

Горан Радивојац¹

Милош Грујић²

Стање и перспективе тржишта корпоративних обвезница у Републици Српској

State and Perspectives of the Corporate Bond Market in the Republic of Srpska

Резиме

Из малог броја емитованих корпоративних обвезница од настанка Бањалучке берзе до данас, очигледно је да је домаће тржиште корпоративних обвезница у почетној фази развоја. Предмет овог рада је дефинисање претпоставки и ограничења, односно могућности развоја тржишта корпоративних обвезница у Републици Српској. Успјешан развој тржишта обвезница, осим институционалним и законским претпоставкама, у великој мјери је условљен спремношћу привредних друштва да емитују обвезнице. С друге стране, нужна је и одређеност инвеститора да улажу у те хартије од вриједности.

Циљ истраживања је да испитамо потенцијалну понуду и (потенцијалну) потражњу у периоду од наредне три године. Истраживање је provedено методом анкетног испитивања у два дијела. У првом дијелу анкетирани су менаџери у институционалним инвеститорима на домаћем тржишту: инвестициони фондови, осигуравајућа друштва и банке, њих 42. У другом дијелу испитивали смо најзначајнија акционарска друштва на Бањалучкој

¹ Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, goran.radivojac@ef.unibl.org

² milos.grujic@mail.com

берзи, она која су била у саставу индекса BIRS и она која су исплаћивала дивиденду, њих 66. Резултати истраживања показују који број привредних друштва је спреман да финансира своје пословање емисијама облигација, те који број инвеститора би улазио у те инструменте. Осим тога указаћемо на претпреке развоју и прогудљивању тржишта те на стваран број институционалних инвеститора који би улазио у корпоративне облигације.

Кључне ријечи: корпоративне облигације, тржиште корпоративних облигација, фактори развоја тржишта, институционални инвеститори, емисије, инвеститори.

Summary

From a small number of corporate bonds issued since the founding of the Banja Luka Stock Exchange to date, it is obvious that the domestic corporate bond market is in the initial stage of its development. The subject of this paper is to define the assumptions and limitations, i.e. possibilities of the development of the corporate bond market in the Republic of Srpska. The successful development of the bond market, in addition to the institutional and legal assumptions, is largely conditioned by the willingness of companies to emit bonds. On the other hand, it is the obligation and commitment of investors to invest in these securities.

The aim of the research is to examine the potential supply and (potential) demand in next three years. The research was conducted using a two-part survey. In the first part, managers in institutional investors in the domestic market were interviewed: investment funds, insurance companies and banks, 42 of them. In the second part, we examined the most significant joint-stock companies on the Banja Luka Stock Exchange, those that were part of the BIRS index and those that paid dividend, 66 of them.

The results of the survey show the number of companies willing to finance their operations by issuing bonds and the number of investors willing to invest in these instruments. In addition, we will point to obstacles to the development and deepening of the market and the actual number of institutional investors willing to invest in corporate bonds.

Key words: corporate bonds, corporate bond market, factors of market development, institutional investors, issuers, investors

1. Увод и претходна истраживања

Корпоративне обвезнице (*corporate bonds*) су један од најзначајнијих финансијских инструмената. Издају их привредна друштва. Рокови доспијећа се крећу до 5 година за краткорочне, од 5 до 10 година за средњорочне, и више од 10 година за дугорочне корпоративне обвезнице. Могу бити осигуране, хипотеком или залогом (*mortgage bonds* или *collateral trust bonds*) и неосигуране (*debenture bonds*).

Привредна друштва се за емисију обвезница најчешће одлучују у случајевима када је новац на тржишту капитала јефтинији и приступачнији него новац добијен путем класичних банкарских кредита (Bernard, 1998). Приликом издавања обвезница пословне банке или брокерско-дилерска друштва се најчешће појављују у улози аранжера. Величина и обим тржишта корпоративних обвезница варирају од земље до земље упркос томе што су оне саставни дио финансијских тржишта. Наиме, бројна истраживања (Hoshi, Kashyap и Scharfstein, 1993; Anderson и Makhija, 1999; Hakansson, 1999; Harwood, 2000; Levine, 1999; Sharma, 2001, Милош, 2004) показују да су најважнији фактори развоја тржишта корпоративних обвезница:

- развијено тржиште државних обвезница,
- законски оквир који уређује тржиште и пружа заштиту инвеститорима, те
- однос између банкарског и привредног сектора.

Кредит и емисија обвезница сматрају се алтернативним инструментима финансирања привредног друштва. Супротстављеним али и комплементарним, зависно од услова на тржишту. Различита истраживања показују предности и недостатке кредита и изласка на тржиште капитала у различитим околностима (Fama, 1985; Houston and James, 1987; Titman and Wessels, 1988; Bolton and Scharfstein, 1996; Houston and James, 1996; Johnson, 1997; Nege, 2003; Милош 2004).

На развијеним тржиштима велика привредна друштва најчешће добијају бољи кредитни рејтинг од мањих и млађих привредних друштава. У складу са тим, сматра се да имају и мању вјероватноћу банкрота (Petersen and Rajan, 1994). Истовремено, претпоставља се да оваква друштва јавно и редовно објављују све пословне и финансијске информације што за посљедицу има мању асиметричност информација. У складу са величином и реномеом имају могућност да под бољим условима прикупљају веће износе капитала него код банака. Такође, ова околност им отвара могућност смањивања трошкова емисије у укупној вриједности прикупљеног капитала. С друге стране, привредна друштва таквих карактеристика имају већу могућност избора инструмента финансирања (Милош, 2004). Мања привредна друштва, с нижим кредитним рејтингом имају већу асиметричност инфор-

мација и већу вјероватноћу банкрота. Због тога им одговара флексибилност коју им осигурава спремност банака да им помогну у случају финансијских потешкоћа. Кредит најчешће има ниже трошкове емисије, што је додатни мотив јер привредна друштва из те групе најчешће прикупљају мање износе капитала (Petersen и Rajan, 1994). У складу са наведеним, на развијеним тржиштима је пракса, али не и правило, да су банке углавном кредитори мањих привредних друштава.

Предмет овог рада је анализа стања и перспектива тржишта корпоративних обвезница у Републици Српској, те главних фактора од којих зависи развој тог сегмента тржишта.

Домаће тржиште корпоративних обвезница у почетној је фази развоја, што потврђује мали број емитираних обвезница од настанка Бањалучке берзе. Тек 10 привредних друштава је емитовало обвезнице, с тим да су три од њих финансијске институције (Табела 1).

