biti uslovljena njegovom inicijalnom procenom o budućim kretanjima **dividendi**, kao što su i za kvalitet svake odluke limitirajući faktor kvalitet informacija na bazi kojih je ona donešena.

Za procenu tržišne vrednosti akcija koriste se sledeći modeli: model **promenljive dividende**, model **stalnog rasta dividende po konstantnoj stopi**, model **višefaznog rasta dividende** i model **nepromenljive dividende**.¹¹⁹

Na potpuno ne oslanjanje na apsolutnu tačnost **stvarne vrednosti** dobijene putem ovih modela ukazuju i mnogobrojni autori:

“Tako se **dividend stopa** posmatra kao sredstvo za **određivanje vrednosti**, znatno je korisnija kao sredstvo za **razumevanje cene** akcija.”¹²⁰

¹¹⁸Šoškić D. i Živković B., Finansijska tržišta i institucije, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007 str. 357.

¹¹⁹Kulić, Finansijska tržišta, Megatrend, Beograd, 2007, 263. str.

¹²⁰Jeremić Z., Praktikum za finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008 str. 220.

“Pošto su **dividende** novčana primanja koja akcionari očekuju da naplaćuju vremenski neograničeno, **vrlo je teško, pa i nemoguće**, tačno proceniti dividende u dalekoj neizvesnoj budućnosti.”¹²¹

4.2.1 Model promenljive dividende

V – stvarna vrednost akcije

Dt – godišnja dividendna novčana primanja koja se očekuju u budućnosti

k – diskontna stopa

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{\left(1 + \frac{k}{100}\right)^t}$$

4.2.2 Model stalnog rasta dividende po konstantnoj stopi

Kada se može očekivati rast dividendi po konstantnoj stopi iz godine u godinu, sadašnja vrednost akcije se dobija na osnovu sledeće formule:

D1 – prva dividenda koja će biti isplaćena

g – konstantna godišnja stopa rasta dividend

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D1 \left(\frac{g}{100}\right)^{t-1}}{\left(1 + \frac{k}{100}\right)^t}$$

4.2.3 Model višefaznog rasta dividende

U slučaju, da se očekuje višefazni rast dividendi, tj. rast dividendi u svakoj fazi po nekoj konstantnoj stopi rasta primenjuje se ovaj model.

Matematički model je u ovom slučaju uslovljen samom **dinamikom rasta** dividendi, tako da nije moguće predstaviti univerzalni model.

4.2.4 Model nepromenljive dividende

Model nepromenljive dividende nalazi primenu u slučaju da se očekuje nepromenjena dividenda svake godine tokom perioda držanja akcija.

$$V_0 = \frac{D}{k/100}$$

¹²¹Kulić, Finansijska tržišta, Megatrend, Beograd, 2007, 266. str.

Ovaj model se upotrebljava za valorizaciju **priroitetnih akcija** obzirom da one po pravilu nose fiksnu dividendu.¹²²

4.3 APLIKACIJA DDM NA PRIMERU “*Bank of America*”

Da bi smo dobili pouzdanu procenu stvarne vrednosti “*Bank of America*” moramo da procenimo: **dividende u bliskoj budućnosti, konačnu stopu rasta dividendi, kao i njihovu dinamiku i adekvatnu diskontnu stopu.**

Problem koji je napomenut u teorijskom delu koji neposredno prethodi, dolazi do izražaja prilikom pokušaja da se praktično primeni matematički model diskontovanja dividendi. Uviđamo da pogrešna procena bilo koje od navedenih varijabli može dovesti do pogrešne valorizacije akcija “*Bank of America*”.

S toga na bazi određenih pretpostavki ćemo primeniti odgovarajući model uz svakako prisutnu **simplifikaciju** realnog okruženja.

“Za kompanije koje se nalaze u zreloj fazi životnog ciklusa model beskonačnog rasta je vrlo često logičan.”¹²³

Na osnovu prethodne konstatacije možemo primeniti model beskonačnog rasta po konstantnoj stopi kao najprihvatljiviji od ponuđenih modela, obzirom da “*Bank of America*” predstavlja stereotip kompanije u zreloj fazi životnog ciklusa.

Kao što smo već napomenuli, stvarana vrednost akcije jednaka je diskontovanoj sumi, po stopi diskonta koja predstavlja vremensku kompezaciju i u koju je uključena i premija za rizik, svih dividendi koje će biti isplaćene.

Da bi smo dobili adekvatnu **stopu diskonta** potrebno je da utvrdimo **zahtevanu stopu prinosa** na akcije “*Bank of America*”.

Zahtevana stopa prinosa jednaka je zahtevanom **prinosu tržišta za nerizične investicije** na koju se dodaje **premija na rizik**.

Premiju na rizik čini:

- **Očekivani tržišni prinos** (u slučaju “*Bank of America*” koristićemo godišnji prinos S&P 500 indexa) od koje se uzima nerizična kamatna stopa (adekvatan pokazatelj je prinos na “risk-free” instrumente, tj. državne zapise ili kamatna stopa koju banka daje na štedne kratoročne uloge).

¹²²Usled ubrzanog razvoja finasijskog tržišta kreirani su i različiti hibridni finasijski instrumenti poput prioritenih akcija koje ne nose uvek fiksnu dividendu.

¹²³Van Horne J.C. i Wachowicz J.M., Osnovi finasijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007 str.79.

- **Beta koeficijent**, koji predstavlja pokazatelj sistemskog rizika. Ona meri osetljivost prinosa akcija na promene u prinosima tržišnog portfolia.

Za primer „*Bank of America*“ vrednosti ulaznih varijabli su sledeće:

“**Risk free**” prinos je **4%**, **prinos na tržišni portfolio** (S&P 500 kao njegovog najboljeg pokazatelja) je **11.5%**,¹²⁴ a **beta** iznosi **2.45**¹²⁵

Shodno tome, **diskontovana stopa prilagođena za nivo rizika**, odnosno zahtevana stopa prinosa za akcije „*Bank of America*“ iznosi

$$R_f + (R_m - R_f) \beta = 4 + (11.5 - 4) 2.45 = 4 + 18.375 = 22.375$$

Stopa rasta koja se očekuje za narednih 5 godina za „*Bank of America*“ iznosi **7%**.¹²⁶

Na osnovu podataka iz tabele o izdvojenim finansijskim pokazateljima u prvom delu ovoga rada, isplaćena godišnja dividenda je za period koji je prethodio finansijskoj krizi iznosila je **2.24\$**. Uz očekivanja izlaska privrede iz recesije SAD u periodu od nastojećih par godina razumno bi bilo upotrebiti ovu dividendu za izračunavanje stvarne vrednosti akcije.

Računanjem stvarne vrednosti na osnovu pokazatelja dobijamo vrednost akcije od¹²⁷

$$2.24 \$ / (0.22375 - 0.07) = 2.24\$ / 0.15375 = 14.56 \$$$

Trenutna cena akcije „*Bank of America*“ iznosi **14.02\$**¹²⁸

Poređenjem trenutne tržišne cene (**P=14.02\$**) i stvarne cene, izračunate na osnovu diskontnog dividendnog modela sa konstantnom stopom rasta (**g**), koja iznosi (**V=14.56\$**), možemo zaključiti da su akcije „*Bank of America*“ **blago potcenjene**.

Još jednom je bitno podsetiti na **simplifikaciju** modela u odnosuna realno okruženje, prvenstveno u domenu kvaliteta procena budućih vrednosti varijabli modela. Bitan deo modela predstavlja anticipiranje kvalitativnih aspekata fundamentalne analize koji su sažeti u procene kretanja dividendi za sledećih 5 godina od strane analitičara, kao i vrednosti **beta koeficijenta** (**β**)¹²⁹ kao mere sistemskog rizika.

¹²⁴Podatak o prinosu S&P 500 pruzet sa sajta www.indexarb.com dana 6.8.2010.

¹²⁵Vrednost bete preuzeta sa sajta www.finance.yahoo.com dana 6.8.2010.

¹²⁶Procena o očekivanju rastadividende za „*Bank of America*“ preuzeta sa www.finance.yahoo.com dana 6.8.2010.

¹²⁷Na osnovu formule za konstantnu stopu rasta dividende: $\frac{D_1}{r-g}$

¹²⁸Podatak o trenutnoj tržišnoj ceni akcije preuzet sa sajta www.finance.yahoo.com datum pristupa 6.8.2010.

¹²⁹ Finansijski sekcija sajta “Yahoo”; www.finance.yahoo.com

4.4 APLIKACIJA DDM ZA BANKARSKE KONKURENTE „*Bank of America*“

4.4.1 „Citigroup“

Određivanje stvarne vrednosti akcije „**Citigroup**“ nije moguće obzirom da kompanija ne isplaćuje dividendu. Zahtevana stopa prinosa za kompaniju je sledeća:

$$R_f + (R_m - R_f) \beta = 4 + (11.5 - 4) 2.65 = 4 + 19.875 = 23.875$$

Bitno je napomenuti sledeće:

Činjenica da se isplaćene dividende u finansijskom sektoru smanjuju od 2008. godine. U 2008. godini učešće finansijskog sektora u isplaćenim dividendama akcija u okviru „**S&P 500**“ iznosilo je 20.48%. U 2009. godini učešće finansijskog sektora, po istom osnovu, iznosilo je 9.04%, dok je u avgustu 2010. iznosilo 8.8%. Bez obzira na konstantno smanjenje dividendi u datom periodu, očekivanja za predstojeći period su da sa izlaskom privrede iz recesije dividende dostignu pređašnji nivo.¹³⁰

Obzirom da je dividenda u prethodnoj 2009. godini bila zanemarljiva od $D=0.01$ \$, iskoristićemo vrednost dividende isplaćene na osnovu redovne akcije iz 2008. godine kada su dividende iznosile $D=1.12$ \$. U predviđenu stopu rasta $g=10$, DDM je sledeći:

$$1.12 \$ / (0.23875 - 0.10) = 1.12 \$ / 0.13875 = 7.29 \$$$

Valorizacija akcije na osnovu dividende iz perioda pre prestanka isplate dividende (ne računajući isplaćenu dividendu u 2009. godini od 0.01\$) u slučaju kompanije „**Citigroup**“ predstavlja i suviše optimističan scenario u odnosu na procene investitora obzirom da je trenutna tržišna vrednost akcije $P=4.19$ \$. U slučaju da se u kraćem periodu može očekivati povratak na nivo isplate dividende od perioda u kome se nije ispoljilo smanjenje opšte privredne aktivnosti, akciju „**Citigroup**“ kompanije možemo smatrati potcenjenom. *Više o mogućnosti uspešnog poslovanja finansijskog sektora pruža se u 5. delu rad, podnaslovi 5.1.1 Privredni ciklus i 5.1.2 Rotacija sektora.*

4.4.2 „Wells Fargo“

Korišćenjem „**CAPM**“ dobijamo **diskontovanu stopu prilagođenu za nivo rizika**, odnosno zahtevana stopa prinosa za akcije „**Wells Fargo**“. Kao i slučaju kada smo određivali zahtevanu stopu prinosa za „*Bank of America*“ nerizična stopa prinosa i tržišna stopa prinosa ostaju iste, jedina razlika se ogleda u veličini beta koeficijenta, koji

¹³⁰Podaci o učešću finansijskog sektora u isplaćenim dividendama u okviru „S&P500“ preuzeti sa finansijskog sajta koji se bavi analizom akcija, članak „Strong Dividend Paying Stocks In Finance“; <http://www.istockanalyst.com/article/viewarticle/articleid/4393545>

za „**Wells Fargo**“ iznosi $\beta=1.44$ ¹³¹. S toga diskontnu stopu, koju ćemo upotrebiti za dividendi diskonti model, izračunavamo na sledeći način

$$R_f + (R_m - R_f) \beta = 4 + (11.5 - 4) 1.44 = 4 + 10.8 = 14.8$$

Pod istim pretpostavkama koje smo koristili u dividndom diskontnom modelu za „*Bank of America*“ stvarna vrednost akcije „**Wells Fargo**“ iznosila bi:

$$0.35 \$ / (0.148 - 0.10) = 0.35\$ / 0.048 = 7.29 \$$$

Obzirom da je korišćena trenutna dividenda koja je u uslovima privredne kontrakcije izuzetno niska, dobijeni rezultat sugerise da se investitori oslanjaju na optimističnije performanse u budućem periodu, od onih koji su procenjeni od strane finansijskih analitičara u aspektu stope rasta ($g=10$) za naredni petogodišnji period. To je jedno od mogućih objašnjenja u drastičnom odstupanju trenutne tržišne cene $P=25.95$ u odnosu na stvarnu cenu uz $V=7.29$.

Još jednom ćemo pokušati da utvrdimo stvarnu vrednost akcija, uz korišćenje dividende pre perioda naglog pada opšte privredne aktivnosti i ispoljavanja posledica recesije. Dividenda isplaćena na osnovu redovne akcije kompanije „**Wells Fargo**“ je 2008. godine iznosila $D=1.3\$$. U skladu sa tim stvarna vrednost akcije bi bila sledeća:

$$1.3 \$ / (0.148 - 0.10) = 1.3\$ / 0.048 = 27.08 \$$$

Dobijena vrednost je značajno približnija tržišnoj vrednosti akcije kompanije od $P=25.95\$$.

4.4.3 „**JP Morgan**“

Isto kao i u prethodno korišćenom „**CAPM**“ vrenosti R_f i R_m su nam od ranije poznate, s tima da je vrednost beta koeficijenta za kompaniju „**JP Morgan**“ iznosi $\beta=1.14$. S toga zahtevana stopa prinosa je:

$$R_f + (R_m - R_f) \beta = 4 + (11.5 - 4) 1.14 = 4 + 9.69 = 13.69$$

Koristićemo isti model za diskontovanje dividendi. Vrednost dividende je $D = 0.88$, dok je vrednost beta koeficijenta $\beta=1.14$, procenjena stopa rasta od starne finansijskih stručnjaka je $g=8.5$, s toga stvarna vrednost akcije uz iste pretpostavke iznosi:

$$0.88\$ / (0.1369 - 0.085) = 0.88\$ / 0.0519 = 16.96 \$$$

Još jednom dobijena vrednost akcije značajno odstupa u odnosu na tržišnu cenu akcije $P=39.31 \$$. Razlozi za ovo ostupanje indentični su već iznetim za kompaniju „**Wells Fargo**“.

¹³¹Vrednost beta koeficijenta preuzeta sa finansijske sekcije sajta Yahoo; www.finance.yahoo.com; Datum pristupa: 9.10.2010.

Upotrebljavanjem dividende $D=1.52 \$$ ¹³²iz perioda pre ispoljavanja opšte privredne recesije dobijamo sledeću vrednost akcije:

$$1.52 / (0.1369 - 0.085) = 1.52\$ / 0.0519 = 29.28 \$$$

Dobijena stvarana vrednost akcije i dalje sugerise na precenjenost akcije, uz manje odstupanje od tržišne cene, uz iste pretpostavke samog dividendog modela o kretanju rasta budućih akcija.

