



**AgEcon** SEARCH  
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

*The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library*

**This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.**

**Help ensure our sustainability.**

Give to AgEcon Search

AgEcon Search  
<http://ageconsearch.umn.edu>  
[aesearch@umn.edu](mailto:aesearch@umn.edu)

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

Др Ана Јовановић

Факултет за предузетнички бизнис, Београд

Мома Јовановић

Факултет за менаџмент некретнина, Београд

### КОРПОРАТИВНЕ ОБВЕЗНИЦЕ И ФИНАНСИРАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА - ИСКУСТВА ТРАНЗИЦИОНИХ ЕКОНОМИЈА

#### Апстракт

*Одлука о начину финансирања предузећа представља једну од најважнијих одлука финансијског менаџмента. Генерално посматрано, финансирање путем емисије корпоративних обвезница, као вид дуговног финансирања, најразвијеније је у САД, док се предузећа у европским земљама, када је у питању дуговно финансирање, доминантно одлучују за финансирање инвестиција путем банкарских кредита. Развој тржишта дуговних хартија од вредности, као и сегмента корпоративних обвезница, део је опште стратегије развоја тржишта капитала у транзиционим економијама. И поред наглог развоја државних обвезница у транзиционим економијама, развој корпоративних обвезница је у самом зачетку и представља веома спорадичан начин финансирања предузећа. Разлози неразвијености тржишта корпоративних обвезница су многобројни и тичу се разноврсних препрека директног и индиректног карактера, као и укорењених навика у погледу избора начина финансирања предузећа.*

**Кључне речи:** одлука о финансирању предузећа, корпоративне обвезнице, транзиционе економије

### CORPORATE BONDS AND COMPANY FINANCING: EXPERIENCE OF TRANSITIONAL ECONOMIES

#### Abstract

*Corporate financing decision is one of the most important financial management's decisions. Generally speaking issuance of corporate bonds as a way of debt financing is mostly widespread in the USA, while the European companies are traditionally inclined to banking loans. Development of the debt securities market as well as its corporate bond segment is the part of overall strategy of capital market development in transitional economies. In spite of the fast growth of government bond markets in transitional economies, development of corporate bond market is at the beginning stage while the corporate bonds are very infrequent way of corporate financing. There are numerous reasons for the underdevelopment of the corporate bond markets in transitional economies mostly linked to the different direct or indirect obstacles as well as to the deeply rooted financing decisions habits.*

**Key words:** corporate financing decision, corporate bonds, transitional economies

## Увод

Сагледавајући потребу развоја тржишта капитала, као дела структурних и суштинских економских промена, транзиционе економије су препозначе и значај развоја тржишта дужничких хартија од вредности као амбијента, начина и услова обезбеђења инвестиционих средстава. У том смислу, све транзиционе државе су управо својим економским политикама и разним мерама структурног, законског и институционалног карактера утицале на развој тржишта дужничких хартија од вредности. Почев од деведестих година XX века начињен је велики напредак у развоју тржишта државних дужничких хартија од вредности, као услова за развој осталих сегмента тржишта капитала (увођења корпоративних и муниципалних обвезница).<sup>1</sup> Посебно су истакнуте предности развоја дугорочних дужничких хартија од вредности деноминованих у домаћој валути, с обзиром на могућност апсорбовања шокова проузрокованих високим износом страних инвестиција и краткорочно позајмљених средстава, као и наглим повлачењем новца пристиглог из иностраних земаља.<sup>2</sup> Такође, дугорочне дужничке хартије од вредности у домаћој валути утичу на успостављање локалне криве приноса и одређују вредност дугорочно пласираног капитала. Емисијом дугорочних обвезница деноминованих у домаћој валути повећава се транспарентност локалног тржишта, ствара се конкуренција банкарском сектору, што доводи до смањења каматних стопа на позајмљена средства. Развијено примарно тржиште обвезница смањује каматни ризик, ризик рефинансирања и валутни ризик, док развијено секундарно тржиште додатно повећава ликвидност и кроз раст броја инвеститора смањује трошкове финансирања.