Прве обвезнице које су уврштене на службено (берзанско) тржиште Бањалучке берзе су обвезнице Балкан инвестмент банке - 31. маја 2007. године. Већ 5. јуна исте године је обављена прва трговина тим обвезницама на службеном берзанском тржишту.³ Прве обвезнице Републике Српске за измирење обавеза по основу верификованих рачуна старе девизне штедње - RSDS-О-А, на службено берзанско тржиште Бањалучке берзе су уврштене 7. марта 2008. године. Неколико емитената корпоративних обвезница на Бањалучкој берзи, попут МКД Синергија плус д.о.о. и Боска РК а.д. Бања Лука, показали су проблеме у пословању, односно кашњења у исплати обавеза.

Табела 1.

Емисије корпоративних обвезница на Бањалучкој берзи

Ознака ХОВ	Назив ХОВ	Број обвезница	Номинална вриједност	Вриједност емисије	Година листинга
BLKB-О-В	Банка Српске а.д. Бања Лука	50.000	100	5.000.000	2011
BOSK-О-А	Боска РК а.д. Бања Лука – обвезнице	150.000	100	15.000.000	2011
KLPL-О-А	Калдера Сотрапу д.о.о. Лакташи	70.000	100	7.000.000	2011
ОСЈН-ОКА	Јахорина ОЦ а.д. Пале	15.000.000	1	15.000.000	2011
РРМК-О-А	Прво пензионерско микрокредитно друштво д.о.о Бања Лука	5.357	100	535.700	2015
РРМК-О-В	Прво пензионерско микрокредитно друштво д.о.о Бања Лука	4.000	100	400.000	2015
ТРВЛ-О-А	Топлана а.д. Бања Лука	90.000	100	9.000.000	2015
ТРПД-О-А	Топлана а.д. Приједор	45.000	100	4.500.000	2015
UNMR-О-А	Унис фабрика цијеви а.д. Дервента	20.000.000	1	20.000.000	2011
Укупна вриједност				76.435.700	

Извор: Бањалучка берза

³ <http://blberza.com/Pages/docview.aspx?page=sp4> Од осталих хартија на домаћем тржишту највећи промети се остварују акцијама Телекома РС и Електропривреде

У кризи су инвеститори склонији сигурнијем улагању у дужничке хартије. Да би прикупила средства за финансирање развоја предузећа, не морају да се задужују код банака. То могу емисијом и продајом корпоративних обвезница, које привлаче инвеститоре који нису склони ризику.

Због тога су се и инвеститори одлучили на прекомпозицију својих портфеља у корист финансијских инструмената који доносе нижу - фиксну, али сигурну добит. Такве су дужничке хартије попут државних или корпоративних обвезница. Прикупљање капитала емисијом корпоративних обвезница је добило на значају због актуелних дешавања на тржишту. Цијене акција највећег броја компанија пале су на историјски најниже нивое, упркос њиховим позитивним пословним резултатима, што им отежава прикупљање капитала новим емисијама акција.⁴ Трошкови емисовања обвезница су већи него трошкови одобравања кредита (табела 2) јер је потребно финансирати више активности него при добијању кредита код банке.

Табела 2.

Трошкови емисије обвезница на Бањалучкој берзи

Услуга	Појашњење трошка	Процијењен износ
Трошкови агента емисије /Трошкови изношења продајног налога	Брокерска кућа - агент емисије*	*
Трошак отварања и вођења привременог рачуна за депоновање	Банка (произвољно)**	**
Трошкови објаве огласа (Јавни позив за упис и уплату; извјештај о резултатима)	Дневне новине (Еуроблиц, Глас Српске...)	600
Регистрација емисије у Централном регистру ХОВ	Централни регистар хартија од вриједности а.д. Бања Лука	800-1200
Уврштење обвезница на Службено тржиште Бањалучке берзе	Бањалучка берза а.д. Бања Лука	Зависно од процента емисије
Годишњи трошкови листирања	Трошкови накнаде берзи	Зависно од процента емисије
Укупно		7450 - просјек

*накнада најчешће зависи од износа емисије

**Провизија банке просјечно се креће у износу 0,05-0,1% вриједности емисије, у складу са договором

***Комисија за Хов није до сада наплаћивала накнаду општинама, која иначе износи 0,15% од вриједности емисије.

Извор: Стевановић, С. Грујић, М. (2014). *Ограничења и могућности развоја дужничких инструмената у Републици Српској – обвезница као алтернатива кредити*. Источно Сарајево: Зборник радова Економског факултета у Источном Сарајеву, стр. 263.

⁴ Оне представљају ликвидне уговоре са обавезом да се купцима исплате главница и камате у року од 5 до 20 година. Ова врста обвезница може бити неосигурана или осигурана хипотеком и залогом, са купонима или без њих, с учешћем или без учешћа у профиту емитента.

Потенцијална алтернатива за прикупљање капитала на тржишту у могућности емитовања дужничких инструмената - корпоративних обвезница.⁵ На домаћем тржишту капитала, емисија обвезница емитента кошта мање, али траје дуже него одобравање кредита (табела 3).

Табела 3.

Холограм активности емисије обвезница на Бањалучкој берзи на примјеру општинске Зворник

Емисија обвезница – ходограм активности са роковима извршења општине Зворник		
Активност	Датум	Број дана од одлуке
Доношење Одлуке о задужењу	18.04.2011.	
Добијена сагласност Министарства	31.05.2011.	43
Општина регистрована у регистру емитената код Комисије за хартије од вриједности	06.06.2011.	49
Отворе рачун за депоновање средстава	16.06.2011.	59
Доношење Одлуке о првој емисији обвезница јавном понудом	05.07.2011.	78
Проспект одобрен од стране Комисије за хартије од вриједности	22.07.2011.	95
Објављивање јавног позива за упис и уплату обвезница	јун 2011.	
Датум почетка трајања јавне понуде	16.08.2011.	120
Почетак уписа и уплате обвезница	18.08.2011.	122
Завршетак уписа и уплате обвезница обвезница	29.09.2011.	164
Објава огласа о завршеној емисији обвезница	октобар 2011.	
Захтјев за промјену података код Комисије за хартије од вриједности	03.10.2011.	168
Рјешење о промјени података код Комисије за хартије од вриједности	06.10.2011.	171
Захтјев банци за трансфер новца са рачуна за депоновање на рачун општине	октобар 2011.	
Подношење захтјева за регистрацију обвезница код Комисије за хартије од вриједности	04.10.2011.	169
Рјешење Централног регистра о регистрацији емисије обвезница	07.10.2011.	172
Захтјев за пријем дужничких хартија од вриједности на службено берзанско тржиште	17.10.2011.	182
Одлука о пријему обвезница на службено берзанско тржиште	21.10.2011.	186
Рјешење о почетку трговања са обвезницима	25.10.2011.	190

Купци обвезница: Grawe осигурање, НЛБ Развојна банка, Пензијски резерви фонд РС и три физичка лица.