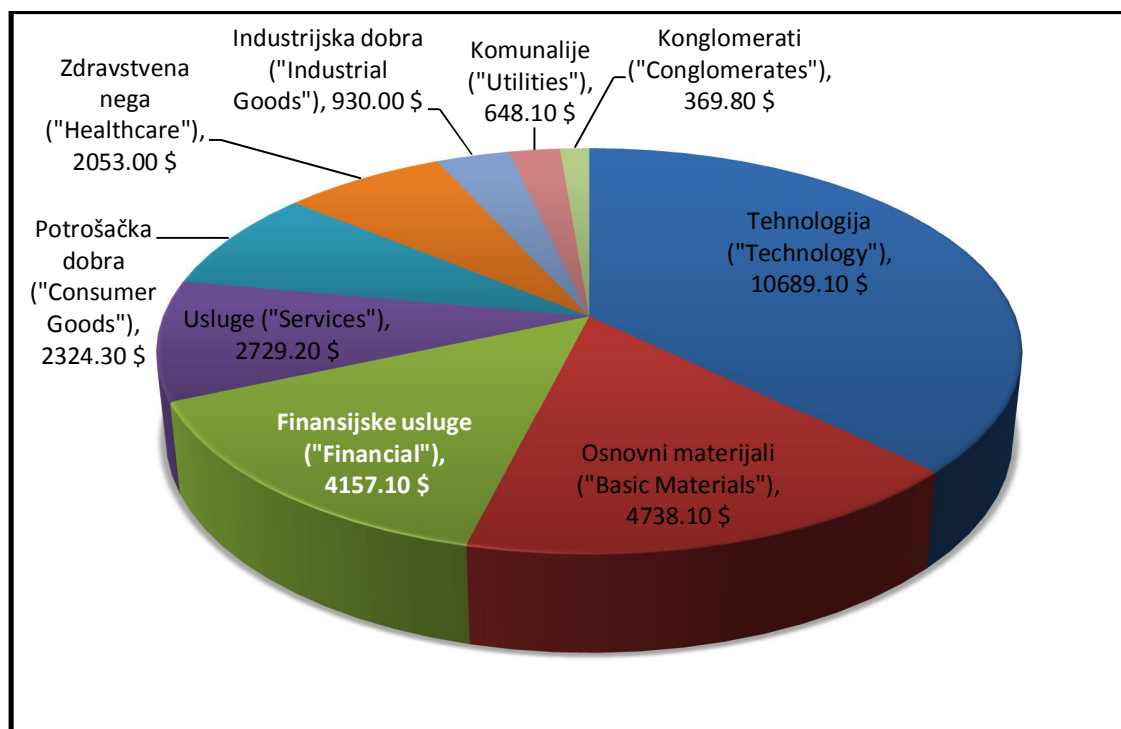
¹³²Za vrednost dividende korišćen je podatak iz 2008. godine, pruzet sa sajta:
<http://www.dividendinvestor.com/historical.php?no=19463>

V deo ANALIZA INDUSTRIJE

5.1 SEKTORI PRIVREDE SAD-a

Nakon analize pojedine kompanije, kod **“bottom-up” pristupa**¹³³, sledeći logičan korak jeste analiza industrije, kao i celokupnog sektora u kojoj se kompanija nalazi. Obzirom na delatnost kompanije **“Bank of America”** reč je o bankarskoj industriji, unutar finansijskog sektora SAD-a.

Grafikon br.22 pruža uvid u ukupnu tržišnu kapitalizaciju, u **septembru 2010.** godine, klasifikovanu po sektorima, tj. delatnostima kompanije koje ga čine. Struktura privrede SAD-a i njeno kontinuirano restrukturiranje, se svakako moraju uzeti u razmatranje, posebno kada su u pitanju investitori na dugi rok. Privreda SAD-a je diverzifikovana, ali sa izuteno visokim učešćem **tercijalnog sektora** (76,9% BDP-a),¹³⁴ kao i kontinuiranim rastom pomenutog sektora. **Restruktuiranje** privrede i prolazak privrednih sektora kroz pojedine **faze životnog ciklusa**, uz smenjivanje perioda **ekspanzije** i **kontrakcije** sveukupne privrede jeste permanentni karakter savremenih ekonomskih tokova.



Grafikon br. 22; Ukupna tržišna kapitalizacija po sektorima, izražena u milijardama dolara

¹³³“Bottom-up” pristup predstavlja jedan od dva moguća pristupa fundamentalne analize. Za razliku od „top-down“ pristupa investitor, tj. finansijski analitičar, umesto da analizu otpočinje sa makroekonomskim indikatorima i zatim prelazi na analizu industrije, pa tek nakon toga pojedinih kompanija, kod „bottom-up2 pristupa upravo počinje analizu sa suprotne pozicije razmatrajući prvo pojedinačnu kompaniju.

¹³⁴Podatak je iz 2009. godine, izvor: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/us.html>

5.11 Poslovni ciklus (“Business cycle”)

Poslovni ciklus¹³⁵ jeste obrazac konstantnog smenjivanja perioda ekonomskog rasta (ekspanzije) i recesije (kontrakcije). Bitno je napomenuti da ovaj obrazac predstavlja više fazne obosmerene promene u privrednoj aktivnosti, bez ujednačene dinamike. Osnovni pokazatelj faze poslovnog ciklusa jesu fluktuacije **realnog bruto domaćeg proizvoda**, ali se pored njega koriste još **mnogobrojni indikatori**. Osnovne faze poslovnog ciklusa jesu: period **ekspanzije** (“**expansion**”), na čijem vrhuncu privreda dostiže tačku najviše privredne aktivnosti, odnosno **vrh** (“**peak**”), nakon toga sledi period opadanja privredne aktivnosti, tj. period privredne **kontrakcije** (“**contraction**”), tačka u kojoj privredna aktivnost dostiže svoj minimum naziva se **dolja** (“**trough**”).

PRELAZNE TAČKE POSLOVNOG CIKLUSA		TRAJANJE U MESECIMA			
Vrh	Dolja	Period kontrakcije	Period ekspanzije	Ciklus	
Rimski brojevi se odnose na kvartale		Vrh - Dolja	Dolja - Vrh	Dolja - Dolja	Vrh - vrh
avgust 1929(III)	mart 1933 (I)	43	21	64	34
maj 1937(II)	jun 1938 (II)	13	50	63	93
februar 1945(I)	oktobar 1945 (IV)	8	80	88	93
novembar 1948(IV)	oktobar 1949 (IV)	11	37	48	45
jul 1953(II)	maj 1954 (II)	10	45	55	56
avgust 1957(III)	april 1958 (II)	8	39	47	49
april 1960(II)	februar 1961 (I)	10	24	34	32
decembar 1969(IV)	novembar 1970 (IV)	11	106	117	116
novembar 1973(IV)	mart 1975 (I)	16	36	52	47
januar 1980(I)	jul 1980 (III)	6	58	64	74
jul 1981(III)	novembar 1982 (IV)	16	12	28	18
jul 1990(III)	mart 1991(I)	8	92	100	108
mart 2001(I)	novembar 2001 (IV)	8	120	128	128
decembar 2007 (IV)	jun 2009 (II)	18	73	91	81

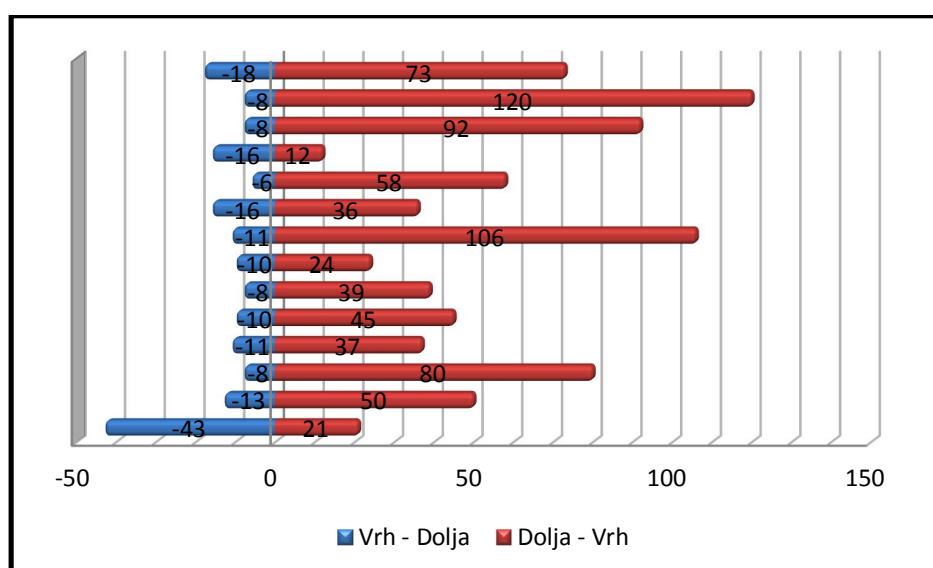
Tabela br. 6; Periodi trajanja pojedinih faza poslovnog ciklusa u SAD-u, počev od 1929. godine¹³⁶

Tabela br. 6 pruža dokaz u permanentno smenjivanje faza ekspanzije i kontrakcije, kao i u njihovu neujednačenu dinamiku, što možemo bolje uvideti kada iskažemo na sledeći

¹³⁵Poslovni ciklus (eng. „Business cycle“) se ponekad može naći pod nazivom ekonomski ciklus. Mada sam termin „cycle“ u bukvalnom prevodu znači krug, neobičajno je da se tako prevodi u domaćoj literaturi obzirom da privredne fluktuacije ne prate uobičajni šablon, tj. dinamiku odvijanja, već naprotiv veoma ih je teško predvideti, s toga je adekvatniji termin ciklus.

¹³⁶Tabela kreirana na osnovu podataka internet sajta privatne neprofitabilne organizacije “National Bureau of Economic Research”; <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>

način (grafikon br. 23). Naime, pored toga što periodi ekspanzije značajno duže traju (793 meseci ekspanzije praćeno je sa 186 meseci kontrakcije), u posmatranom periodu primetno je da ne postoji ujednačeni obrazac smenjivanja faza poslovnog ciklusa, s toga za naše potrebe predviđanja trajanja faza privrednog ciklusa radi uspešnog investiranja u pojedine akcije, tj. predviđanja performansi bankarskog sektora i čitavog finansijskog zajedno sa njim morali bi smo utvrditi opšta privredna kretanja koja utiču na cenu svih akcija na tržištu. Postoje različita mišljenja analitičara vezana za mogućnost anticipiranja velikog broja faktora koji imaju uticaj. Zapravo kada bi smo bili u stanju da predvidimo sve njih mogli bi smo da pravovremeno prodamo akcije, baš kada celokupno tržište dostigne najvišuvrednost i time izbegnemo opšti sistemski rizik sa kojim će se suočiti preostali investitori.



Grafikon br. 23; Periodi trajanja faze ekspanzije i kontrakcije u privredi SAD-a, izraženi u mesecima počev od 1929. godine¹³⁷

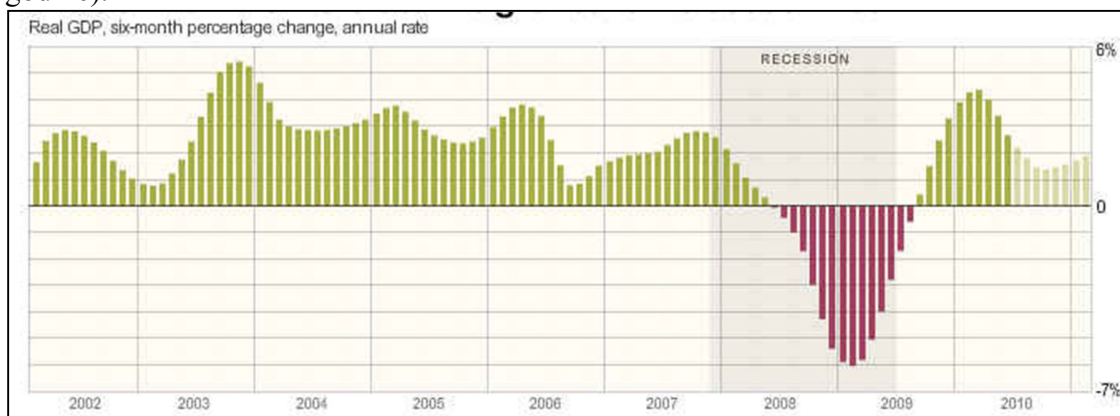
U zavisnosti od sledeće faze poslovnog ciklusa zavisice i izbor racionalnog investitora između cikličnih i defanzivnih grana. Svakako i pored ispravne pretpostavke investitora o nardenoj fazi poslovnog ciklus i vremenu njenog trajanja, potrebno je imati odgovarajuću procenu u odgovarajuće vreme, jer u suprotnom ako i ostali investitori imaju ista predviđanja, ona će se logično ugraditi u cenu akcija, tj. biće reflektovana kroz istu. Kako bi se stekla prednost u odnosu na ostatak tržišta u domenu odabira sektora u koji će se investirati, potrebno je zadovoljiti dva uslova. Pod jedan imati **validnu procenu nastupajuće faze poslovnog ciklusa**. Pod dva, imati je **pre ostatka investicione javnosti**.

Zapažanje vezano za vremenski aspekt anticipiranja faze poslovnog ciklusa može se iskazati i na sledeći način:

¹³⁷Tabela kreirana na osnovu podataka internet sajta privatne neprofitabilne organizacije "National Bureau of Economic Research"; <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>

“Obično se tek sa zakašnjenjem od nekoliko meseci može videti da se privreda nalazi u fazi recesije ili ekspanzije. Kada se osvrnemo unazad, možda će nam biti očigledno kada je nastupio prelaz iz ekspanzije u recesiju, ali uglavnom je vrlo teško utvrditi da li se privreda oporavlja ili stagnira.”¹³⁸

Bitno je napomenuti da kriterijum po kome “**Nacionalni biro za ekonomska istraživanja**”, određuje da li je privreda u recesiji li ne, nije identičan kao mera kojom se uobičajno iskazuje faza poslovnog ciklusa, a to je realna stopa rasta bruto domaćeg proizvoda. Naime, pomenuti biro definiše **recesiju** kao značajno smanjenje privredne aktivnosti, u koje uključuje dodatne pokazatelje pored realne stope rasta bruto domaćeg proizvoda. Po pravilu korišćenjem konvencionalnog pokazatelja ulaska privrede u recesiju, za koji se smatara ostvarena negativna stoparasta **realnogbruto domaćeg proizvoda** u dva uzastopna kvartala, dolazi se do istih smemica privrednih kretanja, ali ponekad se zbog različitih kriterijuma pojave i razlike, koje se prvesntveno ogledaju vremenu ulaska i izlaska iz pojednih faza privrednog ciklusa.¹³⁹ Na grafikonu br. 24 zatamljenom površinom je obeležen period recesije (od decembar 2007. do juna 2009. godine).



Grafikon br. 24; Stopa rasta realnog BDP-a SAD-a za dati period¹⁴⁰¹⁴¹

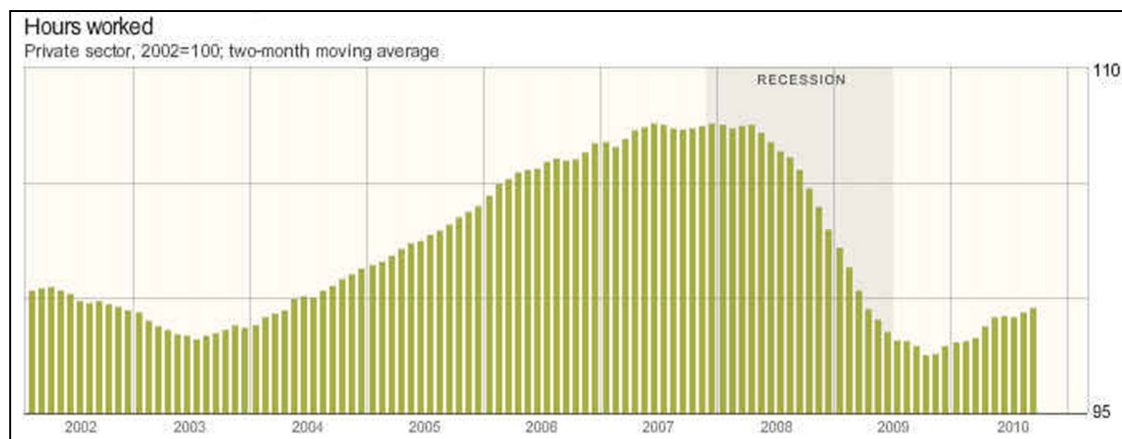
Još jedan od korišćenih pokazatelja aktuelne faze poslovnog ciklusa jeste **mera potražnje privatnog sektora za radnom snagom**, koja se izražava u broju radnih sati. Ne bi bilo racionalno očekivati da će poslodavci povećati broj radnih sati tokom perioda recesije, s toga agregatno povećanje radnih sati u privatnom sektoru jeste signal povećanja privredne aktivnosti. Kriterijum kojim se vode analitičari jeste konstatntno povećanje broja radnih sati tokom tri uzastopna meseca, što signalizira izlazak privrede iz recesije. Iz grafikona br. 25 jasno je uočljivo da je tokom perioda recesije (obeležjen je zatamljenom površinom) dolazilo do konstantog smanjenja broja radnih sati.

¹³⁸Citat: Bodie Z., Kane A., Marcus A., Osnovi investicija, Data Status Beograd, 2009, str. 366.

¹³⁹Napomena: Podaci na osnovu kojih su kreirani tabela br.6 i grafikon br. 23, jesu podaci nacionalnog biroa SAD-a. Zbog korošćenja različite metodologije moguće su manje razlike u odnosu na konvencionalnog definisanja pojma recesije.