Тржишта обвезница у транзиционим државама Европе имала су значајан раст подстакнут економском политиком развоја управо овог сегмента финансијског тржишта. Релативна величина тржишта државних обвезница у неким државама веома је слична тржиштима обвезница у развијеним европским државама. Крајем 2006. године, величина тржишта државних обвезница у 3 централноевропске државе (Пољска, Мађарска и Република Чешка) и Турској достигла је ниво од 30-50% БДП, као и у многим развијеним државама. Потпуно је супротна ситуација у Босни и Херцеговини и Естонији где, такође, нема тржишта државних обвезница. Тржиште обвезница у региону остало је релативно неразвијено и у многим случајевима се не користи као извор финансирања, посебно када се ради о корпоративним обвезницама.<sup>3</sup>

### 1. Корпоративне обвезнице као начин финансирања предузећа

Једну од најважнијих одлука финансијског менаџмента сваког предузећа представља одлука о начину финансирања инвестиција. Генерално посматрано,

---

<sup>1</sup> О увођењу тржишта муниципалних обвезница у транзиционим економијама вид: А. Јовановић, Н. Закић: Тржишта муниципалних обвезница - нека упоредна упутства, Економика, бр.5-6, 2008, стр.88-99.

<sup>2</sup> Инострана искуства показују да управо високи износи страних инвестиција носе са собом ризик наглог одлива средства са локалног тржишта у случају јачег интерног или екстерног шока.

<sup>3</sup> S. Iorgova, L.L.Ong: The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors, IMF WP/08/103, стр. 11.

инвестициона средства за финансирање предузеће може обезбедити интерним путем - пре свега у форми задржане и реинвестиране добити и средстава амортизације, као и екстерним путем - задуживањем или повећањем акцијског капитала. С обзиром на неспорну чињеницу да се из интерних извора не могу обезбедити укупно потребна средства за финансирање инвестиција,<sup>4</sup> предузећа су упућена на неки од екстерних типова финансирања на финансијском тржишту. Постоје различити извори екстерног финансирања од којих су најзначајнији:

- дуговни извори финансирања, као најчешће коришћени вид екстерног финансирања, обухватају: банкарске кредите, обвезнице, комерцијалне записе и лизинг, и
- емисија акцијског капитала (обичне акције, преференцијалне акције и варианти).

Одлука о избору неког од начина екстерног финансирања инвестиција има различите суштинске импликације на даљи финансијски положај предузећа који се, пре свега, огледају у чињеници да потраживања инвеститора по основу дуговног начина финансирања имају приоритет у наплати, у односу потраживања акционара. Такође, дуговни начин финансирања представља одређени вид пореске уштеде, с обзиром да камата плаћена на ове изворе представља одбитну ставку приликом утврђивања пореске основице пореза на добит, што није случај са дивидендом која се исплаћује акционарима из нето добити. Корпоративне обвезнице су веома широко коришћен начин екстерног финансирања предузећа у САД, за разлику од ситуације у европским државама, у којима су компаније претежно усмерене на банкарске кредите када је у питању дуговно финансирање. У 2003. години, тржишна капитализација тржишта корпоративних обвезница у САД износила је 25,9% БДП, док је у евро-зони износила свега 8,2% БДП.<sup>5</sup> Сектор корпоративних обвезница је, након државног, други по величини сектор обвезница у САД са учешћем од 25% укупног тржишта обвезница.<sup>6</sup> Последњих година повећан је значај финансирања путем емисије обвезница, с обзиром на тежњу компанија да смање зависност у односу на банкарски сектор, као и раст задужења држава захваћених финансијском кризом.

Корпоративне обвезнице су дугорочне хартије од вредности са фиксним приносом - каматом, које емитују предузећа у циљу прибављања средстава за капиталне инвестиције, а без промене власничке структуре предузећа. Каматна стопа на корпоративне обвезнице виша је од каматне стопе на државне хартије од вредности, с обзиром на виши ризик и нижу ликвидност ових хартија од вредности. Постоје различите поделе корпоративних обвезница од којих су најзначајније:

---

<sup>4</sup> Према подацима за тридесетогодишњи период 1970-2000, предузећа у САД су интерним путем (задржана добит и средства амортизације) обезбеђивала 40%-80% укупно потребних средства за ивестиције. М. Grinblatt, Titman, S.: Financial Markets and Corporate Strategy, 2nd Edition. стр.4.