Извор: Стевановић, С. Грујић, М. (2014). *Ограничења и могућности развоја дужничких инструмената у Републици Српској – обвезница као алтернатива кредитиу*. Источно Сарајево: Зборник радова Економског факултета у Источно Сарајеву, стр. 264.

⁵ Приликом добијања кредита од банке, најчешће се наплаћују трошкови обраде кредита и трошкови годишњег вођења кредита. Приликом залагања имовине, потребно је платити накнаде судским вјештацима за процјену. Ове накнаде износе неколико стотина марака.

Код емисије обвезница за институционалне инвеститоре на домаћем тржишту постоје одређена ограничења која су повезана са учешћем у појединачној емисији, док су код кредита за банке ограничења везана за капитал и активу. Инвестициони фондови не могу да улажу у обвезнице више од 25% емисије, док осигуравајућа друштва не могу да улажу више од 10% укупне емисије (Правилник о висини и начину улагања средстава за покриће техничких резерви и минималног гарантног фонда друштва за осигурање, 56/2012). Наведена ограничења дестимулишу емисију хартија од вриједности. Сматрамо да је сврсисходније да се ограничења постављају у односу на нето вриједност имовине фонда⁶ као што је то у статутима инвестиционих фондова.

Успјешан развој тржишта у великој мјери зависи од активности потенцијалних емитената, али и инвеститора. Према томе, у фокусу нашег истраживања је потенцијална понуда и потражња на овим инструментом на домаћем тржишту у наредне три године.

Дио рада је резултат анализе постојеће релевантне домаће и стране литературе. Осим проучавања тих извора, обавили смо истраживање и анализу потенцијалних емитената и потенцијалних инвеститора у домаће корпоративне обвезнице.

Истраживање је проведено на два различита узорка методом анкетног испитивања. У првом дијелу анкетирани су менаџери у институционалним инвеститорима на домаћем тржишту: инвестициони фондови, осигуравајућа друштва и банке, њих 42. У другом дијелу испитивали смо најзначајнија акционарска друштва на Бањалучкој берзи, она која су била у саставу индекса BIRS и она која су исплаћивала дивиденду и јавна акционарска друштва, њих 66. Резултати истраживања показују који број привредних друштава је спреман да финансира своје пословање емитовањем обвезница.

Упитници су достављени електронски, у виду форме, 26. августа 2016. године. Процес прикупљања анкетних упитника завршен је 20. децембра 2016. године. Добили смо 50% (33 од 66) од узорка потенцијалних емитената, те 61,9% (26 од 42) за узорак потенцијалних инвеститора. Стопу поврата треба приписати малом броју испитаника али и релативно дугачком периоду спровођења анкете у оба узорка, због чега их је, осим слања упитника, било могуће контактирати испитанике и подстаћи их на сарадњу.

Добијени резултати истраживања садрже сљедеће ризике:

1. испитаници који су учествовали у истраживању нису репрезентативни представници привредних друштава нити инвеститора из узорка;

⁶ Нето вриједности имовине - Net asset value (NAV) је разлика између целокупне вриједности средстава и свих обавеза.

2. испитаници су погрешно разумјели постављена питања;
3. након испуњених упитника дошло је до промјене ставова код испитаника.

Анкетирана лица нису могла два пута да испуне упитник, али су до 20.12.2016. могли да коригују понуђене одговоре.

Прикупљени подаци подвргнути су статистичкој анализи. Она се у великој мјери заснивала на корелационој анализи која показује у каквом су односу двије варијабле те који је интензитет и смјер тог односа.

Ради испитивања разлика међу варијаблама проведена је једносмјерна анализа варијансе с циљем израчунавања статистички значајних разлика између два мала, међусобно независна узорка, с тежњом да се укаже на разлике које нису случајне. Осим тога, примијењене су стандардне методе дескриптивне статистике као што су анализа аритметичке средине, минималне и максималне вриједности, фреквенције и сл.

1.1. Истраживачке хипотезе

X1: Међу највећим и најуспјешнијим домаћим привредним друштвима нема много потенцијалних емитената обвезница у ближој будућности.

Помоћне хипотезе

X1A: Менаџери чија привредна друштва не планирају емитовати обвезнице недовољно познају стање на домаћем тржишту капитала и законске предуслове за емисију обвезница.

X1B: Већина домаћих привредних друштва кредит сматра бољим обликом финансирања јер сматрају да су трошкови прибављања капитала на тај начин примјеренији њиховим могућностима.

X2: На домаћем тржишту капитала постоје институционални инвеститори који су спремни улагати у домаће корпоративне обвезнице.

Помоћна хипотеза

X2A: Постоји задовољавајућа потражња обвезница. Према томе тај предуслов развоја тржишта је задовољен.