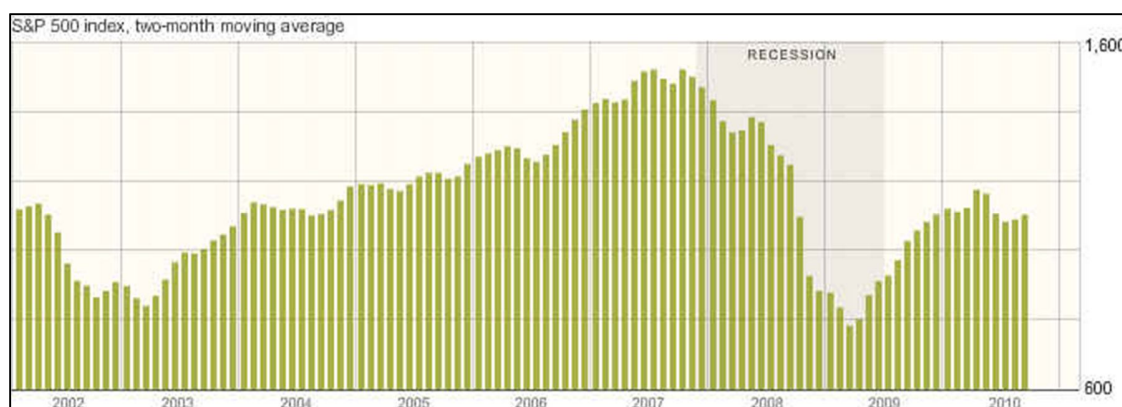
¹⁴⁰Grafikon preuzet sa finansijske sekcije internte sajta „USA Today“;
<http://www.usatoday.com/money/economy/economic-outlook.htm>

¹⁴¹Napomena: Stopa rasta u 2010. godini, koje su obeležene svetlo zelenom bojom, predtsvljaju očekivane prognozirane stope rasta BDP-a.



Grafikon br. 25; Broj radnih sati u privatnom sektoru privrede SAD-a za dati period¹⁴²

U istom periodu reprezent vrednosti ukupnog tržišta akcija u SAD-u, “**S&P500**” (Grafikon br.26) je takođe u periodu recesije ostvario značajno smanjenje vrednosti. Naime vrednost indeksa “**S&P500**” je 1.decembra 2007. bila 1,468.36, a 1. juna 2009. godine 942.87, što predstavlja smanjenje od 35,79 %.¹⁴³ Postoje određene pretpostavke da tržište akcija jeste rani indikator ulaska celokupne privrede u sledeću fazu poslovnog ciklusa, ali ne postoje jasni empirijski dokazi.¹⁴⁴ Naime, smatra se da cene akcija prve reaguju na predstojeću fazu ciklusa, da bi privreda odreagovala sa vremenskim zakašnjenjem od nekoliko meseci. Analogno sa tim viši rast vrednosti indeksa “**S&P500**”, u nekoliko uzastopnih meseci, treba da predstavlja signal izlaska privrede SAD-a i recesije. Ako uporedimo broj radnih sati (grafikon br. 25) i vrednost indeksa “**S&P500**” (grafikon br. 26) možemo uvideti da u periodu koji je označen kao period recesije, broj radnih sati konstantno opada, dok sa druge strane poslednja tri meseca recesije vrednost akcija ostvaruje pozitivne stope rasta.



Grafikon br. 26; Kretanje vrednosti berzanskog pokazatelja “S&P 500” za dati period¹⁴⁵

¹⁴²Grafikon preuzet sa finansijske sekcije interne sajta „USA Today“;

<http://www.usatoday.com/money/economy/economic-outlook.htm>

¹⁴³Na osnovu podataka sa finansijske sekcije sajta Yahoo: finance.yahoo.com

¹⁴⁴Donald, Sector Rotation for Recession - Lessons from the Business Cycle, The Market Oracle, 2008

¹⁴⁵Grafikon preuzet sa finansijske sekcije interne sajta „USA Today“;

<http://www.usatoday.com/money/economy/economic-outlook.htm>

Na osnovu prethodnih indikatora možemo zaključiti da se privreda SAD-a kreće ka **ekspanzivnoj fazi**, mada je teško prognozirati da li će doći do većeg povećanja privredne aktivnosti ili će nakon uzlaznog perioda nastupiti ponovo period kontrakcije i u kojoj meri. Prognoze analitičara za naredni period u pogledu stopa rasta **realno bruto domaćeg proizvoda** ne ukazuju na brz izlazak privrede iz recesionih tendencija. Vrednost reprezentnog indeksa celokupnog tržišta akcija pokazuje **volatilnost** i ne postoji jasan pokazatelj kretanja privrednih aktivnosti za predstojeći period, i ako je privreda SAD-a zvanično izašla iz perioda recesije. Uz pretpostavku da će se privredni rast nastaviti logična odluka investitora bi bila kupovina akcija iz **cikličnih sektora**, kao što je **finansijski**. Uz pokretanje opšte privredne aktivnosti doći će i do povećanja tražnje za kreditima, što je svakako preduslov za bolje performanse bankarske industrije SAD-a. Obzirom na tržišno učešće **“Bank of America”** u samoj industriji ovakav scenario bi jasno doveo do povećanja tržišne kapitalizacije pomenute kompanije i samim tim vrednosti njenih akcija.

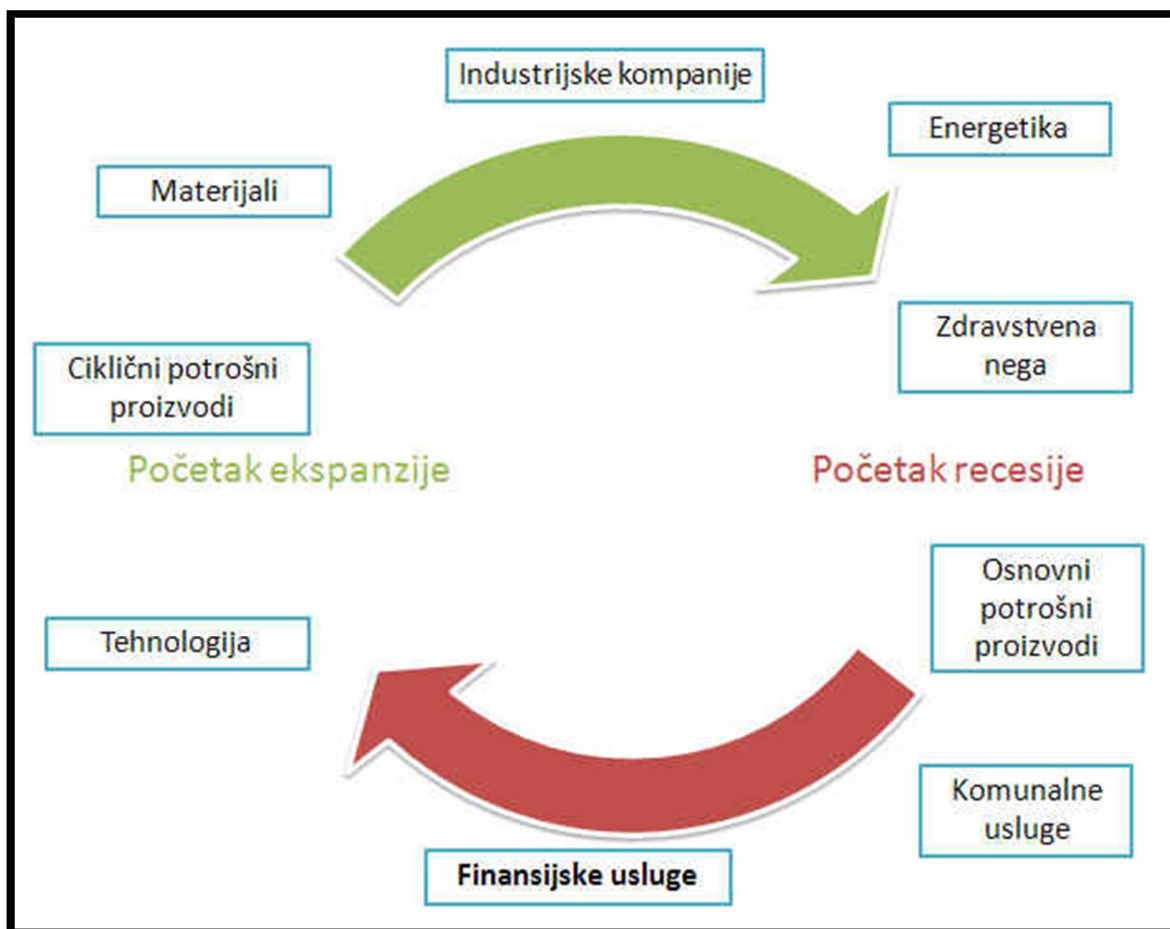
Bez pretenzija da se izađe iz okvira teme ovoga rada potrebno je napomenuti da je sveprisutni fenomen **ekonomske globalizacije** doveo do visoke integracije među svetskim privredama, shodno tome dolazi do tkz. **sinhronizacije poslovnih ciklusa**, bar u određenoj meri. Tako da je za uspešnu sveobuhvatnu finansijsku analizu pored analize kompanije, industrije, sektora i nacionalne privrede, potrebno primeniti i globalnu analizu kako bi rezultati iste bili što kvalitetniji, a sve kroz anticipiranje mnogobrojnih faktora i njihovih uzajamnih odnosa ne bi li se predvidela dalja kretanja na tržištu, koja se reflektuju kroz promenu cena akcija.

5.1.2 Rotacija sektora

“Baš kao što je nekoj grani teško da uspešno posluje kada je makroekonomsko stanje loše, isto tako je neobično da firma iz problematične grane bude uspešna.”¹⁴⁶

Recesija loše deluje na poslovanje svih privrednih grana, ali ne u istoj meri. Upravo na tom opažanju se i bazira koncept **rotacije sektora**. Naime, ona je komplementarna sa konceptom **privrednih ciklusa**, i pravi kategorizaciju privrednih sektora sa aspekta mogućnosti ostavriavanja viših prinosa u zavisnosti od trenutne faze poslovnog ciklusa. Smenjivanjem faza kroz koje privreda prolazi tokom recesije i ekspanzije, različiti nivoi prinosa se ostvaruju u pojedinim privrednim sektorima, u zavisnosti od aktuelne faze poslovnog ciklusa. Grane privrede koje su nadprosečno osteljive na stanje u privredi nazivaju se **cikline grane**. Pod ciličnim granama ubrajaju se proizvođači trajnih dobara, pošto se kupovina ovih dobara odlaže u toku trajanja recesije. Sa druge strane, **defanzivne grane** su manje osteljive na faze poslovnog ciklusa. Iz grafikona br. 27 možemo uočiti koji sektori privrede predstavljaju vodeće sektore po osnovu prinosa u različitim fazama poslovnog ciklusa.

¹⁴⁶ Bodie Z., Kane A., Marcus A., Osnovi investicija, Data Status Beograd, 2009, str. 371.

Grafikon 27; Tipična rotacija sektora u toku prosečnog ekonomskog ciklusa¹⁴⁷

Sektor	Profitna marža
Zdravstvena nega ("Healthcare")	16
Finansijske usluge ("Financial")	9,51
Potrošačka dobra ("Consumer Goods")	8,79
Komunalije ("Utilities")	8,36
Tehnologija ("Technology")	8,01
Osnovni materijali ("Basic Materials")	7,8
Konglomerati "Conglomerates"	7,5
Usluge "Services"	5,05
Industrijska dobra "Industrial Goods"	2,3

Tabela 7; Prosečne profitne marže kompanija iz pojedinih privrednih sektora u SAD-u¹⁴⁸

¹⁴⁷Grafikon kreiran na osnovu grafikona iz dela: Bodie Z., Kane A., Marcus A., Osnovi investicija, Data Status Beograd, 2009, str.376.

¹⁴⁸Izvor: Finansijski sekcija sajta Yahoo: www.finance.yahoo.com ; Datum pristupa: 1.10.2010.

Na osnovu visine **profitne marže** u tabeli broj 7, rangirani su sektori privrede SAD-a. Defanzivni sektori, u periodu privredne kontrakcije ostvaruju relativno najviše profite na tržištu. U tabeli br. 7 oni su obeleženi crvenom bojom. Sektori za koje se očekuju da ostvare najviše profite na tržištu tokom faza ekspanzije, obeleženi su tamno zelenom bojom, nalaze se na poslednje četiri pozicije po visini profitne marže. Sektori finansija i tehnologije, obeleženi su svetlo zelenom bojom, vide se kao sektori čije bolje performanse se ostvaruju sa početkom perioda ekspanzije.. Na samu visinu profitne marže prvenstveno imaju uticaj **specifičnosti svake industrije**, kao i trenutna faza poslovnog ciklusa.

5.1.3 Strukturalne ekonomske promene

Pored pomenutih faktora koji utiču na performanse pojedinih sektora privrede i njenih industrija, postoje i eksterni faktori koje svakako treba razmotriti u sklopu odabira industrije u kojoj se nalaze kompanije u koje nameravamo da investiramo. Za naše potrebe reč je o finasijskom sektoru i bankarskoj industriji unutar njega.

Promene koje u dugom roku imaju uticaj na performanse pojedinih industrija jesu:¹⁴⁹

Demografske promene, odnose se na promene u populaciji, geografskoj distribuciji, nacionalnom sastavu stanovništva i distribuciji dohodaka. Obzirom na izraženo starenje američke nacije, prvenstveno zbog produžetka životnog veka, razumno bi bilo očekivati da finansijski sektor SAD-a u budućnosti nastavi sa rastom.

Tehnološke promene, predstavljaju veoma važnu grupu promena za bankarsku industriju. SAD-a su istorijski gledano oduvek bile pioniri uvođenja tehnološki napredne opreme u bankarstvo, prvenstveno kada je u pitanju terminal na prodajnim mestima (“**Point of sale**”) i automatizovane blagajne (bankomati; “**Automatic Teller Machines**”). Tehnološki razvoj bankarstva se prvenstveno odvija u smeru tkz. “**e-banking**”, kroz bankarske usluge na internetu (“**Internet banking services**”). Broj bankarskih usluga putem interneta i mobilne telefonije se svakodnevno širi, možemo očekivati nastavak ovakvo trenda u budućnosti. Naime finansijske transakcije mogu se obavljati bez obzira na geografsku udaljenost, i bez ograničenja vezana za radno vreme banke i uz znatno niže naknade, a za korišćenje istih potreban je samo kompjuter s pristupom internetu i sklopljen ugovor sa bankom. Obzirom na sve navedeno smatramo da bankarska industrija u ovom segmentu promena ima perspektivu ka ostvarivanju daljeg rasta.

Regulatorne promene odnose se na promene i donošenje novih zakona koji se odnose na bankarsku industriju. Možemo primetiti da je bankarska industrija SAD-a jedna od najregulisanijih.¹⁵⁰ Primer zakona koji je značajno uticao na ne samo bankarsku industriju, nego i čitav finansijski sektor SAD-a jeste **Zakon o unapređenju finansijskih**

¹⁴⁹ “The Basel Committee on Banking Supervision”; <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

¹⁵⁰ Kompletan lista zakona koji se odnose na banke u SAD-u nalazi se na internet adresi: <http://fdic.gov/regulations/laws/>

usluga.¹⁵¹ Po njegovom usvajanju bankarskim kompanijama je omogućeno da se spajaju sa osiguravajućim kompanijama i kompanijama koje posluju sa hratijama od vrednosti. Očekivanja za budući period jesu da će finansijski sektor postati još više regulisaniji, prvenstveno primeno tkz. “**Bazelskog sporazuma III**”,¹⁵² koji ima za cilj da: unapredi sposobnost bankarske industrije da apsorbuje šokove koji potiču iz finansijskih i ekonomskih poremećaja, bez obzira na njihov uzrok, da unapredi upravljanje rizikom, kao i da poveća nivo transparentnosti, primena pomenutog paketa mera će svakako delovati na performanse banaka u narednom periodu.