<sup>5</sup> У Европској унији, тржиште корпоративних обвезница је најразвијеније у Великој Британији, са тржишном капитализацијом од око 21,3% БДП-а. Извор: W.Waschiczek: The Role of Corporate Bonds for Finance in Austria, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), Journal of Monetary Policy and the Economy, Volume (Year): (2004), Issue (Month): 4 (December), p.43.

<sup>6</sup> Bond Markets 2010 Report, [www.TheCityUK.com](http://www.TheCityUK.com)

- *подела начину исплате камате*: каматне, дисконтне и доходне (код којих плаћање камате зависи од висине нето добити предузећа, уз могућност кумулирања неплаћене камате и преношења исплате у наредни период);
- *подела према обезбеђењу*: хипотекарне, неосигуране и обвезнице чију исплату гарантује нека друга институција;
- *подела према бонитету емитента*: обвезнице са високим ризиком и потенцијално високим приносом, које, међутим, често могу бити предмет различитих спекулација, тзв. „прљаве обвезнице (енг.“Junk Bonds“) и обвезнице првокласних компанија (енг. „Blue Chips“).

У пракси се обвезнице често откупљују на основу формираног фонда за отплату или откуп (енг. Sinking Fund),<sup>7</sup> тако што се сваке године откупљује део емисије како би се избегло велико плаћање о року доспећа обвезнице.

Развој тржишта корпоративних обвезница захтева низ претходно испуњених претпоставки: одговарајућу регулативу, постојање рејтинг агенција, инфраструктуру тржишта, стабилно макроокружење, одговарајућу пореску политику.

## **2. Развој тржишта корпоративних обвезница у транзиционим економијама**

Препознајући предности екстерног финансирања емисијом корпоративних обвезница који се, пре свега, огледа у: чувању финансијске независности у односу на банкарски сектор, ослобађању од кредитних линија, приступу широј бази улагача и ликвидном тржишту, дужим роковима доспећа и већом флексибилности при избору одговарајућег инструмента финансирања, компаније у транзиционим економијама су прихватиле овај тип финансирања. Осим тога, генерално посматрано, значајне предности финансирања емисијом корпоративних обвезница су и: нижи трошкови финансирања, јачање положаја емитента на финансијском тржишту, публицитет и промоција предузећа. Тржиште корпоративних обвезница имало је значајан раст последњих година, истина, са веома ниског почетног нивоа.

Међутим, упркос либерализацији правног и регулаторног оквира за издавање не-државних ХоВ, тржиште корпоративних обвезница и даље је неразвијено, плитко и неликвидно, са одређеним регулаторним кочицама његовом даљем развоју. Због тога сегмент корпоративних обвезница тек треба развијати у скоро свим транзиционим економијама. Република Чешка, Русија и Украјина имају највећа тржишта корпоративних обвезница, док се ова тржишта у Бугарској и Турској развијају брзо, али су још увек мала. Чак и у Украјини, најразвијенијем тржишту у региону, укупан износ корпоративних обвезница не прелази 3% БДП-а. Закључак је да тржишта корпоративних обвезница представљају само мали удео у односу на укупне изворе финансирања предузећа. Тренутно, највећи удео корпоративних обвезница у укупном приватном финансирању у транзиционим земљама Европе је у Чешкој и Украјини.<sup>8</sup>

Многи фактори доприносе овој ситуацији, као што су на пример: мали обим јавног листинга корпоративног сектора, висока ликвидност банкарског сектора,

<sup>7</sup> Вид: J. Madura: Financial Markets and Institutions, Sixth Edition, Thompson, 2003, стр.166.

<sup>8</sup> S. Iorgova, L.L.Ong: Ibid, стр. 13.

недостатак активних инвестиционих банака које би промовисале овај тип финансирања конкурентан банкарским кредитима. Недостатак рејтинга доприноси затворености тржишта и чини га неатрактивним инвеститорима. Тржишна великивидност је последица малог броја трансакција, што ограничава трговину на секундарном тржишту. Интерес корпорација за издавањем обвезница може бити постепено повећаван продубљивањем процеса европских интеграција, који присиљава компаније на нове инвестиције у циљу повећања своје конкурентности на глобалном тржишту.