2. Узорак**Табела 4.**
Узорак поштенцијалних емисија

Ред. бр.	Акционарско друштво	Ознака	Образложење	Приход
1.	Алпро Власеница	ALPR-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
2.	Бањалучка пивара а.д. Бања Лука	BLPV-R-A	чинили или чине BIRS	од 40.000.001 до 50.000.000
3.	Бирач а.д. Зворник	BIRA-R-A	чинили или чине BIRS	од 2.000.001 до 3.000.000
4.	Боксит а.д. Милићи	BOKS-R-A	чинили или чине BIRS	од 50.000.001 до 10.000.0000
5.	Боска РК Бања Лука	BOSK-R-A	чинили или чине BIRS	од 4.000.001 до 5.000.000
6.	Чистоћа а.д. Бања Лука	CIST-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
7.	Дунав осигурање а.д. Бања Лука	KDVO-R-A	чинили или чине BIRS	од 1.000.001 до 2.000.000
8.	Електро Бијељина а.д. Бијељина	ELBJ-R-A	чинили или чине BIRS	од 100.000.001 до 20.000.0000
9.	Електро Добој а.д. Добој	ELDO-R-A	чинили или чине BIRS	од 50.000.001 до 10.000.0000
10.	Електродистрибуција а.д. Пале	EDPL-R-A	чинили или чине BIRS	од 40.000.001 до 50.000.000
11.	Електрохерцеговина а.д. Требиње	EKHC-R-A	чинили или чине BIRS	од 20.000.001 до 40.000.000
12.	Електрокрајина Бања Лука	EKBL-R-A	чинили или чине BIRS	од 200.000.001 до 30.000.0000
13.	Elvaso а.д. Бијељина	ELVA-R-A	чинили или чине BIRS	од 50.000.001 до 10.000.0000
14.	Fratello Trade а.д. Бања Лука	FRTL-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
15.	Хемијска индустрија дестилација а.д. Теслић	DEST-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
16.	Хидроелектране на Дрини Вишеград	HEDR-R-A	чинили или чине BIRS	од 20.000.001 до 40.000.000
17.	Хидроелектране на Требишњици Требиње	HETR-R-A	чинили или чине BIRS	од 50.000.001 до 10.000.0000
18.	Хидроелектране на Врбасу М.Град	HELV-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
19.	Хотел Палас	HPAL-R-A	чинили или чине BIRS	од 1.000.001 до 2.000.000
20.	Индустријске плантаже а.д. Бања Лука	IPBL-R-A	чинили или чине BIRS	од 4.000.001 до 5.000.000
21.	Јелшинград ливница челика а.д. Бања Лука	JLLC-R-A	чинили или чине BIRS	од 5.000.001 до 10.000.000
22.	Косиг Дунав Осигурање Бања Лука	KDVO-R-A	чинили или чине BIRS	од 1.000.001 до 2.000.000
23.	Крајина ГП а.д. Бања Лука	KRJN-R-A	чинили или чине BIRS	од 5.000.001 до 10.000.000
24.	Крајинапетрол а.д. Бања Лука	KRPT-R-A	чинили или чине BIRS	од 20.000.001 до 40.000.000
25.	Меридиан а.д. Бања Лука	MRDN-R-A	чинили или чине BIRS	од 5.000.001 до 10.000.000

Ред. бр.	Акционарско друштво	Ознака	Образложење	Приход
26.	Метал а.д. Градишка	METL-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
27.	Мира а.д. Приједор	MIRA-R-A	чинили или чине BIRS	од 20.000.001 до 40.000.000
28.	NLB развојна банка а.д. Бања Лука	VBBB-R-A	чинили или чине BIRS	финансијске институције
29.	Пословна зона а.д. Бања Лука	PZBL-R-A	чинили или чине BIRS	од 4.000.001 до 5.000.000
30.	Поште Српске а.д. Бања Лука	POST-R-A	чинили или чине BIRS	од 50.000.001 до 10.000.0000
31.	Приједорпутеви а.д. Приједор	PDPT-R-A	чинили или чине BIRS	од 20.000.001 до 40.000.000
32.	Р и ТЕ Гацко	RITE-R-A	чинили или чине BIRS	од 100.000.001 до 20.000.0000
33.	Р и ТЕ Угљевик	RTEU-R-A	чинили или чине BIRS	од 100.000.001 до 20.000.0000
34.	Рафинерија нафте Брод а.д. Брод	RFUM-R-A	чинили или чине BIRS	од 20.000.001 до 40.000.000
35.	Рафинерија уља а.д. Модрича	RNAF-R-A	чинили или чине BIRS	од 100.000.001 до 20.000.0000
36.	Рудници жељезне руде Љубија а.д. Приједор	LJUB-R-A	чинили или чине BIRS	од 0 до 500000
37.	Семберија ПД а.д. Бијељина	SEMB-R-A	чинили или чине BIRS	од 5.000.001 до 10.000.000
38.	Тргопродаја Приједор	TRPD-R-A	чинили или чине BIRS	од 5.000.001 до 10.000.000
39.	Телеком Српске а.д. Бања Лука	TLKM-R-A	чинили или чине BIRS	од 400.000.001 до 50.000.0000
40.	Тржница а.д. Бања Лука	TRZN-R-A	чинили или чине BIRS	од 5.000.001 до 10.000.000
41.	Унис фабрика цијеви а.д. Дервента	UNFC-R-A	чинили или чине BIRS	N/A
42.	Велепрехрана Бања Лука	VLPH-R-A	чинили или чине BIRS	од 5.000.001 до 10.000.000
43.	Витаминка а.д. Бања Лука	VITA-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
44.	Витинка а.д. Козлук	VTNK-R-A	чинили или чине BIRS	од 20.000.001 до 40.000.000
45.	ЗТЦ Бања Врућица ад Теслић	BVRU-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
46.	Жељезнице РС а.д. Добој	ZERS-R-A	чинили или чине BIRS	
47.	Осигурање Аура а.д. Бања Лука	AURO-R-A	исплаћивали дивиденду	финансијске институције
48.	Атос осигурање а.д. Бијељина	BROS-R-C	исплаћивали дивиденду	од 4.000.001 до 5.000.000
49.	Дрина осигурање а.д. Милићи	DROS-R-A	исплаћивали дивиденду	од 4.000.001 до 5.000.000
50.	Гас промет а.д. Источно Сарајево - Пале	GPIS-R-A	исплаћивали дивиденду	од 5.000.001 до 10.000.000
51.	Grawe осигурање а.д. Бања Лука	GRAW-R-A	исплаћивали дивиденду	од 5.000.001 до 10.000.000
52.	Градитељ а.д. Теслић	GRDT-R-A	исплаћивали дивиденду	од 5.000.001 до 10.000.000
53.	Комо а.д. Модрича	KOMO-R-A	исплаћивали дивиденду	од 1.000.001 до 2.000.000

Ред. бр.	Акционарско друштво	Ознака	Образложење	Приход
54.	Нуро Alpe-Adria-Bank а.д. Бања Лука	KRLB-R-A	исплаћивали дивиденду	од 5.000.001 до 10.000.000
55.	Лутрија РС а.д. Бања Лука	LTRS-R-A	исплаћивали дивиденду	од 4.000.001 до 5.000.000
56.	Матекс а.д. Бања Лука	MATE-R-A	исплаћивали дивиденду	од 500001 до 1.000.000
57.	Микрофин осигурање а.д. Бања Лука	MKOS-R-A	исплаћивали дивиденду	финансијске институције
58.	Напредак а.д. Бијељина	NPDK-R-A	исплаћивали дивиденду	од 0 до 500000
59.	Романија Путеви а.д. Соколац	ROPT-R-A	исплаћивали дивиденду	од 10.000.001 до 20.000.000
60.	Wiener osiguranje Vienna Insurance Group а.д. Бања Лука	SODJ-P-A	исплаћивали дивиденду	финансијске институције
61.	ТГТ а.д. Лакташи	TGTN-R-A	исплаћивали дивиденду	од 4.000.001 до 5.000.000
62.	Водовод и канализација а.д. Модрича	VIKM-R-A	исплаћивали дивиденду	од 0 до 500000
63.	Ветпродукт а.д. Прњавор	VTPR-R-A	исплаћивали дивиденду	од 20.000.001 до 40.000.000
64.	Нова банка а.д. Бања Лука	NOVB-R-A	чинили или чине BIRS	од 10.000.001 до 20.000.000
65.	МФ Банка а.д. Бања Лука	IEFB-R-A	исплаћивали дивиденду	од 10.000.001 до 20.000.000
66.	Комерцијална банка а.д. Бања Лука	KMCB-R-A	исплаћивали дивиденду	од 10.000.001 до 20.000.000

Извор: www.blberza.com

Табела 5.