5.2 FINANSIJSKI SEKTOR SAD-a

Finansijski sektor predstavlja značajan segment ukupnog finansijskog tržišta. Učešće finansijskog sektora u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji iznosi **14.5%**. Ovaj sektor ima značajne stope rasta u privredi SAD-a. U periodu od poslednjih 60 godina učešće finansijskog sektora u bruto domaćem proizvodu SAD-a se utrostručilo. Određeni autori sugerišu na osnovne istorijske pokretače rasta, kroz empirijska istraživanja finansijskog sektora u SAD-u, kao što su **korporativne finansije**.¹⁵³ Naime, tvrdi se da visoka tražnja za kreditima od strane privrede značajno više uticala na sam rast finansijskog sektora, u odnosu na povećanje međunarodne trgovine usled fenomena globalizacije, ili razvoja novih finansijskih institucija, kao što su investicioni i penzioni fondovi, finansijske kompanije, kao i mnogobrojne hibridne finansijske institucije.

Finansijski sektor je jedan od sektora na kome su se u proteklom periodu odigrale najdrastičnije promene. Zapravo, pojavili su se mnogi novi učesnici na ovom sektoru, a i same banke su značajno evoluirale u smislu palete poslova koje danas obavljaju. Od tradicionalne forme banke čija je primarna aktivnost bila primanje depozita i odobravanja kredita, savremene banke su posatile veliki finansijski kglomerati sa mnogobrojnim uslugama. Stereotip savremene banke jeste “**Bank of America**”, čiji biznis segmenti obuhvataju: poslove vezane za imovinom pojedinaca i institucija, poslove vezane za stanovništvo i izdavanje kartica, kao i poslove investicionog bankarstva. Sam spisak poslova koje pruža savremena banka je mnogo širi. Upotrebićemo jednu od mnogobrojnih klasifikacija **bankarskih poslova**, kako bi smo sagledali koje institucije mogu predstavljati konkurente samoj banci, shodno prirodi njihovog posla, a to su sledeći poslovi:

- Poslovi vezani za štednju
- Kreditni poslovi
- Poslovi platnog prometa
- Finansijskog planiranja
- Poslovi sa nekretninama

¹⁵¹Pomenuti zakon se takođe naziva: „Gramm-Leach-Bliley Act of 1999” (P.L. 106-102, 113 STAT 1338). Izvor: <http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

¹⁵² “Bank for International Settlements”; <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

¹⁵³Philippon, Why Has the U.S. Financial Sector Grown so Much? The Role of Corporate Finance, New York University - Department of Finance, 2007

- Upravljanja gotovinom
- Trgovačkog bankarstva
- Investicionog bankarstva
- Brokerski poslovi
- Poslovi upravljanja rizikom

Na osnovu datih bankarskih poslova sagledaćemo potencijalnu **konkurenciju** u pojedinim segmentima. Kod štedno-kreditnih poslova, konkurente predstavljaju kreditna udruženja, štedionice i štedno-kreditna udruženja. Penzioni fondovi i osiguravajuća društva dugoročno prikupljaju štednju od finansijsko suficitnih jedinica. Na taj nači i oni predstavljaju konkurente bankama, obzirom da se racionalan investitor vodi **oportunitetnim troškom** kada donosi odluku gde će investirati svoja sredstva. Sa postojanjem velikog broja finansijskih institucija, investitoru u SAD-u na raspolaganju su mnogobrojne forme investiranja kroz različite specijalizovane institucije, poput indeksnih investicionih fondova (ulažu sredstva samo u akcije određenog indeksa nastojeći da investicioni portfolio prati vrednost datog indeksa) ili investicioni fondovi koji se bave nekretninama. Ponudom brokersko-dilerskih poslova od starne banaka, stečeni su novi konkurenti u ovom segmentu, koje predstavljaju specijalizovana brokersko-dilerska udruženja. Pored svih pomenutih konkurenata postoje i finansijski konglomerati, koji pružaju čitavu paletu raznovrsnih finansijskih usluga. Samo bankarstvo se nalazi pod uticajem velikih promena, pa samim tim i termin banka je pretrpeo značajne promene u smislu poslova koje ovakva institucija obavlja. Pored tradicionalnih bankarskih poslova u SAD-u došlo je do disperzije bankarskih poslova. Banke obavljaju određene poslove koje su u prošlosti obavljale druge finansijske institucije, poput osiguravajućih društava i brokersko-dilerskih društava. Primer povećanja broja usluga koje banke nude klijentima ulaskom na segmente tržišta koje nisu tradicionalno bankarska jeste i tkz. **Zakon "Graham-Leach-Bliley"**, koji je bankama omogućio pristup tržištu osiguranja i hartija od vrednosti. Shodno navedenom jasno je da pored bankarskih konkurenata, kompanija **"Bank of America"** ima i konkurente za pojedine segmente svog poslovanja u različitim industrijama finansijskog sektora.

Konkurenti **"Bank of America"** ne moraju nužno biti čak ni iz finansijskog sektora. Naime pojedine kompanije u SAD-u kreditiraju svoje kupce, s toga banke bivaju potisnute sa dela tržišta zajedno sa drugim finansijskim institucijama od strane samih proizvodnih kompanija. Ovaj vid konkurencije predstavlja tkz. **nefinansijske konkurente**.

"S&P 500 Financial Sector Index"([^]SPSY) predstavlja berzanski pokazatelj vrednosti akcija finansijskog sektora. U grafikona br. 28 pruža se uvid u kretanje datog indeksa (obežen je plavom bojom) i njegovu komparaciju sa **"S&P500"** indeksom. Značajnije razlike u kretanju vrednosti indeksa mogu se zapaziti u drugoj polovini 2007. godine. To je upravo period ulaska privrede SAD-a u recesiju. Zapravo do izražaja je došla cikličnost finansijskog sektora, koja se manifestovala kroz izraženiji pad vrednosti finansijskih kompanija koje sačinjavaju indeks.



Grafikon br. 28; Kretanje vrednosti "indeksa finansijskog sektora S&P 500" u odnosu na "S&P 500" indeks, za proteklih 10 godina¹⁵⁴

5.2.1 Životni ciklus ("Life cycle") bankarskog sektora

Poslovi tradicionalnog bankarstva¹⁵⁵ postaju manje profitabilni iz razloga koji proističu iz viših troškova obezbeđivanja sredstava i manjih prihoda po osnovu tradicionalnih plasmana.¹⁵⁶

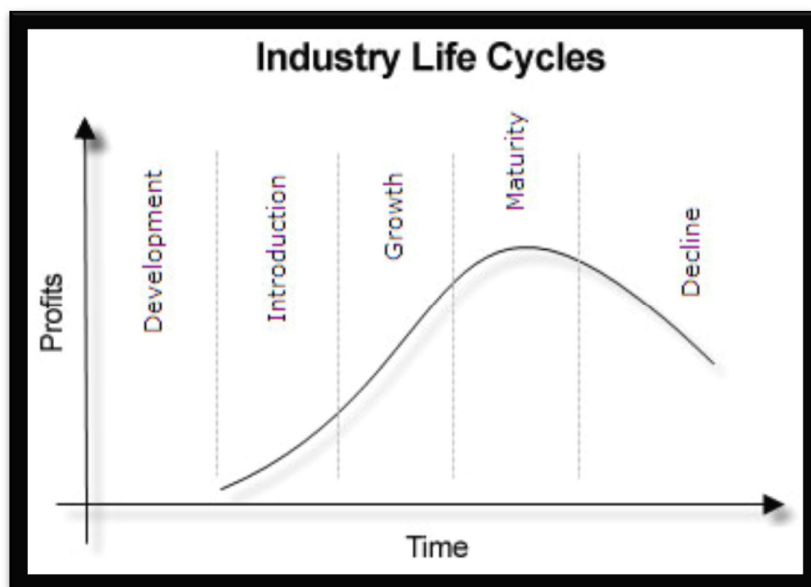
Bitno je napomenuti da je do 1980. godine u SAD-u bilo zabranjeno plaćanje kamate na transakcione depozite, dok je kamata na oročene depozite bila ograničena na 5%. Ukidanjem ovog propisa banke su postale konkurentnije drugim finansijskim institucijama u domenu obezbeđivanja sredstava, ali je to značilo i pribavljanje sredstava uz više troškove.

Problem banaka vezan za prihode ogleda se u korišćenju **finansijskih inovacija**. Primer toga jeste emitovanje korporativnih dužničkih hartija od vrednosti i uspostavljanja direktnog načina finansiranja. Zapravo banka se ne pojavljuje kao posrednička institucija, već dolazi do direktne intereakcije deficitne i suficitne finansijske jedinice.

¹⁵⁴Grafikon preuzet sa finansijske sekcije sajta Google; <http://www.google.com/finance>

¹⁵⁵ Termin tradicionalno bankarstvo odnosi se na bankarske poslove primanja depozita i odobravanja kredita.

¹⁵⁶Mishkin, Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data Status, Beograd, 2006, str. 242.

Grafikon br.29; Životni ciklus industrije¹⁵⁷

Kada povećanje troškova, postaje simulativno praćeno smanjenjem prihoda jasno je da data industrija postaje manje profitabilna. Upravo se to desilo sa **tradicionalnim bankarstvom** u SAD-u. Tada dolazi i do smanjivanja tržišnog učešća pomenute industrije. Kao alternativno rešenje jeste disperzija bankarskih poslova koja se odvijala i još uvek odvija na bankarskom tržištu SAD-a. Naime komercijalne banke su povećale učešće svojih **vanbilansnih kategorija**. U isto vreme prihvaćeni su i viši nivo rizika prilikom plasmana sredstava kako bi se obezbedile više stope prinosa, tj. očuvale prethodne. Na osnovu rečenog može se napraviti analogija sa životnim ciklusom industrije (grafikon br. 29), koji podrazumeva da nakon što industrija uđe u zrelu fazu (**“Maturity”**), koja podrazumeva u nastojećoj fazi opadanje profita (**“Decline”**), mogućnost za produžetak životnog ciklusa se potencijalno pruža uvođenjem novih usluga, odnosno u konkretnom slučaju **finansijskih inovacija**, prilagođenih potrebama tržišta.

5.2.2 Bankarski sektor SAD-a

Razloge za **specifičnost bankarskog sistema** SAD-a treba tražiti u njegovoj genezi. Naime određene istorijske okolnosti dovele su do formiranja aktuelne strukture bankarske industrije, pa i finansijskog sektora u celini. U najkraćem ćemo rezimirati istorijske okolnosti koje su uticale na savremenu strukturu bankarske industrije SAD-a.

1782 formirana¹⁵⁸ je prva banka u SAD-u pod nazivom **“Bank of North America”**, 1791 formirana je centralna banka **“Bank of United States”**, koja je posle kratkog postojanja ugašena, da bi 1816 bila formirana **“Second Bank of United States”**, koja je takođe

¹⁵⁷ Grafikon preuzet sa investicione enciklopedije; www.investopedia.com

¹⁵⁸“National Bank Act of 1864” (Chapter 106, 13 STAT. 99). Izvor: <http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

ubrzo bila ugašena. 1863. donet je zakon o nacionalnom bankarstvu, na osnovu koga je oformljen **dvojni bankarski sistem**¹⁵⁹, koji se održao u SAD i danas. Nacionalna centralna banka “**Federal Reserve**” formirana je 1913. godine¹⁶⁰. Nakon velike depresije (1929-1933) donešena je regulativa u cilju stabilizacije privrede, u vidu višeg nivoa regulacije finansijskog sektora i bankarske industrije unutar njega, koji je pravno formulisan kroz **Zakon o bankarstvu (“Banking Act”)**¹⁶¹. U istom cilju, radi boljeg nadzora finansijskog sektora formiran je i “**Federal Deposit Insurance Corporation**”.

Visok stepen regulacije zadržao se i u savremenim uslovima. On se prvenstveno reflektuje kroz različite regulatorne institucije samedusobno komplementarnim, ali i zajedničkim ingerencijama u domenu nadzora pojedinih institucija.

“**Office of the Comptroller of the Currency**” ima primarnu odgovornost nadzora nad više od 2,000 nacionalnih banaka. “**Federal Reserve**” vrše nadzor nad 1,200 državnih banaka, koje su članice sistema federalnih rezervi, kao i nad bankarskim holding kompanijama i nacionalnim bankama. “**Federal Deposit Insurance Corporation**” nadgleda banke koje imaju osiguranje, pomenute institucije. Preostale državne banke koje nisu članice “FDIC-a” nadgledaju nadzorni organi državnih banaka.

Odlike **bankarskog sistema** SAD-a inicijalno su bile veliki broj manjih banaka, sa limitiranom dijapazonom proizvoda i usluga, kao i sa limitiranom geografskom pokrivenošću.

Regulativa koja imala snažan uticaj na formiranje bankarske industrije jeste prvenstveno:

“**Glass Steagle Act**” (“**Banking Act**”)¹⁶² je osnovni uzrok kreiranja tri zasebna finansijska podsektora: **komercijalnog bankarstva**, **investicionog bankarstva** i **osiguranja**. Ovim zakonom se postigla odvojenost bankarackog sektora od ostalih finansijskih sektora.

Pomenuti zakon je važio sve do 1999. godine, kada je donešen Zakon o modernizaciji finansijskih usluga, tkz. “**Graham-Leach-Bliley Act**”.¹⁶³

¹⁵⁹ Termin „dvojnog bankarstva“ odnosi se na sistem nadziranja, specifičan za SAD, na saveznom i nacionalnom nivou.

¹⁶⁰ Federal Reserve Act of 1913 (P.L. 63-43, 38 STAT. 251, 12 USC 221). Izvor:

<http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

¹⁶¹ “Banking Act of 1933” (P.L. 73-66, 48 STAT. 162); Izvor:

<http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

¹⁶² “Glass Steagle Act” je drugi naziv za : “Banking Act of 1933” (P.L. 73-66, 48 STAT. 162); Izvor:

<http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

¹⁶³ “Gramm-Leach-Bliley Act of 1999” (P.L. 106-102, 113 STAT 1338); Izvor:

<http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

“U 1999. godini Grahmann-Leach Biley-ov zakon o normalnoj tržišnoj stopi približio je američko bankarstvo konceptu **univerzalnog bankarstva**, u kojem se uslugekomercijalnog bankarstva spajaju sa bankarskim investiranjem i osiguranjem, kao i sa ostalim finansijskim uslugama.”¹⁶⁴

Postojanje velikog broja komercijalnih banaka u SAD-u posledica je ranijih zakona koji su bankama ogmičavale otvaranje filijala. Još jedna odlika bankarskog sistema je bila to što je svaka savezna država imala svoje zakone o vrsti i broju filijala koje banke mogu da otvore. “**McFadden Act**”,¹⁶⁵ ovaj zakon je osnovni uzrok postojanja velikog broja manjih komercijalnih banaka u SAD-u. Naime njime se zabranilo osnivanje filijala van granica savezne države. Jasno je da primena ovog zakona nije bila u skladu sa jačanjem konkurencije,¹⁶⁶ toga je pomenuti zakon i ukinut čime su se stvorili preduslovi za izgradnju konkurentnog bankarskog tržišta na nivou SAD-a. **Zakon o međudržavnom bankarstvu i efikasnosti**¹⁶⁷ filijala iz 1994. godine, regionalni sporazumi dobili su nacionalni karakter. Pomenutim zakonom je bankarskim holdinzima omogućena akvizicija banaka iz drugih saveznih država, kao i izvršenje merdžera sa filijalama banaka na celokupnoj teritoriji SAD-a. Samim tim je otpočeo proces **restruktuiranja bankarskog sektora** SAD-a.

Tek nakon merdžera “*Bank of America*” i “*Nations Bank*” 1998. godine, formirana je prva banka u SAD-u koja je imala filijale na zapadnoj i istočnoj obali.

Tedencija spajanja (merdžera) je nastavljena u bankarskom sektoru i glavni je uzrok permanentnog smanjenja broja komercijalnih banaka u SAD-u.

Konsolidacija banaka dovela je do povećanja vrednosti aktive među vodećim bankama u SAD-u. Posebno je interesantan podatak da sve do samog kraja 20 veka SAD nisu imale ni jednu banku među deset najvećih banaka u Svetu.

Za sada možemo zaključiti da postoje dve osnovne tedencije u bankarskom sektoru, a to su, pomenuta, **konsolidacija i nacionalni nivo bankarstva**. Oba fenomena možemo zapaziti na primeru “*Bank of America*”, koja je druga banka po visini aktive u SAD-u, i posluje na čitavoj teritoriji SAD-a, kao i u još 30 zemalja, dok je 2009 izvršila akviziciju investicione banke “*Merrill Lynch*”.