Банкоцентрична финансијска структура која преовлађује у евро-зони има најзначајнији утицај на финансијску стратегију транзиционих земаља. Иако је модел финансирања сличан овим земљама у многим аспектима, учешће корпоративних обвезница емитованих на примарном тржишту је много ниже, а секундарно тржиште једва да и постоји. Поред тога, тржишта корпоративних обвезница у транзиционим економијама пате од структурних недостатака и поделе тржишта између малог броја компанија. Значајна разлика постоји и у утицају директних страних инвестиција: поред банкарских кредита и реинвестираног профита, директне стране инвестиције покривају велики део потражње за финансијским средствима у овим земљама. Недостатак добро устројеног тржишта корпоративних обвезница представља, како основну разлику у односу на тржишта земаља чланица ЕУ, тако и ограничење у погледу доступности финансијских средстава домаћим и иностраним компанијама.

Након више од деценије политичких и економских промена и реформи, започео је интензивнији развој домаћих тржишта капитала у транзиционим економијама. Ова тржишта исказују недостатак у обиму и ликвидности, док је волатилност емисија висока. Укупна тржишна капитализација тржишта обвезница у земљама Централне и Источне Европе је ниска и износи 20% БДП-а, у поређењу са 110% БДП-а у Западној Европи. У транзиционим државама емисије путем јавне понуде имају веће учешће, у односу на стање у земљама-чланицама ЕУ. У периоду 1997-2001, износ емисија корпоративних обвезница у земљама Централне и Источне Европе кретао се од 900 милиона евра до 2,800 милиона евра, што нпр. одговара обиму ових емија на тржишту корпоративних обвезница Аустрије.<sup>9</sup>

Разлози спорог пораста овог тржишта леже у:

1. такозваном „ефекту истискивања“ корпоративних обвезница (енг. „crowding out“), од стране директних страних инвестиција;
2. непостојању рејтинг агенција;
3. трошковима прилагођавања међународним рачунодственим стандардима;
4. законским ограничењима (нпр. у Мађарској);<sup>10</sup>
5. финансирању унутар мултинационалих компанија.

Велике корпорација у оквиру земаља Централне и Источне Европе су већ успешно прокрчиле пут и оствариле приступ међународним финансијским тржиштима. Међутим, средња предузећа немају приступ међународним тржиштима и осећају негативне последице неразвијеног домаћег тржишта корпоративних обвезница. У

---

<sup>9</sup> P. Haiss, S. Marin: Corporate Bonds as Financing Vehicle in Central and Eastern Europe, 11th Annual Conference on Business and Marketing Strategies for Central&Eastern Europe, Vienna, Austria, 2003.

<sup>10</sup> нпр. обавеза избора репрезентативне банке путем јавне понуде, обавеза специфицирања циља емитовања обвезница и сл.

периоду 1999-2000, у просеку се само 1% бруто инвестиција у земљама Централне и Источне Европе финансирало путем емисије корпоративних обвезница.<sup>11</sup>

Чињеница да су многе земље Централне и Источне Европе повезане са развијеним тржиштима капитала (Аустрија, Немачка, Скандинавске земље), развој домаћих тржишта капитала у транзиционим економијама чини још тежим. Ова блиска повезаност је, такође, видљива и у јакој усмерености банака из ЕУ према региону земаља Централне и Источне Европе. С обзиром да компаније из ових земаља имају несметан приступ средствима која потичу из ЕУ, њихове финансијске стратегије су ослоњене на банкарске кредите или директне стране инвестиције. Тако је директан приступ иностраним тржиштима капитала постао супститут развоју домаћег тржишта обвезница, а током првих година транзиције обезбеђивао је ефикасну алокацију финансијских ресурса. Међутим, даљи напредак у транзицији требало би да иде паралелно са развојем домаћег тржишта корпоративних обвезница.

Очекује се да ће даљи импулс развоју тржишта корпоративних обвезница у земљама Централне и Источне Европе иницирати:

- повећане потребе пензионих фондова и осигуравајућих компанија за квалитетним хартијама од вредности;
- ограничење раста обима банкарских кредита;
- мањи износ директних страних инвестиција;
- јачања зрелости домаћег корпоративног сектора.