Узорак потенцијалних инвеститора

Редни број	Назив	Тип институционалних инвеститора у узорку
1.	Атос осигурање а.д. Бијељина	Осигуравајућа друштва
2.	Аура осигурање а.д. Бања Лука	Осигуравајућа друштва
3.	Брчко гас осигурање д.д. Брчко Дистрикт	Осигуравајућа друштва
4.	Дрина осигурање а.д. Милићи	Осигуравајућа друштва
5.	Дунав осигурање а.д. Бања Лука	Осигуравајућа друштва
6.	Еурос осигурање а.д. Бања Лука	Осигуравајућа друштва
7.	Гарант осигурање Брчко Дистрикт	Осигуравајућа друштва
8.	Grawe осигурање а.д. Бања Лука	Осигуравајућа друштва
9.	Крајина осигурање а.д. Бања Лука	Осигуравајућа друштва
10.	Микрофин осигурање а.д. Бања Лука	Осигуравајућа друштва
11.	Нешковић осигурање а.д. Бијељина	Осигуравајућа друштва
12.	Триглав осигурање а.д. Бања Лука	Осигуравајућа друштва
13.	Wiener осигурање а.д. Бања Лука	Осигуравајућа друштва

Редни број	Назив	Тип институционалних инвеститора у узорку
14.	ЗАИФ у преобликовању БЛБ - профит а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
15.	ЗАИФ у преобликовању Борс инвест фонд а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
16.	ЗИФ Еуроинвестмент фонд а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
17.	ЗМИФ у преобликовању Актива инвест фонд а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
18.	ЗМИФ у преобликовању Инвест нова фонд а.д. Бијељина	Затворени инвестициони фондови
19.	ЗИФ Јахорина Коин а.д. Пале	Затворени инвестициони фондови
20.	ЗМИФ у преобликовању Кристал инвест фонд а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
21.	ЗИФ Полара инвест фонд а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
22.	ЗИФ Привредник инвест а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
23.	ЗИФ Униоинвест а.д. Бијељина	Затворени инвестициони фондови
24.	ЗМИФ у преобликовању ВБ фонд а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
25.	ЗАИФ у преобликовању ВИБ фонд а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
26.	ЗМИФ у преобликовању Зептер Фонд а.д. Бања Лука	Затворени инвестициони фондови
27.	ЗИФ Униоинвест а.д. Бијељина	Затворени инвестициони фондови
28.	<i>Addiko Bank</i>	Банке
29.	Комерцијална Банка, Бања Лука	Банке
30.	МФ Банка, Бања Лука	Банке
31.	НЛБ Развојна Банка, Бања Лука	Банке
32.	Нова Банка, Бања Лука	Банке
33.	<i>Pavlovic International Bank</i> , Бијељина	Банке
34.	<i>Unicredit</i> Банк Бања Лука, Бања Лука	Банке
35.	<i>Sberbank</i> Бања Лука, Бања Лука	Банке
36.	ОИФ Кристал Капитал Бања Лука	ОИФ
37.	Акцијски фонд Републике Српске	ИРБ
38.	Фонд за реституцију Републике Српске	ИРБ
39.	Пензијски резервни фонд РС	ПРЕФ
40.	Еуроброкер а.д. Бања Лука	брокерско-дилерско друштво
41.	Адвантис брокер а.д. Бања Лука	брокерско-дилерско друштво
42.	Монет брокер а.д. Бања Лука	брокерско-дилерско друштво

Извор: калкулације аутора према <http://www.online-banka-kredit.com/lista-banaka-u-republici-srpskoj.html>, <http://www.profitiraj.ba/20111005408/osiguranja-osiguravajuca-drustva-u-bih-kompletna.php> и <https://www.blberza.com/Pages/SecurityList.aspx?index=FIRS>

3. Резултати истраживања

3.1. Анализа потенцијалних емитената корпоративних обвезница

Један од основних циљева анкетног упитника је био истражити повезаност између финансирања привредних друштава кредитом и вјероватноће и могућности финансирања емисијом обвезница. Наиме, ови облици финансирања туђим капиталом, уз традиционалну банкоцентричну сложеност друштава на финансирање кредитом на овим просторима, сматрају се главним узроцима неразвијености тржишта корпоративних обвезница.

Одговори су показали да се 87,88% (29 од 33) анализираних привредних друштава користи дугорочним кредитом као методом финансирања. Двије трећине њих има пословне односе са више од двије банке.

Табела 6.

Број банака које кредитирају испитано привредно друштво

Број банака које кредитирају друштво	Број одговора	Процент
Ниједна банка	4	12,12%
Једна банка	7	21,21%
Двије банке	11	33,33%
Три банке	5	15,15%
Четири банке	2	6,06%
Пет и више банака	4	12,12%
Укупно	33	100,00%

Извор: обрада података добијених анкетом

Привредна друштва која нису користила банкарски кредит, нити друге производе банке као што су гаранција или акредитив, као извор финансирања друштва су навела „докапитализацију”, „сопствени капитал” и „финансирање из остварене добити”.

Истраживање је показало да се највише привредних друштава, њих 10 или 29,41%, задужује по стопи која износи између 5 и 6%. На основу добијених и обрађених података запажамо да је готово 4 од 5 потенцијалних емитената задужено по стопи која је већа од 4%.



Илустрација 1. Приказ просјечне стопе по којој се задужују привредна друштва

Међу привредним друштвима која су одговорила на упитник четири су већ емитовала корпоративне обвезнице. У укупном узорку анкетираних, 20 друштава или 58,82% их је потврдило да су разматрали емитовање обвезница.

Посматрајући везу између друштава која су разматрала могућност емисије обвезница или неких других хартија од вриједности као начина финансирања и броја банака која кредитирају та друштва, запазили смо да друштва која имају односе са три и више банака већ јесу разматрала емисију обвезница.

Табела 7.