Nastavak koncentracije u bankarstvu treba da donese prednosti najvećim bankama na osnovu **ekonomije obima**, kao i na osnovu **geografske depozitno-kreditne**

¹⁶⁴ Citat: Rose S.P. i Hudgins C.S., Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data Status, Beograd, 2005, str. 91.

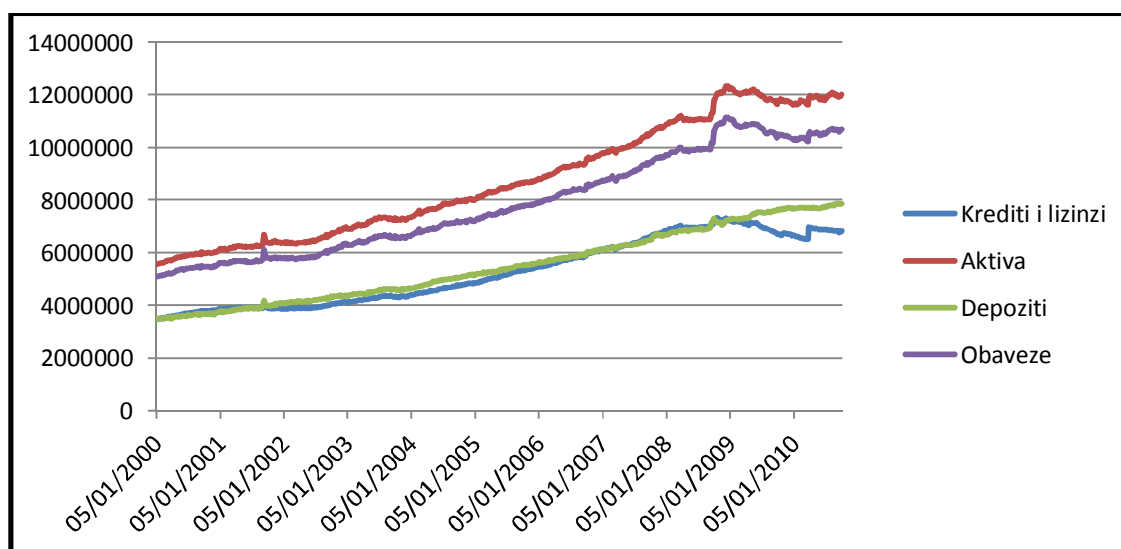
¹⁶⁵ Pomenuti zakon donet je 1927. godine, a proširen je tkz. „Douglas-ovim amdnanom“ 1956. godine.

¹⁶⁶ Konkurentnost je u određenoj meri bila postignuta primenom finansijskih inovacija koje su predstavljale reakciju banaka na restriktivnu regulativu. Primeri finansijskih inovacija u cilju izbegavanja propisa koji su se odnosili na ograničavanje filijala jesu stvaranje bankarskih holdinga i bankomata.

¹⁶⁷ Zakon o međudržavnom bankarstvu i efikasnosti filijala takođe se naziva:

“Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994” (P.L. 103-328, 108 STAT. 2338). Izvor: <http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/>

divrezifikacije, obzirom da ne postoje teritorijalna ograničenja poslovanja unutar SAD-a. Ovakav scenario bi predstavljao povoljnu okolnost za poslovanje „*Bank of America*“. Sa druge strane ostaje otvoreno pitanje kojom dinamikom i u kojoj meri će doći do konsolidacije bankarskog sektora, tj. da li se bankarski sektor SAD-a restrukturiira po uzoru na druge bankarske sektore u svetu ¹⁶⁸sa manjim brojem velikih banaka.



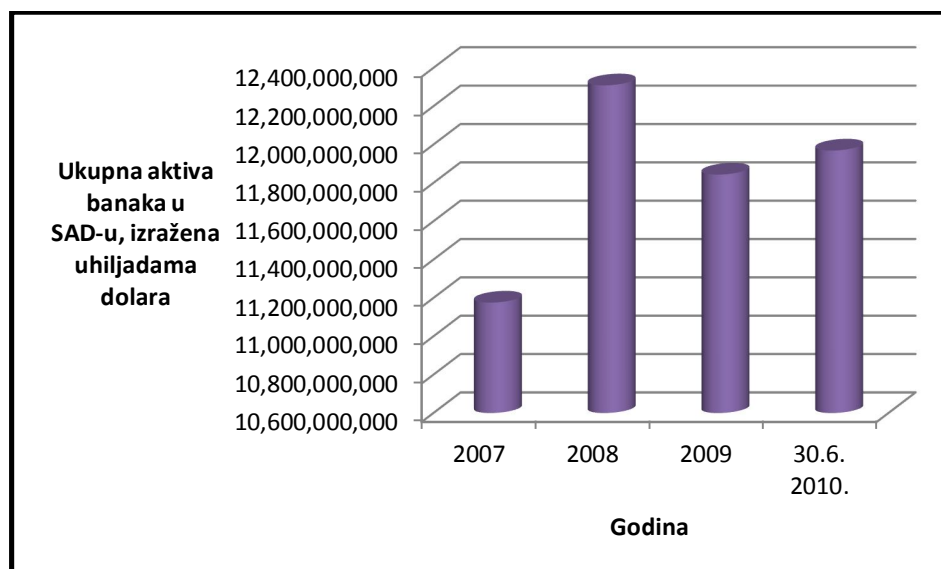
Grafikon br. 30; Konsolidovan nivo bankarskog sektora SAD-a: aktive, obaveza, kredita i lizinga i depozita ¹⁶⁹

Grafikon br. 79 pruža uvid u nivo aktive, obaveza, kredita i lizinga i depozita na nivo čitavog bankarskog sektora SAD-a. Možemo zapaziti permanentan rast sve četiri posmatrane kategorije sve do sredine 2008. godine (bolji uvid u smanjenje ukupne bankarske **aktive** pruža se u grafikonu br. 31, u kome se ovo smanjenje reflektuje u 2009. godini zbog perioda izveštavanja).

¹⁶⁸ Prvenstveno se misli na Britanski i Kanadski sistem.

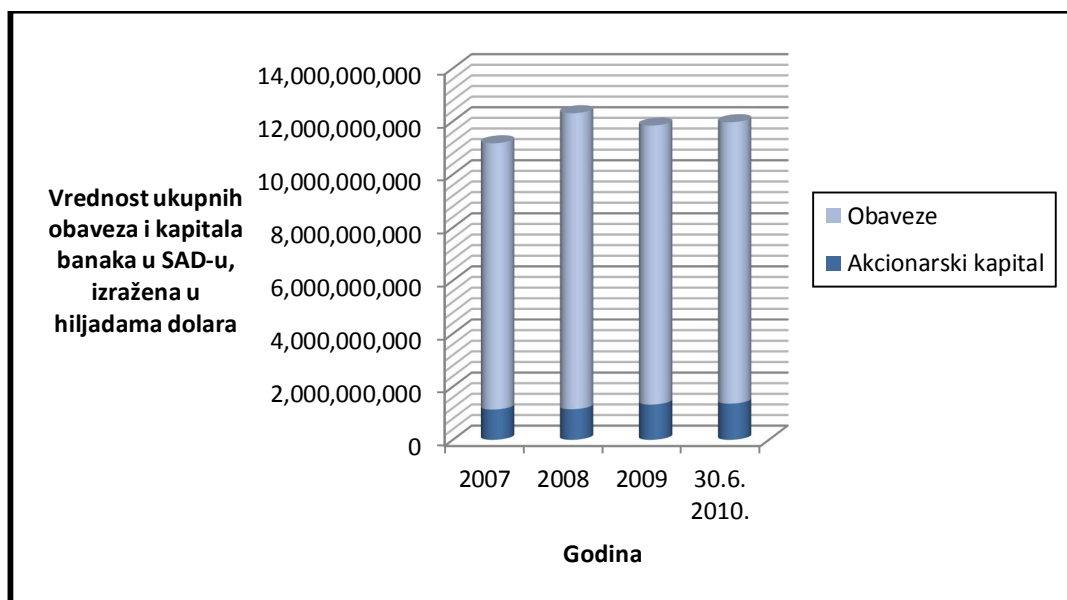
¹⁶⁹ Grafikon kreiran na osnovu podataka „Federal Reserve“;

<https://www.federalreserve.gov/datadownload/Output.aspx?rel=H8&series=c701db7f997e1234652b203ebc8ec173&lastObs=&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&type=package>



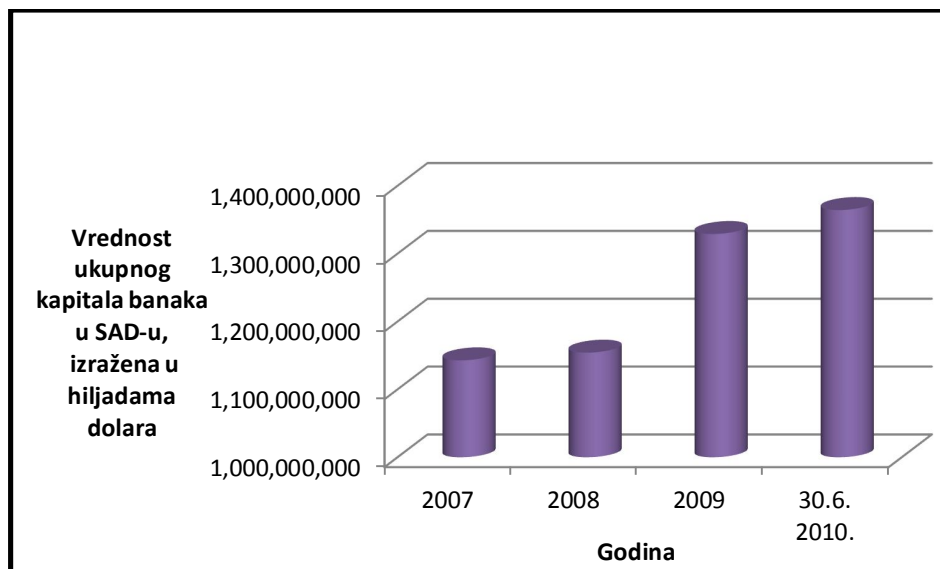
Grafikon br.31; Kretanje vrednosti ukupne aktive komercijalnih banaka u SAD-u, za dati period¹⁷⁰

Obaveze kao način finansiranja banke su izrazito visoke, što nije iznenađujuće za bankarski sektor, međutim i ako postoji visok stepen korelacije u kretanju ukupne aktive i obaveza, udeo obaveza kao načina finansiranja u poslednjim godinama je blago smanjen, otuda se i može uočiti izvesno udaljavanje nivoa ukupne aktive i obaveza u periodu od poslednje 2 godine. (detaljniji grafički prikaz učešća **obaveza i akcionarskog kapitala** pruža se u grafikonu br. 32, kao i iz grafikona br. 33 koji prikazuje kretanje vrednosti **akcionarskog kapitala**).



Grafikon br.32; Kretanje vrednosti ukupnih obaveza i akcionarskog kapitala komercijalnih banaka u SAD-u, za dati period¹⁷¹

¹⁷⁰ Na osnovu podataka: "Federal Deposit Insurance Corporation"; www.fdic.gov



Grafikon br.33; Kretanje vrednosti ukupnog akcionarskog kapitala komercijalnih banaka u SAD-u, za dati period¹⁷²

Bitno je zapaziti iz grafikona br.30, da je nivo ukupnih depozita jedina kategorija koja je u konstatntnom rastu tokom celokupnog posmatranog perioda. Naime bez obzira na scenario “juriša na banke”, tj. naglog povlačenja depozita koji je karakterističan za finansijske krize inteziteta koji je bila aktuelna tokom proteklog perioda, nije došlo do smanjenja nivoa depozita, šta više on se uvećavao. Razlog ovome je tkz., prethodno pominjani fenomen “**Flight-to-safety**”.

Sa druge strane stavka ukupnih kredita i lizinga je zabeležila smanjenje uz određeni stepen volatilnosti u protekle 2 godine. Zapravo smanjenje tradicionalnog bankarskog plasmana jeste i osnovni uzrok smanjenja celokupne vrednosti aktive. U proteklom periodu otpisani su mnogobrojni loši zajmovi, što će svakako uticati na banke da vode konzervativniju politiku odobravanja kredita, tj. da minimiziraju kreditni rizik.

Poređenjem kretanja na agregatnom bankarskom tržištu sa promenama koje su zadesile “*Bank of America*” uviđamo izuzetno visok stepen korelacije, tj. trendove koje smo uočili prilikom analize same banke u visokoj meri odslikavaju opšte sektorske. S toga smo smatrali korisnim napraviti komparaciju ocene investicione javnosti, koja se reflektuje kroz kretanje tržišne cene akcija, sa očekivano visokim nivoom korelacije između kretanja vrednosti akcije “*Bank of America*” i proseka bankarske industrije.

¹⁷¹ Na osnovu podataka: “Federal Deposit Insurance Corporation”; www.fdic.gov

¹⁷² Na osnovu podataka: “Federal Deposit Insurance Corporation”; www.fdic.gov



Grafikon br.34; Komparacija vrednosti akcija “Bank of America”, “S&P Banking index” i “S&P 500” indeksa.¹⁷³

“**S&P Banking index**” (^BIX) predstavlja pokazatelj kretanja vrednosti akcija bankarskog sektora. Iz grafikona br. 34 može se videti da je napravljena komparacija “**S&P500**” i “**^BIX**” indeksa, kao i vrednosti akcije kompanije “*Bank of America*”. Cikličnost bankarskog sektora posebno je izražena u periodu nakon nastupanja recesije. Možemo zapaziti da bankarski sektor u celini ne uspeva da nadmaši celkupno tržište, odnosno vrednost „S&P500“ indeksa ni u prikazanom periodu koji je prethodio recesiji. Na isti zaključak nas vodi i prethodno prikazani grafikon (broj 28) kretanje vrednosti indeksa “finansijskog sektora S&P500” u odnosu na “S&P 500”, obzirom da celokupni finansijski sektor, ne ostvaruje veće stope rasta vrednosti u odnosu na tržišni reprezent „S&P500“ datom periodu koji je prethodio recesiji.

5.2.3 Klasifikacija finansijsko-bankarskog sektora SAD-a

Uobičajna klasifikacija¹⁷⁴ finansijskog sektora SAD-a, podrazumeva više industrija koje bi objedinjene činile bankarski sektor. Naime kriterijum za klasifikaciju banaka jeste nacionalno-regionalni sa uvažavanjem geografske lokacije. Tako da na prvi pogled može biti neobično da se 3 glavna konkurenta analizirane banke ne nalaze u istoj industriji kao i “*Bank of America*”. “*JP Morgan*”, “*Citigroup*” i “*Wells Fargo*” čine deo industrije “**Money Center Banks**”¹⁷⁵.

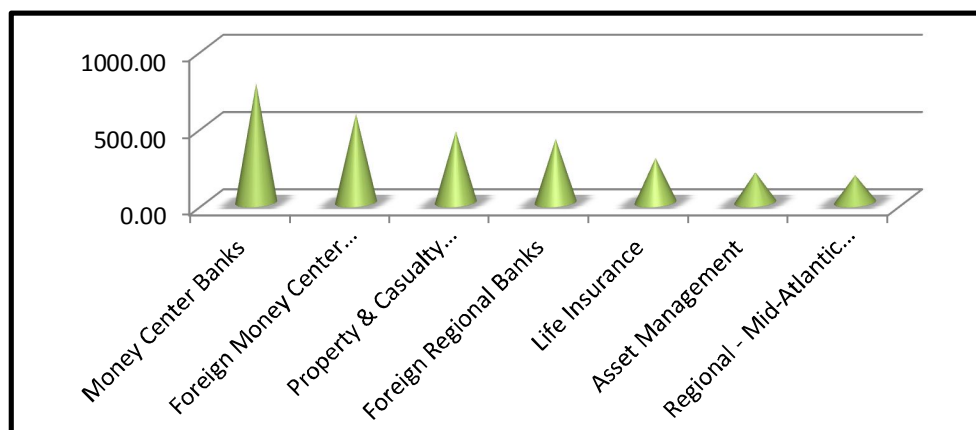
¹⁷³ Finansijski sekcija sajta Yahoo: www.finance.yahoo.com; Datum pristupa: 6.10.2010.

¹⁷⁴ Sektorska i podsektorska klasifikacija privrede prisutna je na najpoznatijim finansijskim sajtovima, kao što su finansijske sekcije sajtova Google, Yahoo, Msn i drugi.