Основано се очекује да ће ови процеси проширити врсте инструмената погодних за различите финансијске стратегије домаћих и иностраних компанија на тржиштима земаља Централне и Источне Европе. При томе се, међутим, морају сагледати и ефекти финансијске кризе. Наиме, 2008. година ће у дневницима готово свих берзи у свету остати упамћена као година суноврата вредности индексних показатеља. Потреси у финансијском систему САД су се, по принципу спојених судова, врло брзо, пренели и на остала финансијска тржишта и изнедрили свеопште неповерење у финансијске институције широм света, што је, последично, међу инвеститорима креирало атмосферу појачане аверзије према ризику инвестирања, или другачије речено, атмосферу страха да би уложено могло бити бесповратно изгубљено. Услед појачане аверзије према ризику који са собом носе инвестиције у финансијске инструменте којима се тргује на берзама, велики број инвеститора одлучује се на прекомпозицију својих инвестиционих портфеља у корист финансијских инструмената који носе нижи ризик улагања, као што су државне обвезнице.

### **3. Карактеристике финансирања емисијом корпоративних обвезница у транзиционим економијама**

Иако новоуспостављани мали сегмент „домаћих“ корпоративних обвезница укључује, како емисије путем јавне понуде, тако и емисије путем приватног пласмана (са високом учешћем краткорочних комерцијалних записа), тржишта корпоративних обвезница у региону пре свега су заснована на приватном пласману у коме банке, и као емитенти и као инвеститори, имају веома значајну улогу. Овај начин емисије

---

<sup>11</sup> P. Haiss, S. Martin, Ibid.

има ограничену транспарентност и због тога испољава штетне ефекте на одвијање и активност секундарног трговања. Наиме, банке, као водећи покровитељи, купујући корпоративне обвезнице настоје да их држе до доспећа, тако да је највећи део емисија на тржишту у рукама финансијских институција (нпр. у Бугарској се око 60% емитованих корпоративних обвезница налази у портфељима банака, а банке представљају и највеће емитенте корпоративних обвезница).<sup>12</sup> У складу са споријим темпом развоја тржишта корпоративних обвезница, просечна рочност на овом тржишту је краћа, у односу на рачност на сегменту државних обвезница.

Секундарно тржиште корпоративних обвезница не постоји или је тек у повоју с обзиром да банке најчешће чувају обвезнице до рока доспећа. Главно секундарно тржиште корпоративних обвезница је нерегулисано тржиште на коме се трансакције обављају од стране банака које су организовале њихову емисију. Промет на секундарном тржишту остао је мали, с обзиром да инвеститори своје пласмане у корпоративне обвезнице сматрају дугорочном инвестицијом.

Поред банака, последњих година запажен је тренд пораста учешћа осталих институционалних инвеститора - углавном осигуравајућих друштава на тржишту корпоративних обвезница.

Корпоративне обвезнице у транзиционим економијама су веома често подржане опцијама, посебно у Русији и Украјини. Велики број емисија на домаћем тржишту укључује пут опције (власнику обвезнице дају право да од емитента тражи наплату обвезнице пре доспелости) и ресет опције (обвезнице емитоване са клаузулом да се на одређени дан иницијално утврђена каматна стопа мора прилагодити како би се обвезницама трговало по њиховој тржишној вредности). Ресет клаузула може бити како у корист емитента - смањивање каматне стопе у случају пада тржишних каматних стопа или повећања кредитног рејтинга емитента, тако и у корист инвеститора - због повећања тржишности обвезница.

Високи трошкови који прате изавање корпоративних обвезница могу бити индиректног карактера (трошкови испуњења захтева регулаторног тела) и директног карактера (трошкови овог начина финансирања). Ови трошкови успорили су развој тржишта корпоративних обвезница у неким транзиционим економијама. Тако нпр. у Словенији, емисије корпоративних обвезница нису популарне у односу на банковно кредитирање, с обзиром да су упоредиви трансакциони трошкови финансирања емисијом обвезница виши због ограничења малог обима тржишта. У Пољској су велики број регулаторних и трошковних препрека допринели да приватни пласман корпоративних обвезница буде, с трошковног аспекта, најефикаснији. Поред тога, могућност да највеће компаније у Мађарској и Пољској емитују обвезнице на јединственом европском тржишту, или да обезбеде изворе финансирања путем својих високо ранжираних иностраних партнера, допринела је успореном развоју локалних тржишта корпоративних обвезница у овим земљама.