Веза између броја банака које кредитирају испитивано привредно друштво и разматрања емисије обвезница

Број банака које кредитирају друштво	Друштво је разматрало емисију обвезница	Друштво није разматрало емисију обвезница
Ниједна банка	3	1
Једна банка	3	4
Двије банке	6	5
Три банке	2	3
Четири банке	2	0
Пет и више банака	4	0
Укупно	20	13

Извор: обрада података добијених анкетом

С друге стране, истраживање је показало да су друштва која су већ емитовала обвезнице биле банке или привредна друштва која имају пословне односе са двије, односно са пет и више банака.

Табела 8.

Веза између броја банака које кредитирају испитано привредно друштво и број друштава која су већ емитовала обвезнице

Број банака које кредитирају друштво	Јесте емитовало обвезнице	Није емитовало обвезнице
Ниједна банка.	1	3
Једна банка.	0	7
Двије банке.	1	10
Три банке.	0	5
Четири банке.	0	2
Пет и више банака.	2	2
Укупно	4	29

Извор: обрада података добијених анкетом

Од укупног броја анкетираних, 18 друштава је одговорило да постоји вјероватноћа да емитују обвезнице у наредне три године. Међутим, остаје нејасно колико је заиста извјесна емисија обвезница код ових друштава. Наиме, упитником није дефинисана вјероватноћа емисије.

Табела 9.

Вјероватноћа емисије обвезница у наредне три године

Одговор	Број одговора	Процент
Да	18	54,55%
Не	15	45,45%
Укупно	33	100,0%

Извор: обрада података добијених анкетом

Чак 20 анкетираних друштава сматра да банке омогућавају да се до новца брже дође подизањем кредита него емисијом обвезница. Истовремено, 16 анкетираних друштава је признало да недовољно познавање могућности за емисију обвезница. На овај начин смо добили потврду прве помоћне хипотезе да менаџери друштава недовољно познају стање на домаћем тржишту капитала и законске предуслове за емисију обвезница. На неразвијеним и неефикасним тржиштима која су резултат економске транзиције (као што је Бањалучка берза), упитна је претпоставка теорије портфолија да су сви инвеститори информисани у једнакој мјери. (Радивојац, Грујић, 2016).

Истовремено, по десет одговора или по 30,3% друштава је као један од разлога навело да банка омогућава гаранције, револвинг кредите, дугорочне кредите за обртна средства, кредите за ПДВ, акредитиве, те да дугорочни односи с банком сигнализирају позитивне информације о вриједности друштва и будућим зарадама. Један мање одговор показао је став да су банке поуздани кредитори кад наступе финансијске потешкоће у друштву. Само

у пет анкетираних друштава сматрају да прибављање средстава кредитом има позитиван утицај на тржишну цијену обичних акција друштва.

Посматрајући анкетирана друштва која су изјавила да не планирају емитовати обвезнице, запазили смо да доминира став испитаних да банке омогућавају да се до новца брже дође подизањем кредита него емисијом обвезница. Осам анкетираних из ове групе, или 53,33% њих је овог става. Истовремено, дијелом је потврђена хипотеза Х1А по којој смо сматрали да менаџери чија привредна друштва не планирају емитовати обвезнице недовољно познају стање на домаћем тржишту капитала. Седам анкетираних, или 46,67% сматра да недовољно познају могућности за емисију обвезница. Тачно 40% испитаних из ове групе односно шест анкетираних сматра да су банке су поуздани кредитори кад наступе финансијске потешкоће у друштву. Истовремено, по четири одговора су се односила на то да банка омогућавају гаранције, револвинг кредите, дугорочне кредите за обртна средства, кредите за ПДВ и акредитиве, те да дугорочни односи с банком сигнализирају позитивне информације о вриједности друштва и будућим зарадама. И на овом питању се показало да потенцијалне емитенте не брине реакције јавности. Само два одговора су се односила на то да прибављање средстава кредитом има позитиван утицај на тржишну цијену обичних акција друштва.

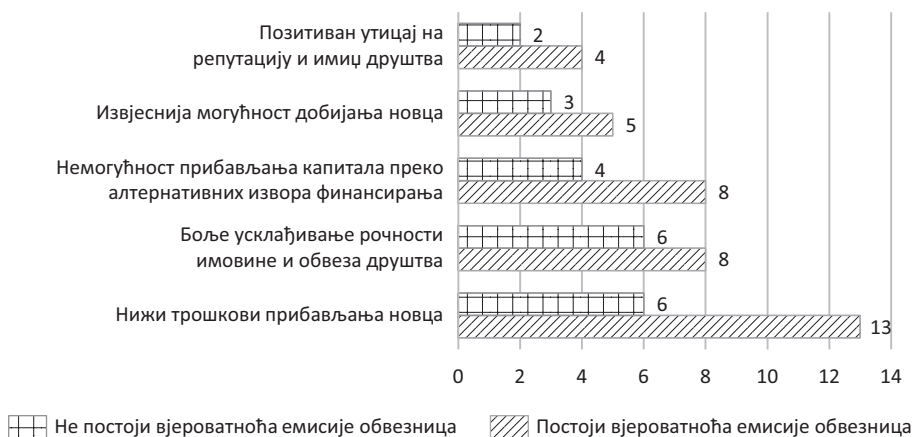


Илустрација 2. Разлози доношења одлуке о финансирању привредног друштва банкарским кредитом.

Деветнаест анкетираних је као најбитнији разлог за емисију корпоративних обвезница навело ниже трошкове прибављања новца. Од тога шест њих је изјавило да не постоји вјероватноћа емисије обвезница, а њих 13 да постоји. Четрнаест их је означило и боље усклађивање рочности имовине и

обавеза друштва. Шест од њих је изјавило да не постоји вјероватноћа емисије облигација, а осам да она постоји. Дванаест анкетираних је као одговор означило немогућност прибављања капитала преко алтернативних извора финансирања (четири напрема осам). Осам анкетираних је нагласило извјеснију могућност добијања новца. Од тога су три нагласила да постоји могућност емисије облигација, а пет да не постоји. На крају, шест анкетираних је међу битне разлоге навело позитиван утицај на репутацију и имиџ друштва.