¹⁷⁵ Bitno je napomenuti da pomenuti engleski termin i ako podseća na centralnu banku, ni u kakvoj vezi nije sa istom, već je naziv dobio prema velikim američkim gradovima centrima novca, gde se i nalaze centrale dotičnih banaka.

“Zakonske olakšice u vezi sa otvaranjem filijala u različitim saveznm državama uticale su i na razvoj novih klasa banaka, takozvanih **super regionalnih banaka**, tj. bankarskih holding kompanija koje su postale rival bankama centara novca po veličini, a čije centrale nisu bile u gradovima koji se smatraju centrima novca.”¹⁷⁶

Primer takve superregionalne banke, koja je postala konkurent pomenutim bankama jeste “*Bank of America*”. S toga “*Bank of America*” se nalazi unutar industrije “**Regional - Mid-Atlantic Banks**”.¹⁷⁷ “*Bank of America*” ima izuzetno visoko učešće u tržišnoj kapitalizaciji date industrije od 77.34%. Činjenica da “*Bank of America*” čini komponentu “**Regional - Mid-Atlantic Banks**” industrije, učinila ju je regionalanom bankarskom industrijom sa najvišom tržišnom kapitalizacijom (od ukupno 6 bankarskih industrija klasifikovanih po geografskim regionima unutar SAD-a). Dok učešće date industrije u ukupnom finansijskom sektoru iznosi 4.25%.¹⁷⁸



Grafikon br. 35; Tržišna kapitalizacija pojedinih industrija finansijskog sektora¹⁷⁹

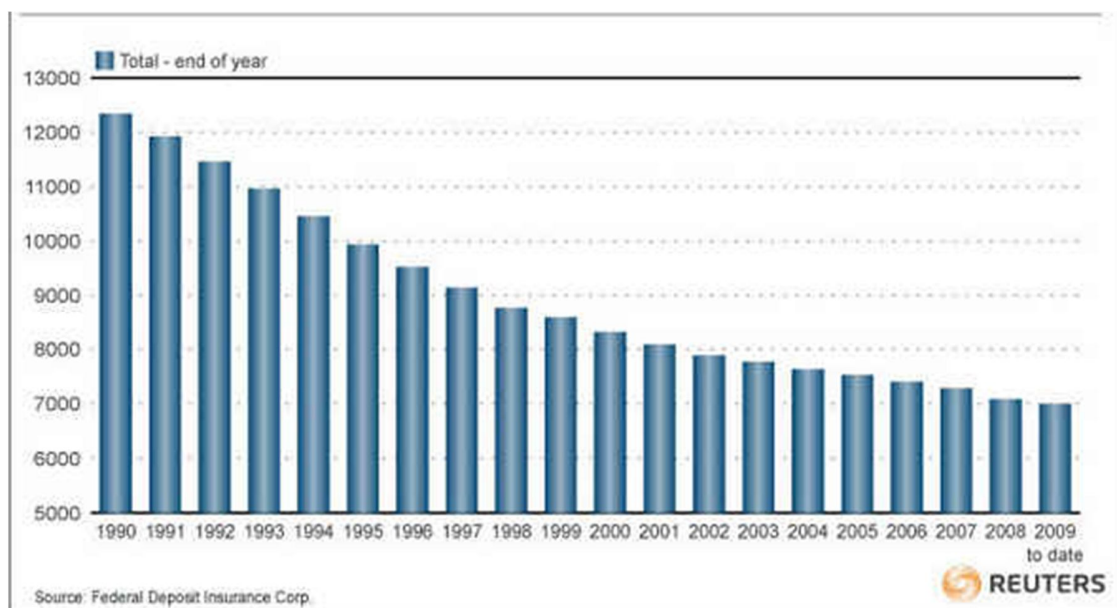
¹⁷⁶ Citat: Mishkin, Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data Status, Beograd, 2006, str. 244.

¹⁷⁷ Industrija je formirana na osnovu geografske odrednice. Sam termin „Mid-Atlantic“ odnosi se na deo teritorije SAD-a.

¹⁷⁸ Na osnovu podataka sa finansijske sekcije sajta „Yahoo“; finance.yahoo.com

¹⁷⁹ Grafikon kreiran na osnovu podataka o tržišnoj kapitalizaciji industrija finansijskog sektora. Izvor: finansijska sekcija sajta „Yahoo“; finance.yahoo.com

5.3 KONKURENCIJA U BANKARSKOM SEKTORU SAD-a



Grafikon br.36; Istorijsko kretanje broja banaka u SAD-u¹⁸⁰

Broj komercijalnih banaka u SAD-u je u konstantnom opadanju, još od 1934. godine. Zapravo, pomenute godine u SAD-u su postojale 14,146 banaka, da bi taj broj u 2009. godini bio sveden 6,389. Delimičan razlog ovog procesa smanjenja banaka možemo naći u zakonima, koji su ograničavali širenje mreže filijala banaka unutar SAD-a. „Zakon i državne regulative izazvale su nekonkurentnost u sektoru komercijalnog bankarstva jer su mnoge male banke i dalje postojale, pošto je velikim bankama bilo zabranjeno da otvaraju filijale u neposrednom okruženju.“¹⁸¹ Pomenute regulative su ukinute, i nakon toga nastupio je period širenja mreže filijala, koji je još uvek aktuelan. Ako pogledamo grafikon br. 36 možemo uočiti drastično smanjenje broja komercijalnih banaka za dati period, ali ono što je potrebno napomenuti jeste da je u isto vreme došlo i do značajnog povećanja broja bankarskih filijala. Naime 1990. godine postojale su 50,885 filijale, uz 12,347 centrala, 2009. godine broj filijala je dostigao 83,320 uz 6,389 centrale komercijalnih banaka.¹⁸²

U drugom kvartalu 2010. godine od ukupno 6,676 komercijalnih banaka, 505 ima aktivnu veću od 1 milijarde dolara, 3,737 ima aktivnu u rangu od 100 miliona do 1 milijarde dolara i 2,432 imaju aktivnu manju od 100 miliona dolara.¹⁸³

Kako bi smo analizirali konkurentnost na bankarskom tržištu SAD-a sagledaćemo najpre faktore konkurentnog okruženja, a zatim i izračunati mere koncentracije u industriji.

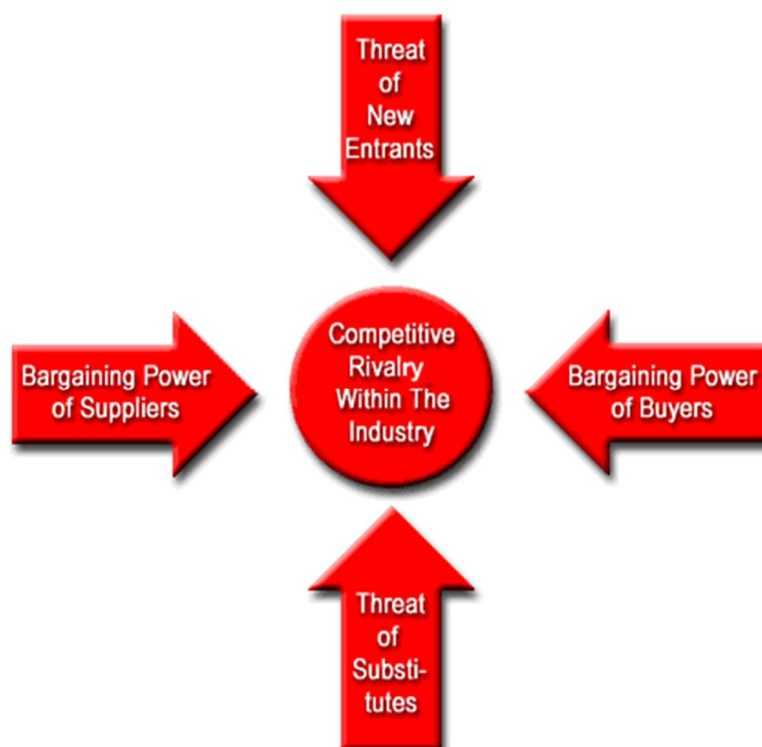
¹⁸⁰ Finansijska sekcija sajta Reuters: www.reuters.com/finance

¹⁸¹ Citat: Mishkin, Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data Status, Beograd, 2006, str. 244.

¹⁸² “Federal Financial Institutions Examination Counsle”; <http://www2.fdic.gov/hsob/hsobRpt.asp>

¹⁸³ “Federal Financial Institutions Examination Counsle”; <http://www2.fdic.gov/SDI/main4.asp>

5.3.1 Faktori konkurentskog okruženja



Grafikon br. 37; Faktori konkurentnosti¹⁸⁴

Pojedini faktori konkurentskog okruženja imaju različit nivo značaja u zavisnosti od industrije. U nastavku ćemo najkraćem obrazložiti ove faktore za bankarsku industriju SAD-a.¹⁸⁵

Opasnost od ulaska novih konkurenata (“Threat of New Entrants”): Generalno banke u SAD-u su izloženi visokoj opasnosti od novih konkurenata u vidu mnogobrojnih finasijskih institucija, koje poočinju da nude finasijske usluge koje su tradicionalno bile vezane za komercijalne banke, poput primanja depozita i odobravanja kredita. Otvaranja nove banke od strane pojedinaca, u najčešćem slučaju nije realan scenario obzirom na potreban kapital i zadovoljavanje zakonskih minimuma. Sa druge strane postoje servisi kao što su “online” plaćanje, koja se mogu pokrenuti i voditi uz izuzetno niske troškove, a predstavljaju nove konkurente u datom segmentu poslovanja banke. Na sve pomenuto treba dodati i mogućnost ulasaka pojedinih stranih banka na tržište.

Pregovaračka moć dobavljača (“Power of Suppliers”): U bankarskom sektoru ovaj faktor možemo prvenstveno tumačiti kroz ljudske resurse. Naime, ova opasnost od prelaska visoko obučene osobe u konkurentsku banku ili drugu finansijsku instituciju je

¹⁸⁴Grafikon preuzet sa internet sajta: <http://emerging-entrepreneurs.blogspot.com/2009/03/porters-five-forces-analysis.html>

¹⁸⁵Model je razvio Michael Porter 1979.godine, definiše 5 faktora, koji određuju snagu konkurencije i atraktivnost nekog tržišta.

prvenstveno vezana za manje banke, dok u konkretnom slučaju „*Bank of America*“ ova stavka ne bi trebala da predstavlja značajniju opasnost, obzirom na politiku efikasnih nadnica.

Pregovaračka moć kupca (“Power of Buyers”): Individua ili kompanija ne predstavljaju značajnu opasnost u ovom aspektu, obzirom na visoko diverzifikovane investicione portfolije banaka. U datom sektoru ograničenje ove funkcije možemo sagledati kroz troškove na osnovu prelaska lica ili kompanije iz jedne finansijske intitucije u drugu. Naime ako već postoji zaduženje na osnovu kredita moguće da lice ostane u postojećoj banci bez obzira na više troškove po osnovu istog, zbog troškova prelaska u drugu banku.

Pritisak supstituta (“Availability of Substitutes”): Mogući supstituti za bankarske usluge su mnogobrojni i raznovrsni i odnose se na sve segmente poslovanja banke. Potencijalni konkurenti banaka su: investicioni fondovi, penzioni fondovi, osiguravajuća društva, finansijske kompanije, brokersko-dilerska društva, štedionice, kreditna udruženja i ostale finansijske, u određenim slučajevima i nefinansijske intitucije.

Rivalitet između postojećih konkurenata (“Competitive Rivalry”): Tedencije u bankarskom sektoru jesu spajanja u okviru industrije, za šta svedoči i višedecenijsko konstatno smanjivanje broja banaka (čiji je delimičan uzrok prestanak rada pojedinih). Viša konkurentnost navode banke na viši nivo efikasnosti i efektivnosti, uz ponudu usluga uz niže troškove koji sami po sebi mogu značiti i nižu profitabilnost, ukoliko prethodno pomenuti faktori ne budu ostvareni. Što se tiče samog nivoa konkurencije unutar bankarskog sektora SAD-a, to je upravo pitanje koje se razmatra u narednom delu rada (5.3.2 i 5.3.3).

5.3.2 "N firm concetracion ratio"

"N-firm Concentration Ratio" predstavlja meru industrijske koncentracije. Niža vrednost ovog pokazatelja, za isti broj kompanija, sugerše na viši nivo konkurentnosti unutar industrije.

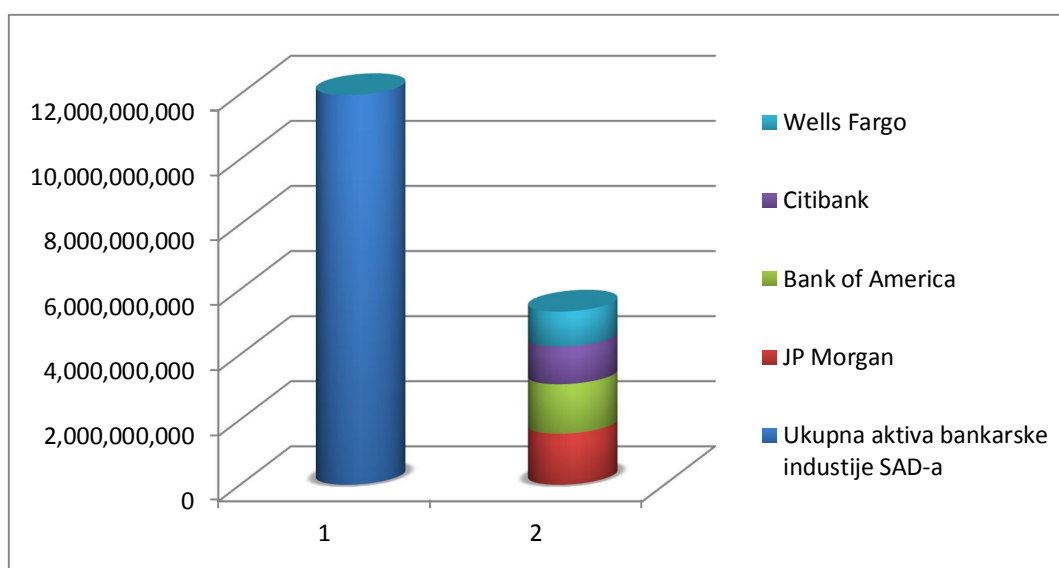
Ovaj pokazatelj konkurentnosti, dobija se sabiranjem tržišnog učešća izabranog broja kompanija. Za naše potrebe pored "*Bank of America*" izračunaćemo zajedničko tržišno učešće i za 3 preostale banke, sa kojima je vršena komparacija kroz ceo rad.