С аспекта секторског приступа, емисија корпоративних обвезница у региону показује релативно висок ниво концентрације, везан за финансирање телекомуникација, непокретности, енергетски и финансијски сектор. Слично као и у Западној Европи, предузећа у области телекомуникација и енергетског сектора најчешће користе корпоративне обвезнице као начин финансирања. Међутим, у

---

<sup>12</sup> S. Iorgova, L.L.Ong: Ibid, стр. 14.



последње време, све више предузећа из других делатности користи корпоративне обезнице као допунски начин финансирања својих потреба и финансијске стратегије.<sup>13</sup>

#### 4. Регионална искуства у финансирању корпоративним обезницама

Највећи искорак у финансирању путем корпоративних обезница од свих земаља у региону имала је Хрватска. Прве корпоративне обезнице емитоване су још 2002. године, док је нешто значајније емитовање ове врсте финансијских инструмента забележено 2004. године. Након благог затишја, у 2006. години у Хрватској је емитовано шест нових емисија корпоративних обезница. Тренутно је на Загребачкој берзи котирано укупно 18 емисија корпоративних обезница.<sup>14</sup> Међутим, последице финансијске кризе су се негативно одразиле на тржиште корпоративних обезница, с обзиром да се инвеститори, због сигурности, пре опредељују за државне обезнице. Наиме, у пракси сада банке, као покровитељи, „коче“ издавање корпоративних обезница због страха да ће остати на њиховом рачуну непродате. Осим тога, инвеститори имају одређена негативна искуства с банкама с обзиром да су банке, као покровитељи емисија, одбијале да откупе обезнице од њих, иако су претходно безусловно хвалиле бонитет емитента.

Могућност улагања у корпоративне обезнице имају и инвеститори на Бањалучкој берзи. Наиме, до сада су три предузећа из Републике Српске средства за финансирање својих пословних активности прибавила путем емисије обезница.<sup>15</sup>

Комисија за хартије од вредности Македоније одобрила је у 2007. години (до сада прву и једину) емисију корпоративних ХоВ – обезница Про кредит банци.<sup>16</sup> Разлози ове емисије првенствено су били у функцији промоције финансијског посредништва на тржишту обезница и подстицаја овог начина финансирања. Такође, непосредни циљеви везани су и за подстицај развоја примарног (понуда новог финансијског инструмента што повећава атрактивност тржишта), као и секундарног тржишта капитала, с обзиром на намеру купца да обезницама тргује на секундарном тржишту.

Актуелна ситуација на српском финансијском тржишту: све већа неликвидност,

---

<sup>13</sup> У Русији, на пример, највећу атрактивност у трговању имају корпоративне обезнице Гаспрома и Лукоила, али расте и број емисија телекомуникацијских, комерцијалних и компанија у области медија. У Украјини, тржиштем корпоративних обезница доминирају компаније у области некретнина и финансијског сектора. Извор: Ibid, стр.13.

<sup>14</sup> Између осталих, обезнице су емитовале: Хрватска електропривреда, Рајфајзен банка Аустрија, Подравка итд. Обезнице су емитоване са током доспећа најчешће од 5 -7 година, претежено у домаћој валути - хрватским кунама и са каматом која је нпр. у 2007. години за корпоративне обезнице Јадран Галенског Лабораторијума са рочношћу од 5 година, износила 5,65%.

<sup>15</sup> У питању су Балкан инвестмент банк а.д. Бања Лука, Цер а.д. Прњавор и НЛБ развојна банка а.д. Бања Лука

<sup>16</sup> Ради се о емисији за познатог купца - NLB Тутунску Банку, укупне вредности од 300.000 МКД. Номинална вредност једне обезнице износи 60.000 МКД, са роком од три године