Издвојите зашто би се Ваше друштво одлучило за емисију корпоративних облигација



Илустрација 3. Разлози који одређују друштво за емисију облигација

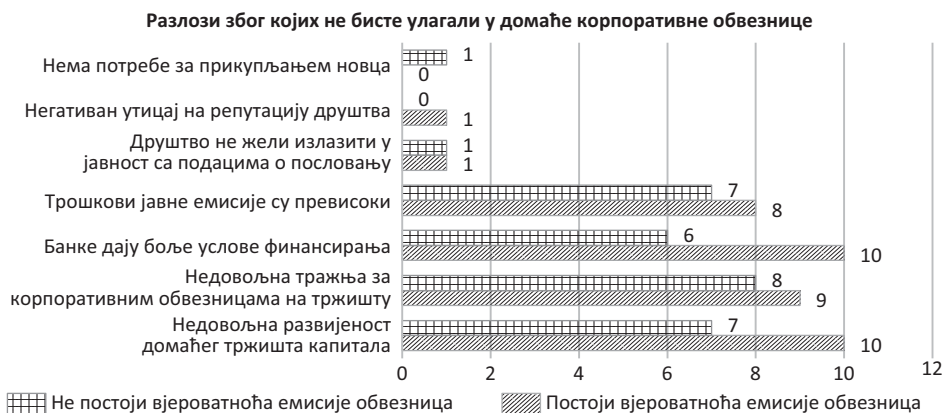
Када је ријеч о најважнијим факторима доношења одлуке о финансирању друштва емисијом облигација, 24 анкетираних друштва су као најважнији фактор означила већу слободу доношења пословних одлука.⁷ Десет од њих је раније изјавило да не постоји вјероватноћа да ће у наредне три емитовати облигације. Шеснаест испитаних је као важан мотив нагласила потребу за финансирањем дугорочних инвестиција. Девет од њих је раније одговорило да код њих постоји вјероватноћа емисије облигација. Слично као у претходном питању, утицај на репутацију друштва није међу важним факторима. Позитиван утицај на репутацију друштва су као фактор препознала само три друштва из групе код које постоји вјероватноћа емисије облигација у наредне три године.

⁷ Слободу друштва при финансирању пословања емисијом облигација одражава и чињеница да је кредит намјенски. Наиме, кредитом се се могу финансирати инвестиције за које су средства одобрена. С друге стране, новац прикупљен емисијом облигација не мора бити у складу са захтјевима које би банка поставила. Такође, за добијање кредита друштво треба пружити неки вид осигурања. Оваквог напрезања при емитовању облигација не мора бити. (Орсаг, 2003).



Илустрација 4. Најважнији фактори доношења одлуке о финансирању друштва емисијом обвезница

Најважнији фактор због којег се потенцијали емитенти не опредељују за емисију обвезница је претпоставка о недовољној развијености тржишта капитала (17 анкетираних, од чега 10 који су нагласили да постоји вјероватноћа емисије обвезница) и вјеровање да не постоји довољна потражња за корпоративним обвезницама (такође 17 анкетираних од којих је девет потврдило вјероватноћу емисије обвезница). Осамнаест испитаних вјерује да банке дају боље услове финансирања. Од тога је десет потврдило вјероватноћу емисије обвезница у наредне три године. Занимљиво је да су друштва као занемарив разлог суздржавања навела потребу за прикупљањем новца, негативан утицај на репутацију друштва и настојање да заштите податке од увида јавности. Дакле, потенцијални емитенти брину због неизвјесности прибављања новца усљед неразвијености тржишта, али не брину о реакцији јавности на одлуку о емисији обвезница.



Илустрација 5. Најважнији фактори због којих друштва не би емитовала обвезнице

3.2. Анализа потенцијалних инвеститора у корпоративне обвезнице

Истраживање је спроведено међу неколико група институционалних инвеститора на домаћем тржишту: банке, осигуравајућа друштва, брокерско-дилерска друштва, отворени инвестициони фондови, затворени инвестициони фондови и ИРБ. Анкетни упитници су добијени од свих група и могу се међусобно упоређивати. Питања су састављена с циљем испитивања стајалишта инвестиционих менаџера о улагању дијела портфеља у домаће корпоративне обвезнице.

Резултати истраживања су показали да је 92,31%, или 24 од укупно 26 добијених одговора већ улагало у обвезнице на Бањалучкој берзи. Према томе, можемо закључити да постоји култура и политика улагања институционалних инвеститора у обвезнице на домаћем тржишту.

Већина испитаника је као разлог улагања споменула принос као:

- адекватан (принос),
- већи (приноси) у односу на штедњу,
- упошљавање вишкова ликвидности уз прихватљиве приносе,
- остварење приноса изнад приноса који се остварују држањем новца на рачуну Централне банке БиХ, али и
- остваривање зараде од камате које исплаћује емитент, те
- диверзификовање портфолија, смањивање ризика и тежња за сигурним профитом.

За разлику од улагања у обвезнице, тек 53,85% инвеститора који су одговорили на упитник је улагало у корпоративне обвезнице.

Табела 10.

Број инвеститора који су улагали у корпоративне обвезнице.

Одговор	Број	Процент
Да	14	53,85%
Не	12	46,15%
Укупно	26	100,00%

Извор: обрада података добијених анкетом

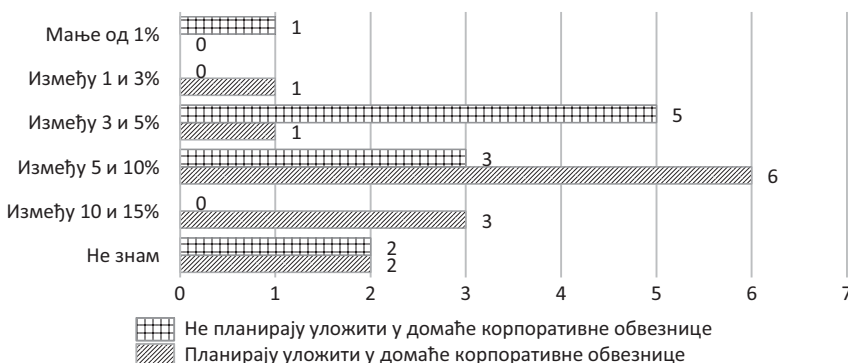
Као мотиве улагања наводили су већ поменуте, али и „улагања у трезорске записе ради упошљавања вишкова ликвидности на краћи рок” или „тежња за реализацијом приноса који је или ће бити изнад оног приноса који бисмо остварили полагањем вишка резерви код Централне банке”. Неки одговори су нагласили „задовољавајући принос у односу на преузети ризик” али и „остваривање приноса који је већи од приноса који дају хартије које емитује Република Српска и њене општине”, те „диверзификовање портфолија, смањивање ризика и тежња за сигурним профитом.”

Само два инвеститора су одговорила потврдно на питање да ли су улагали у корпоративне обвезнице страних емитената. Даље, половина је потврдила да планира улагати у домаће муниципалне обвезнице.