Na osnovu podataka o visini aktive pojedinih banaka i ukupne aktive bankarskog sektora dobijene su sledeće vrednosti tržišnog učešća prve 4 banke po visini aktive u SAD-u:¹⁸⁶

- "**JP Morgan**": 13.1012684594713 %
- "**Bank of America**": 12.6907488776255%
- "**Citigroup**": 9.67395264186961%
- "**Wells Fargo**": 8.96715272128716%

Shodno tome "N concentration ratio" 4 najveće bankarske kompanije u SAD-u iznosi:

$$CR_4 = 44.4331227002536 \%$$

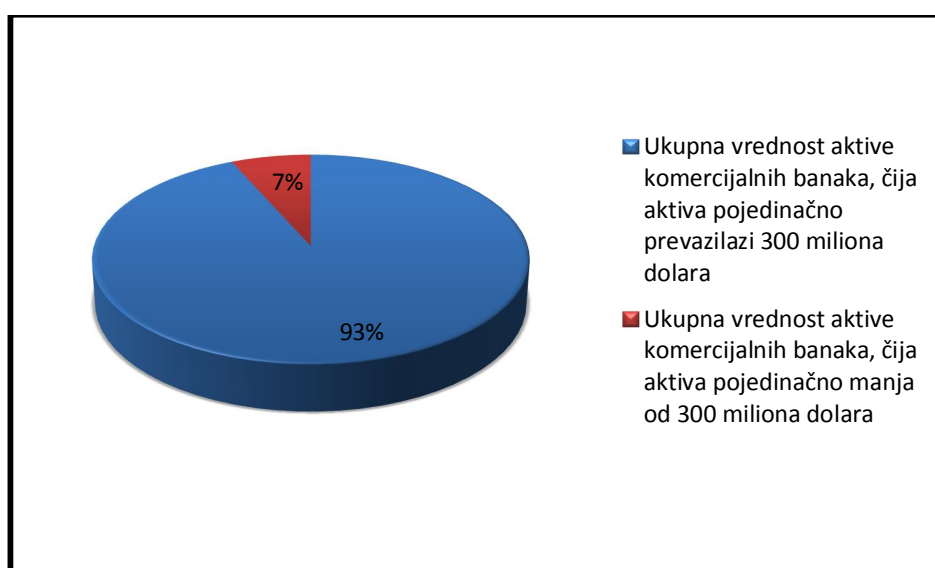


Grafikon br.38; Odnos vrednosti ukupne aktive banaka u SAD-u i 4 banke sa najvećim pojedinačnim aktivama

¹⁸⁶ Tržišno učešće za pojedine banke izračunato na osnovu odnosa vrednosti aktive banke sa ukupnom aktivom bankarskog sektora. Izvor podataka o visini aktive: "Federal Deposit Insurance Corporation"; www2.fdic.gov/SDI/main4.asp

5.3.3 “Herfindahl-Hirschman Index”

“Herfindahl index” ili “Herfindahl-Hirschman Index” ¹⁸⁷ (HHI) predstavlja meru koncentracije industrije, koja se dobija sabiranjem kvadratnih veličina tržišnog učešća kompanije iz date industrije. Niže vrednosti indeksa ukazuju na niži nivo koncentracije, odnosno viši nivo konkurencije u okviru industrije koja je predmet analize. U slučaju merđžera u SAD-u potebno je prethodno odobrenje Ministarstvo Pravde (“U.S. Department of Justice”), a kao kriterijum donošenja odluke upravo se koristi uticaj merđžera na povećanje vrednosti “HH indeksa”. Vrednost “HH indeksa” se može povećati u slučaju da se broj kompanija u industriji smanji ili u slučaju da se disparitet u tržišnom učešću poveća.



Grafikon br 39; Odnos vrednosti ukupne aktive prvih 1707 komercijalnih banaka u SAD-u, rangiranih na osnovu vrednosti aktive, prema ukupnoj vrednosti ostalih komercijalnih banaka, 30.6.2010.¹⁸⁸

Za izračunavanje “HH indeksa”, na osnovu visine aktive, u bankraskom sektoru SAD-a, upotrebljeni su podaci o vrednosti aktive za 1707 komercijalnih banaka. Kriterijum za odabir **reprezentativnog uzorka** jeste njegovo učešće u **populaciji** od 93%. Zapravo reč je o bankama čija aktiva pojedinačno prevazilazi 300 miliona dolara.

Vrednost “HH indeksa” dobijena na osnovu učešća 1707 komercijalnih banaka u 93% ukupne aktive banaka u SAD-u, odnosno 11.171.474.000 hiljada dolara od ukupne aktive 6676 komercijalnih banaka, koja iznosi 11,969,016,625¹⁸⁹ jeste sledeća:

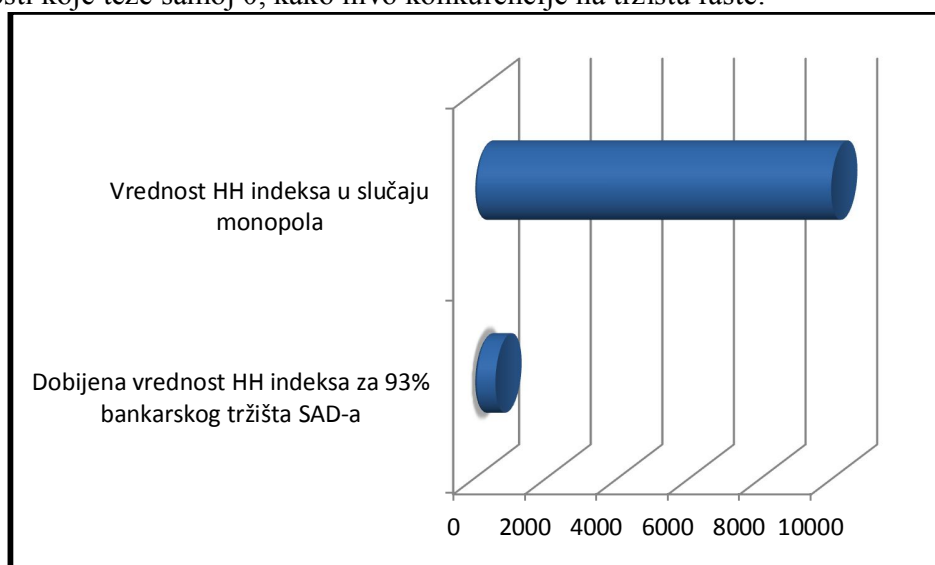
$$\text{HH indeks}^{190} = 624.043197163316$$

¹⁸⁷ Oba naziva u upotrebi, sam naziv potiče od prezimena autora indeksa.

¹⁸⁸ Grafikon kreiran na osnovu podataka za drugi kvartal 2010. godine: “Federal Reserve”; www.federalreserve.gov/releases/lbr/current/default.htm i “Federal Deposit Insurance Corporation”; www2.fdic.gov/SDI/main4.asp

¹⁸⁹ Vrednost ukupne aktive svih 6676 komercijalnih banaka u SAD-u preuzeta sa: “Federal Deposit Insurance Corporation”; www2.fdic.gov/SDI/main4.asp

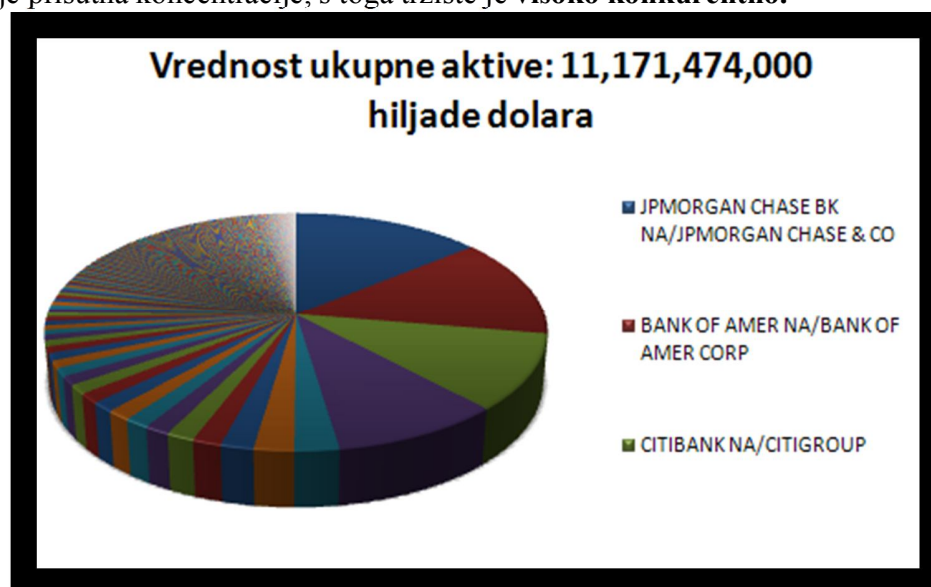
Vrednost “**HH indeksa**” se može kretati od 10.000 (na monopolnom tržištu) pa sve do vrednosti koje teže samoj 0, kako nivo konkurencije na tržištu raste.



Grafikon br 40; Vrednost “Herfindahl-Hirschman” indeksa

Tržišta na koji vrednost “**HHI**” iznosi između 1000 i 1800 poena smatraju se umereno koncentrisana, dok tržišta kod kojih “**HHI**” vrednost prevazilazi 1800 poena smatraju se koncentrisanim.

Na osnovu datih kriterijuma možemo zaključiti da na bankarskom segmentu tržišta u SAD-u nije prisutna koncentracije, s toga tržište je **visoko konkurentno**.

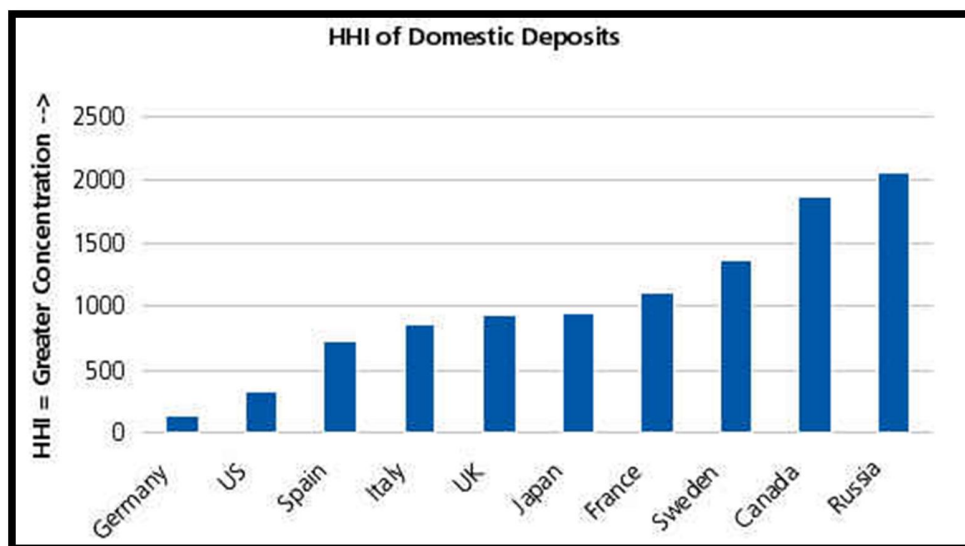


Grafikon br.41; Učešće u aktivi prvih 1707 komercijalnih banaka, rangiranih po veličini pojedinačne aktive¹⁹¹

¹⁹⁰Za izračunavanje HH indeksa korišćen je MS Excel, sa zaokruživanjem na 30 decimala

¹⁹¹Grafikon kreiran na osnovu podataka za drugi kvartal 2010. godine: “Federal Deposit Insurance Corporation”; www2.fdic.gov/SDI/main4.asp

Istraživanje vezano za vrednost „**HH indeksa**“, na osnovu visine **domaćih depozita**¹⁹², takođe sugerišu na visoku konkurentnost u bankarskom sektoru privrede SAD-a. U pomenutom istraživanju izvršena je i međunarodna komparacija vrednosti „**HH indeksa**“ na osnovu datog kriterijuma. Grafikon br.42 ukazuje na relativno nisku vrednost „**HH indeksa**“ domaćih depozita.



Grafikon br. 42; Vrednost HH indeksa na osnovu domaćih depozita u pojedinim državama¹⁹³

Na osnovu kriterijuma vrednosti „**HH indeksa**“ od 1800 poena, može se uočiti da koncentrisano bankarsko tržište predstavlja samo tržište Rusije i Kanade, dok **SAD**-e zajedno sa Nemačkom ima odlike **konkurentnog tržišta**, na osnovu koncentracije domaćih depozita.

¹⁹²Istaživanje međunarodne konsultantske kuće Celent „To Big to Bail? Bank Concentration in the Developed World“ iz juna 2009. godine; www.celent.com/124_2079.htm

¹⁹³Grafikon preuzet sa internet sajta međunarodne konsultantske kuće Celent „Too Big to Bail? Bank Concentration in the Developed World“; www.celent.com/124_2079.htm

ZAKLJUČAK

U cilju valorizacije akcija „*Bank of America*“, u radu se pristupilo kvantitativnom aspektu fundamentalne analize na nivou **banke i industrije**, odnosno sektora. U samom zaključku rada želeli bi smo da još jednom ukažemo na **simplifikaciju** modela i njegova ograničenja u odnosu na realna kretanja na finansijskom tržištu. Nivo kvaliteta ulaznih veličina za korišćeni **model diskontovanja dividendi** svakako je limitirajući faktor za kvalitet dobijenih rezultata. Obzirom na to informacije o vrednosnim veličinama su preuzimane sa nekih od najpoznatijih i najšire korišćenih finansijskih internet portala.

Sa aspekta investitora, koji primenjuju **fundamentalnu analizu**, korisnim za otkrivanje pogrešno vrednovanih akcija od strane tržišta jesu podaci iz finansijskih izveštaja kompanije koja se analizira, kao i kretanje tržišne cene akcije. Pored pokazatelja vrednosti pojedinih bilansnih stavki u osnovnom obliku, u radu se nastojalo da se pruži uvid i u odnos pojedinih stavki na osnovu čega su se dobijali adekvatni **finansijski raciji**. Poređenjem tih racija u različitim **vremenskim periodima**, kao i sa **konkurencijom**, tj. **industrijskim prosekom**, pružio se uvid u pojedine aspekte poslovanja kompanije. Teškoća predviđanja vrednosti akcija u budućem periodu polazi od teškoće predviđanja kako će kompanija poslovati u budućnosti. Pokazatelji **profitabilnosti** su od izuzetnog značaja za potencijalne investitore. **Prinos na sopstveni kapital** („ROE“), korišćen u radu, predstavlja značajnu odrednicu stope rasta **profita**. Takođe stepen **finasijskog leveridža** ima značajan uticaj na prinos na sopstveni kapital. Povećanjem vrednosti racia duga prema akcionarskom kapitalu povećava se i prinos na sopstveni kapital, pod uslovom da je kamatna stopa na dug niža od prinosa na aktivu. Shodno tome ostvarivanje višeg nivoa profita „*Bank of America*“, uz uspešno korišćenje finasijskog leveridža, zavisice u uspešnosti iznalaženja jeftinih izvora finansiranja uz svakako adekvatno upravljanje aktivom kompanije. Nivo prinosa na ukupnu aktivu, kao i nivo prinosa na akcionarski kapital, u **drugom kvartalu 2010. godine**, za „*Bank of America*“ ima najnižu vrednost za oba pokazatelje, kada se napravi komparacija sa preostale tri banke sa najvećom aktivom u SAD-u. Pokazatelji **likvidnosti** za četiri uzastopne godine korišćene u radu, ukazuju na određenojačanje likvidne pozicije, nakon inicijalnog slabljenja, „*Bank of America*“, nivo likvidnosti je takođe viši od konkurencije. Konzervativnija politika „*Bank of America*“ je determinisala viši nivo likvidnosti uz niži stepen profitabilnosti. Adekvatan racio pokazuje i potrebu da se banka suoči sa znatno izraženim **kreditnim rizikom**, koji se u posmatranom periodu značajno povećao. Korišćenje **finansijskog leveridža** banke je u nivou proseka delatnosti. Banka se u svom poslovanju suočava i sa mnogobrojnim **rizicima**, s toga su pojedini pokazatelji rizika i vrednosno iskazani u radu.

Pored **bilansnih pokazatelja**, korišćeni su i **investicioni finansijski raciji** koji su u obzir uzimali i trenutnu tržišnu cenu akcije. Važno je primetiti da su pojedine vrednosti tržišno orjentisanih racija zapravo očekivane vrednosti racija za određeni period u budućnosti. Još jednom, zbog važnosti dobijanja što pouzdanijih velična, podaci o očekivanim racijama preuzimani su sa najpoznatijih svetskih finansijskih portala, na kojima se nalaze mišljenja najuspešnijih finansijskih analitičara. Dva najviše korišćena pokazatelja jesu **tržišna cena prema knjigovostvenoj ceni** („P/B“) i **tržišna cena prema zaradama**

(“P/E”), čija niska vrednost za određen deo investicione javnosti se posmatra kao potcenjenost akcije i eventualni signal za kupovinu. Potrebno je napomenuti da je niska vrednost ovih racia ujedno i njihova ocena od strane tržišta u pogledu dalje perspektive poslovanja kompanije s toga niska vrednost ovih racia ne mora nužno značiti da je akcija potcenjena. Upravo je ovo slučaj za vrednost datih racia “*Bank of America*”, naime oba racia imaju nisku vrednost. Racio tržišne i knjigovostvene cene za “*Bank of America*” iznosi $P/B = 0.64$. Dok je odnos tržišne cene i zarade za “*Bank of America*” je $P/E = 8.3$, što je znatno niže u odnosu na industrijski prosek, koji iznosi **14.05**.

Pored pomenutih pokazatelja u radu su korišćeni i: racio tržišne vrednosti i gotovinskog toka, racio tržišne vrednosti i zarade modifikovan za očekivani rast i dividendni prinos akcije.