скупи банкарски кредити, као и пад цена акција највећег броја компанија на историјски најниже нивое (што отежава прикупљање капитала путем нових емисија акција), допринела је увођењу корпоративних обвезница као начину апсорпције капитала са тржишта. Тако су у последњих неколико месеци поједина предузећа емитовала корпоративне обвезнице, док се у многим предузећима о њима све више размишља као алтернативној могућности финансирања. На другој страни, инвеститори услед нестабилности на глобалном финансијском тржишту траже сигурније инвестиционе алтернативе, с обзиром да тренутно немају пуно простора за улагање, поготово у хартије које су деноминоване у еврима. Обвезница старе девизне штедње има мало и оне су при крају. У актуелној ситуацији, инструмент какав су корпоративне обвезнице са развијеним секундарним тржиштем имао би добре ефекте с аспекта ликвидности предузећа. Осим тога, шире прихватање корпоративних обвезница продубило би финансијско тржиште и допринело његовој стабилизацији. Србија је тек на почетку развоја овог инструмента и у том погледу заостаје за искуствима у региону: нпр, српско тржиште корпоративних обвезница износи само неколико милиона долара, док у Хрватској вредност свих емисија износи неколико милијарди евра. Стога је, у циљу увећања атрактивности домаћег тржишта капитала, са аспекта „асортимана“, а имајући у виду све израженију наклоност инвеститора ка сигурнијим финансијским инструментима, неопходно да се на тржиште уведу инструменти из групације дужничких, а пре свих, корпоративних и муниципалних обвезница.

“Телефонија” је прва компанија која је у Србији емитовала корпоративне обвезнице.<sup>17</sup> Њен пример су следили “Тигар”<sup>18</sup> и НЛБ банка.<sup>19</sup>

---

<sup>17</sup> “Телефонија” је емитовала обвезнице у јуну месецу 2010. године у вредности од 50 милиона динара или око пола милиона евра. Укупно је издато 5.000 обвезница, свака номиналне вредности од по 10.000 динара, са роком доспећа од четири године и каматом по стопи од 7,5% плус дванаестомесечни ЕУРИБОР. Прибављена средства »Телефонија» је искористила за завршетак пројекта гасификације - финансирање развоја и изградње гасоводне мреже као и за унапређење капацитета интернет сервиса. Емисија ових обвезница била је за познатог купца, осигуравајућу кућу “Винер штедише.” У току прве године купцу ће бити исплаћена само камата, док ће се у преостале три године, до истека рочности, исплатити и главница. <http://www.telefonija.rs/>

<sup>18</sup> Компанија „Тигар“ из Пирота, једна од компанија са Prime Market-а Београдске Берзе, продала је емисију дугорочних корпоративних обвезница у номиналном износу од 167,5 милиона динара, са роком доспећа од пет година и каматом по стопи од 7,75% годишње. Укупно је емитовано 16.750 обвезница, појединачне номиналне вредности од 10.000 динара. Предвиђена је квартална отплата ануитета који обухвата камату и припадајући део главнице, као и пут клаузула након истека прве године. Свака обвезница има 20 купона које ће емитент откупљивати на основу евро еквивалента у динарима по средњем курсу НБС приликом доспећа сваког купона. Ради се о затвореној емисији за познате купце - домаће професионалне инвеститоре (Комерцијална банка и осигуравајуће куће Винер штедише и Таково осигурање). Обезбеђењем новца преко тржишта капитала смањена је потреба за краткорочним средствима и обезбеђен је део новца за даље инвестирање. <http://www.tigar.com/tigar.php?str=100&lg=sr>

<sup>19</sup> НЛБ банка емитовала је обвезнице у вредности од 461 милион динара са фиксном каматом од 5% годишње. Ово је такође била затворена емисија намењена професионалним инвеститорима - осигуравајућим друштвима и инвестиционим фондовима. Ово су прве корпоративне обвезнице које су се појавиле и на секундарном тржишту. <http://www.emg.rs/vesti/srbija/127903.html>

Главна предност овог инструмента је што емитент и купац могу да се унапред договоре о условима и мерама обезбеђења. У банкоцентричној привреди каква је српска, корпоративне обезвнице могу да представљају добру конкуренцију кредитима и самим тим да утичу на њихову цену, али и на цену капитала опште.

## Закључак

Развој тржишта корпоративних обезвница део је опште стратегије развоја дугорочних дужничких хартија од вредности у транзиционим економијама, посебно оних деноминираних у домаћој валути. Међутим, и поред неспорних погодности и позитивних страна овог начина финансирања (чување финансијске независности у односу на банкарски сектор, ослобађање од кредитних линија, приступ широј бази улагача и ликвидном тржишту, дужи рокови доспећа и већа флексибилност, нижи директни трошкови финансирања, јачање положаја емитента на финансијском тржишту, публицитет и промоција предузећа), емисија корпоративних обезвница као вид дуговог финансирања компанија, није шире приваћена у транзиционим економијама, а развој тржишта корпоративних обезвница је још у почетној фази развоја. Највећи напредак у увођењу корпоративних обезвница постигле су Република Чешка и Украјина, у којима тржишна капитализација емитованих корпоративних обезвница износи око 3% БДП-а.