Drugi način za valorizaciju akcija, ne nužno alternativni već pre komplementarni sa prethodno iznetim finasijskim racijama, jeste model diskontovanja dividendi korišćen u četvrtom delu rada. Prema **modelu diskontovanja dividendi**, cena akcije treba da bude jednaka sadašnjoj vrednosti svih budućih dividendi po akciji, uz diskont po odgovarajućoj kamatnoj stopi koja odražava rizik akcije. Prilikom odabira adekvatnog modela za diskontovanje dividendi, odlučili smo se za **DDM** po konstantnoj stopi rasta, obzirom na zrelu fazu životnog ciklusa kompanije “*Bank of America*”. Svakako je zaočekivati da u realnim okolnostima postoji određena neujednačena dinamika kretanja dividendi, ali je nju izuzetno teško, pa čak i nemoguće proceniti u budućem periodu. Shodno tome odlučili smo se za pretpostavku o konstantnom rastu (g).

Aplikacijom **DDM po konstantnoj stopi rasta** dobijena sledeća stvarna vrednost akcije $V = 14.56\$$. Što uz nešto nižu tržišnu cenu $P = 14.02\$$ ukazuje na trenutnu **blagu potcenjenost** akcije od strane tržišta.

Blaga potcenjenost akcije “*Bank of America*” jeste signal za investitore koji se vode fundamentalnom analizom za **kupovinu** iste. Upravo iste preporuke za **kupovinu** akcije “*Bank of America*” daju i finasijski analitičari, uz konstataciju o trenutnoj **blagoj potcenjenosti**, čija se mišljenja nalaze na sajtu www.finance.yahoo.com (uz istorijsku tabelu uspešnosti procene za svakog analitičara zasebno, čime se pruža gradacija finasijski analitičara i iznose mišljenja onih sa najboljim rezultatima, tj. najvećom stopom ostvarenih procena).

Važno je takođe napomenuti da primenom **DDM** na **konkurente** u pojedinim slučajevima dobijene stvane vrednosti su značajno odstupale od tržišnih. Uzrok ovako značajnog **cenovnog dispariteta** jeste smanjenje isplaćenih dividendi na skoro zanemarljive vrednosti, tokom 2009. i 2010. godine. Upotrebom dividendi iz perioda koji prethodio ovakvom ekstremnom smanjenju istih dobijeni su rezultati sa razlikama između dobijenih stvarnih vrednosti i tržišnih koje su značajno smanjene.

Određen deo investicione javnosti, ne bi se složio da viša stvarna vrednost, izračunata na bazi **DDM**, u odnosu na tržišnu cenu, predstavlja jasan signal za kupovinu. Mogući razlozi za eventualna neslaganja sa našim zaključkom kretala bi se od onih da je potrebno

uključiti još kvantitativno-kvalitativnih faktora u okviru same fundamentalne analize, prvenstveno sa makro aspekta, preko potrebe za dodatnom analizom, poput **tehničke analize**, pa sve do osporavanja same adekvatnosti **fundamentalne analize** kao modela za valorizaciju akcija i pronalaženja pogrešno procenjenih akcija od strane tržišta. Određen deo investitora bi takođe mogao biti sklon i da ospori samu neefikasnost tržišta, odnosno da stoji iza tvrdnje da se na finansijskom tržištu ostvaruje savršena korelacija između **stvarne i tržišne** cene akcija (odnosno stvarna je uvek jednaka tržišnoj vrednosti) koje automatski prate jedna drugu, shodno tome nije moguće **“pobediti tržište”** (ostaviti viši prinos od tržišnog).

Šira analiza na nivou sektora i industrije, u poslednjem delu rada, ukazala nam je na potrebu sagledavanja **specifičnosti finansijsko-bankarskog** sektora SAD-a, kao i neujednačene dinamike odvijanja **poslovnih ciklusa**, koji značajno utiče na **performanse finansijskog sektora**. Takođe smo uvideli aktuelni proces restrukturiranja samog sektora i sagledali perspektivu **“Bank of America”** u novoformirajućem okruženju, uvažavajući njene karakteristike. Takođe je utvđen i sam nivo konkurentnosti tržišta kroz dve mere tržišnog učešća, **“CR₄”** i **“HHI”**, na osnovu visine aktive, kao i faktori konkurentnosti. Korišćene mere, a prvenstveno **“HHI”** za čije je izračunavanje uzeto u obzir **1707** komercijalnih banaka (**93%** ukupne tržišne kapitalizacije sektora) ukazale su na visok nivo konkurentnosti. Istaknuti su i rezultati istraživanja **“HHI”** na osnovu visine depozita koji su takođe potvrdili da bankarski sektor SAD-a odražava **visok nivo konkurentnosti**.

Razlog za dalju istrajnost u traženju pogrešno vrednovanih akcija, koji proizilazi iz nesavršenosti finansijskog tržišta, možemo naći u periodičnom kreiranju tkz. **“berzanskih balona”** i očiglednom odstupanju **tržišnih cena akcija** od **njenih fundamenata**. Otežavajuća okolnost svakako jeste predviđanje **celokupnih privrednih kretanja** koja u značajnoj meri utiču na cenu akcija, jer nemogućnost njihove adekvatne anticipacije znači prihvatanje promena vrednosti akcija izazvanih njima kao date, što svakako predstavlja **limitirajući faktor** celokupne fundamentalne analize.

Spisak grafikona i tabela

- Grafikon br. 1;** Neto prihodi kompanije “Bank of America”, izraženi u procentima po segmentima poslovanja, str.12
- Grafikon br. 2;** Dobit ostvarena od poslova investicionog bankarstva za kompaniju „Bank of America“, str.14
- Grafikon br. 3;** Neto profit kompanije „Bank of America“ (izražen u milionima), str.16
- Grafikon br. 4;** Profitna marža kompanije “Bank of America”, str. 17
- Grafikon br. 5;** Aktiva kompanije „Bank of America“ (izražena u milionima), str.19
- Grafikon br. 6;** Krediti lizinzi kompanije „Bank of America“ (izraženo u milionima), str.20
- Grafikon br. 7;** Depoziti kompanije “Bank of America”, str.20
- Grafikon br. 8;** Akcionarski kapital kompanije “Bank of America” (izražen u milionima), str.21
- Grafikon br. 9;** Kretanje tržišne cene akcija kompanije “Bank of America”, izražene u američkim dolarima, sa pokazateljom obima trgovanja za petogodišnji period, zaključno sa septembrom 2010. godine, str.21
- Grafikon br. 10;** Procentualno kretanje cene akcija kompanije “Bank of America” u odnosu na berzanske pokazatelje: “S&P 500” i “Down Jones”, str.22
- Grafikon br. 11;** Procentualno kretanje tržišne cene akcije za kompaniju “Bank of America” i njene konkurente: “Citigroup”, “JP Morgan Chase” i “Wells Fargo”, str.23
- Grafikon br. 12;** Procentualni prinos na aaktivu (ROA) i na akcionarski kapital (ROE) za odabrane banke, str.37
- Grafikon br. 13;** Kretanje vrednosti racia likvidnosti za kompaniju „Bank of America“, posmatrano kroz odnos gotovine i kratkoročnih efekata prema ukupnoj aktivi, str.41
- Grafikon br. 14;** Kretanje vrednosti racia likvidnosti za kompaniju „Bank of America“, posmatrano kroz odnos kratkoročnih obaveza prema ukupnoj aktivi, str.43
- Grafikon br. 15;** Nivo likvidnosti, posmatran kroz odnos gotovine i kratkoročnih efekata sa ukupnom aktivom, za izabrane banke, str.44
- Grafikon br. 16;** Pokazatelj akcijskog multiplikatora za kompaniju „Bank of America“, str.45
- Grafikon br. 17;** Procentualno učešće neto vrednosti banke u ukupnoj aktivi, str.46
- Grafikon 18;** Odnos neto profita i troškova nenaplaćenih zajmova za pojedine godine, str.48
- Grafikon br. 19;** Vrednost racia tržišne i knjigovostvene vrednosti za odabrane banke, str.51
- Grafikon br. 20;** Vrednosti “P/E” i “PEG” racia za odabrane banke, str.57
- Grafikon br. 21;** Stopa isplaćenih dividendi za odabrane banke, str.58
- Grafikon br. 22;** Ukupna tržišna kapitalizacija po sektorima, izražena u milijardama dolara, str.69
- Grafikon br. 23;** Periodi trajanja faze ekspanzije i kontrakcije u privredi SAD-a, izraženi u mesecima počev od 1929. godine, str.71
- Grafikon br. 24;** Stope rasta realnog BDP-a SAD-a za dati period, str.72
- Grafikon br. 25;** Broj radnih sati u privatnom sektoru privrede SAD-a za dati period, str.73

Grafikon br. 26; Kretanje vrednosti berzanskog pokazatelja “S&P 500” za dati period, str.73

Grafikon 27; Tipična rotacija sektora u toku prosečnog ekonomskog ciklusa, str.75

Grafikon br. 28; Kretanje vrednosti indeksa “finansijskog sektora S&P 500” u odnosu na “S&P 500” indeks, za proteklih 10 godina, str.79

Grafikon br.29; Životni ciklus industrije, str.80

Grafikon br. 30; Konsolidovan nivo bankarskog sektora SAD-a: aktive, obaveza, kredita i lizinga i depozita, str.83

Grafikon br.31; Kretanje vrednosti ukupne aktive komercijalnih banaka u SAD-u, za dati period, str.84

Grafikon br.32; Kretanje vrednosti ukupnih obaveza i akcionarskog kapitala komercijalnih banaka u SAD-u, za dati period, str.84

Grafikon br.33; Kretanje vrednosti ukupnog akcionarskog kapitala komercijalnih banaka u SAD-u, za dati period,85

Grafikon br.34; Komparacija vrednosti akcija “Bank of America”, “S&P Banking index” i “S&P 500 “ indeksa, str.86

Grafikon br.35; Tržišna kapitalizacija pojedinih industrija finansijskog sektora, str.83

Grafikon br.36; Istorijsko kretanje broja banaka u SAD-u, str.88

Grafikon br.37; Faktori konkurentnosti, str.89

Grafikon br.38; Odnos vrednosti ukupne aktive banaka u SAD-u i 4 banke sa najvećim pojedinačnim aktivama, str.91

Grafikon br 39; Odnos vrednosti ukupne aktive prvih 1707 komercijalnih banaka u SAD-u, rangiranih na osnovu vrednosti aktive, prema ukupnoj vrednosti ostalih komercijalnih banaka, 30.6.2010., str.92

Grafikon br 40; Vrednost “Herfindahl-Hirschman” indeksa, str.93

Grafikon br.41; Učešće u aktivni prvih 1707 komercijalnih banaka, rangiranih po veličini pojedinačne aktive, str.93

Grafikon br. 42; Vrednost HH indeksa na osnovu domaćih depozita u pojedinim državama, str.94

Tabela br. 1; Izdvojeni finansijski pokazatelji za banku “Bank of America” iz finansijskog izveštaja za 2008. i 2009. godinu, str.15

Tabela br. 2; Vrednost beta koeficijenta za kompanije: “JP Morgan Chase”, “Wells Fargo”, “Bank of America” i “Citigroup”, str.23

Tabela br. 3; Billans uspeha za banku “Bank of America”, str.24

Tabela br. 4; Billans stanja za banku “Bank of America”, str.26-27

Tabela br. 5; Očekivana zarada za kompaniju “Bank of America”, za 3. i 4. kvartal 2010., kompletnu 2010. i 2011. godinu, str.54

Tabela br. 6; Periodi trajanja pojedinih faza poslovnog ciklusa u SAD-u, počev od 1929. godine, str. 70

Tabela 7; Prosečne profitne marže kompanija iz pojedinih privrednih sektora u SAD-u, str.75

Literatura i ostali izvori

LITERATURA:

1. Arnold G., Corporate Financial Management, Prentice Hall, Harlow, 2005
2. “Bank of America” 2008 Annual Report, Bank of America, 2009
3. “Bank of America” 2009 Annual Report, Bank of America, 2010
4. Bodie Z., Kane A., Marcus A., Osnovi investicija, Data Status Beograd, 2009
5. Bodie Z., Finance Investments, McGraw-Hill Companies, New York, 2001
6. Brigham i Houston, Fundamentals of Financial Management, South-Western College Pub, 2003
7. Donald, Sector Rotation for Recession - Lessons from the Business Cycle, The Market Oracle, 2008
8. Ivaniš M., Upravljanje finansijama, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2007
9. Ivaniš I., Fundamental Analysis, Wilfrid Laurier university, Waterloo, 2007
10. Đukić Đ., Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama, Beogradska berza, Beograd 2007
11. Fabozzi i Modigliani, Capital Markets: Institutions and Instruments, Pearson, 2009
12. Jeremić Z., Praktikum za finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008
13. Jeremić Z., Finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd 2009
14. Kapor P., Bankarstvo, Megatrend Univerzitet, Beograd 2010
15. Kulić M., Finansijska tržišta, Univerzitet Megatrend, Beograd, 2008
16. Lukić R., Bankarsko računovodstvo, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2008
17. Mishkin, Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data Status, Beograd, 2006
18. Philippon, Why Has the U.S. Financial Sector Grown so Much? The Role of Corporate Finance, New York University - Department of Finance, 2007
19. Rose S.P. i Hudgins C.S., Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data Status, Beograd, 2005
20. Rose, Westerfield, Jaffe i Jordan, Modern Financial Management, McGraw-Hill, 2008
21. Savić J., Vukosavljević D., Kvrđić G. i Miletić S., Bankarsko poslovanje, Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd, 2009
22. Stakić, Svetska finansijska kriza, Singidunum revija, Beograd, 2009
23. Šoškić D. i Živković B., Finansijska tržišta i institucije, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007
24. Šoškić D., Hartije od vrednosti: Upravljanje portfolio i investicioni fondovi, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007
25. Van Horne J.C. i Wachowicz J.M., Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007
26. Vessey J., Pamilih A. i Stewart D., The Candidate’s Guide to (CFA) Chartered Financial Analyst 2006 Level 1 Learning Outcome Statement, TotalRecall Publication, 2006

27. Živković A., Stankić R. i Krstić B., Bankarsko poslovanje i platni promet, CID Ekonomski fakultet, Beograd, 2007

INTERNET ADRESE:

28. “Bank for International Settlements”; www.bis.org
29. “Central Intelligence Agency”; www.cia.gov
30. “Federal Financial Institutions Examination Counsle”; www.ffiec.gov
31. “Federal Reserve”; www.federalreserve.gov
32. “Federal Deposit Insurance Corporation”; www.fdic.gov
33. “National Bureau of Economic Research” www.nber.org
34. “U.S. Bureau of Economic Analysis”; www.bea.gov
35. Finansijska sekcija sajta “Yahoo”: www.finance.yahoo.com
36. Finansijska sekcija sajta “MSN”: www.moneycentral.msn.com
37. Finansijska sekcija sajta „Google“: www.google.com/finance
38. Finansijska sekcija sajta “Reuters”: www.reuters.com/finance
39. Finansijske sekcije interneta sajta „USA Today“;
www.usatoday.com/money/economy/
40. Finansijski internet sajt: www.dailyfinance.com
41. Finansijski internet sajt: www.dividendinvestor.com
42. Finansijski internet sajt: <http://www.celent.com>
43. Finansijski internet sajt: <http://www.istockanalyst.com>
44. Finansijski internet sajt: <http://www.bloomberg.com/>
45. Finansijski internet sajt: <http://www.marketwatch.com/>
46. Internet prezentacija sa tržišnim statističkim podacima u SAD-u:
www.indexarb.com
47. Investiciona enciklopedija: www.investopedia.com
48. Internet prezentacija “Bank of America”; www.bankofamerica.com
49. Internet prezentacija “JP Morgan”; www.jpmorgan.com
50. Internet prezentacija “Wells Fargo”; www.wellsfargo.com
51. Internet prezentacija “Citigroup” www.citigroup.com
52. Internet prezentacija nevladine organizacije “Share The World’s Resources”;
www.stwr.org
53. Internet prezentacija “G20”; www.g20.org
54. Internet sajt namenjen investitorima; www.dividendinvestor.com
55. Internet sajt namenjen investitorima; www.investorguide.com
56. Internet sajt namenjen investitorima; www.tradersnarrative.com
57. Internet sajt posvećen bankarskom sektoru SAD-a; www.americanbanker.com
58. Internet sajt posvećen preduzetništvu;
www.emerging-entrepreneurs.blogspot.com
59. Statistički podaci o stopama inflacije u SAD-u: www.inflationdata.com