Бројни су разлози који у транзиционим економијама успоравају развој тржишта корпоративних обезвница: наслеђена банкоцентрична структура, високи износи директних страних инвестиција, непостојање рејтинг агенција, трошкови прилагођавања међународним рачунодственим стандардима, законска ограничења, као и раширено финансирање унутар мултинационалних компанија. Финансијска криза доводи до противречних тенденција у развоју тржишта корпоративних обезвница. С једне стране, због пада цена берзанских индекса акција и појачане аверзије према ризику, компаније нису у могућности да емитовањем акција прибаве недостајућа средства, па то покушавају да надоместе емисијом обезвница. С друге стране, инвеститори, такође, избегавајући ризик се пре опредељују за сигурнија улагања у државне обезвнице, уколико оне постоје на тржишту.

Највећи број емисија корпоративних обезвница у транзиционим економијама емитован је путем приватног пласмана познатим купцима - институционалним инвеститорима. Веома значајну улогу на примарном тржишту имају банке, подједнако важне и као купци и као емитенти обезвница. Међутим, веома је раширена појава да банке купљене корпоративне обезвнице држе у својим портфељима до доспећа, што спречава секундарно трговање обезвницама.

Корпоративне обезвнице у транзиционим економијама су веома често подржане опцијама са пут и ресет клаузулом, претежно у циљу повећања атрактивности овог инструмента инвеститорима. Високи трошкови који прате изавање корпоративних обезвница су, како индиректног карактера (трошкови испуњења захтева регулаторног тела), тако и директног карактера (трошкови овог начина финансирања). Ови трошкови успорили су развој тржишта корпоративних обезвница, посебно у мањим земљама с обзиром да су упоредиви трансакциони трошкови финансирања емисијом обезвница виши због малог обима тржишта.

Регулаторне препреке, такође, могу допринети избору приватног пласмана.

У погледу секторског приступа, емисија корпоративних обвезница у региону показује релативно висок ниво концентрације, везан за финансирање телекомуникација, непокретности, енергетски и финансијски сектор.

Од земаља у окружењу, Хрватска је још 2002. године, прва почела са емисијом корпоративних обвезница а тренутно је на Загребачкој берзи котирано укупно 18 емисија корпоративних обвезница.

У Србији су корпоративне обвезнице први пут емитоване 2010. године (три емисије), са рочношћу од 4-5 година. По својим основним карактеристикама: приватни пласман, откуп од унапред познатих институционалних инвеститора, секторски распоред, релативно мали износи емисија и кратка рочност, ове емисије одговарају општим карактеристикама емисија корпоративних обвезница у другим транзиционим економијама.

## Литература

1. Grinlatt Mark, Titman Sheridan, *Financial Markets and Corporate Strategy*, 2nd Edition, McGraw-Hill Higher Education, 2002.
2. Madura Jeff, *Financial Markets and Institutions*, Sixth Edition, Thomson South Western, 2003.
3. Iorgova Silvia, Ong Li Lian, *The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors*, IMF Working Paper, WP/08/103.
4. Haiss, P., Marin, S.: *Corporate Bonds as Financing Vehicle in Central and Eastern Europe* in: Chadraba, P. and R. Springer (eds.): *Proceedings of the 11th Annual Conference on Marketing and Business Strategies for Central and Eastern Europe*, Vienna, 2003.
5. Waschiczek, W: *The Role of Corporate Bonds for Finance in Austria*, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank) Journal Monetary Policy and the Economy, Volume (Year): (2004), Issue (Month): 4 (December).
6. Јовановић, А., Закић, Н.: Тржишта муниципалних обвезница - нека упоредна упутства, Економика, бр.5-6, 2008.
7. [www.TheCityUK.com](http://www.TheCityUK.com)
8. <http://www.telefonija.rs/>
9. <http://www.tigar.com/tigar.php?str=100&lg=sr>
10. <http://www.emg.rs/vesti/srbija/127903.html>