Више од пола испитаних тј. 57,70% у домаће корпоративне обвезнице планира уложити више од 3, али мање од 10% вриједности портфеља. Интересантно је да готово 12% потенцијалних инвеститора још нема представу који проценат портфеља би уложили у корпоративне обвезнице. Међутим, могућности и ограничења улагања анализираних институционалних инвеститора треба посматрати у контексту законски прописане структуре улагања. На примјер, инвестициони фондови су ограничени на највише 25% од износа емисије обвезница, док осигуравајућа друштва не могу да улажу више од 10% укупне емисије (Правилник о висини и начину улагања средстава за покриће техничких резерви и минималног гарантног фонда друштва за осигурање, 56/2012). Интересантно је запазити да би инвеститори који су претходно изјавили да не би улагали у корпоративне обвезнице ипак промијенили став – уложили би између 3 и 5% нето вриједности имовине (пет испитаника), односно између 5 и 10% (три анкетирани инвеститора).

Међу анкетираним који би сигурно улагали у обвезнице шест њих или 46,15% би у свом портфељу држало између 5 и 10% вриједности портфеља. Три потенцијална инвеститора би између 10 и 15% нето вриједности имовине уложили у ове обвезнице.

Колико озноси проценат портфеља који бисте уложили у домаће корпоративне обвезнице

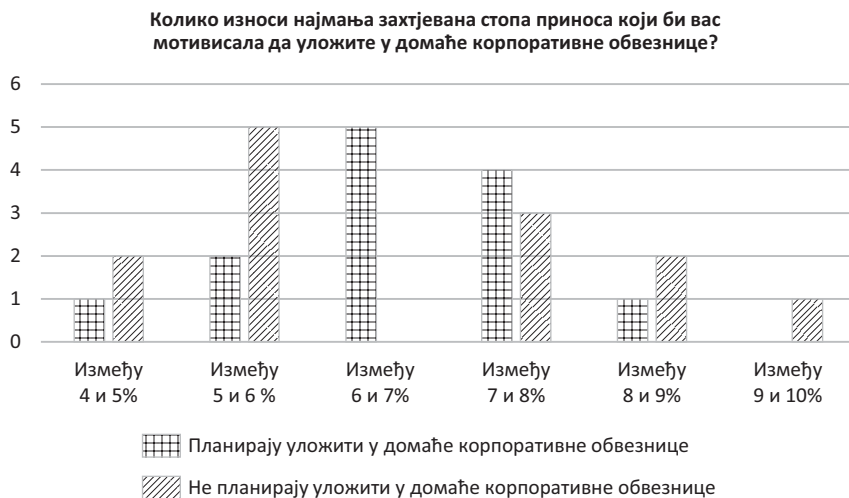


Илустрација 6. Процент портфеља који инвеститори планирају уложити у домаће обвезнице

Запазили смо да је седам испитаних одговорило да најмања захтијева на стопа приноса који би их мотивисала да уложе у домаће корпоративне обвезнице износи између 5 и 6%. Истовремено, исти број испитаних је као одговор навео „између 7 и 8%”. Слично претходном питању, за адекватну

стопу приноса би један број инвеститора промијенио став о неулагању у домаће корпоративне обвезнице.

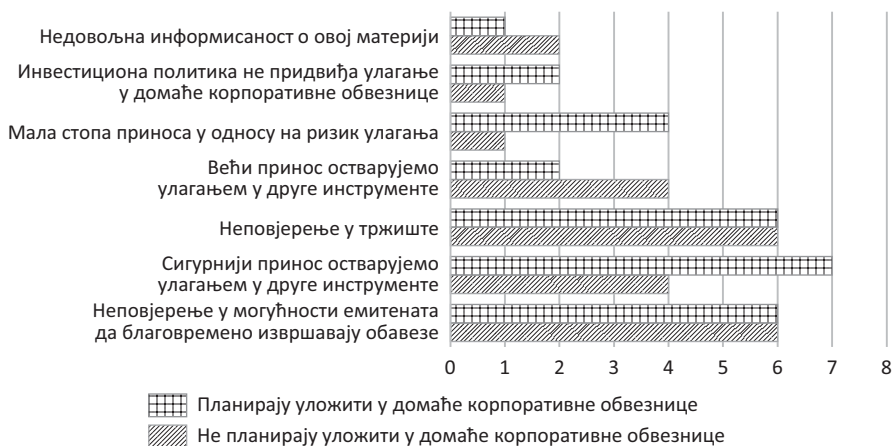
Пет друштава или 38,46% која би сигурно улагала у обвезнице би било задовољно стопом приноса од 6 до 7%. Четири из ове групе као стопу која би их мотивисала да улажу у ове обвезнице је одредила распон од 7 до 8%.



Илустрација 7. Најмања захтијевана стопа приноса који би инвеститоре мотивисала да уложе у домаће корпоративне обвезнице

Међу разлозима због којих се инвеститори не одлучују да улажу у домаће корпоративне обвезнице доминира неповјерење у могућности емитента да благовремено извршавају обавезе. Чак 12, или 46,15% испитаних је навело овај разлог. Истовремено, исти број испитаних нема повјерење у тржиште. Став 11 испитаних (42,31%) јесте да сигурнији принос остварују улагањем у друге инструменте. Осим тога, укупно шест испитаних вјерује да већи принос остварују улагањем у друге инструменте. Истовремено, пет испитаних вјерује да је стопа приноса на корпоративне обвезнице мала у односу на друга улагања. Међутим, три испитаника, или 11,54% испитаних су навели да инвестициона политика не предвиђа улагање у домаће корпоративне обвезнице. Осим тога, такође три испитаника су признала да су недовољно информисани о овој материји.

Разлози због којих не бисте улагали у домаће корпоративне обвезнице



Илустрација 8. Разлози због којих се инвеститори не одлучују да улажу у домаће корпоративне обвезнице

Сви инвеститори су показали да су спремни да купују корпоративне обвезнице које носе принос већи од 4% (табела 11).

Табела 11.

Показатељи задужености привредних друштава и сигурности инвеститора да улажу у корпоративне обвезнице по одређеној каматној стоји

Одговор	Одговори привредних друштава		Одговори инвеститора	
	Број одговора	Процент	Број одговора	Процент
Нисмо задужени код банака.	3	9,09%		
Мање од 3%	2	6,06%		
Између 3% и 4%	1	3,03%		
Између 4% и 5%	4	12,12%	3	11,54%
Између 5% и 6%	10	30,30%	7	26,92%
Између 6% и 7%	9	27,27%	5	19,23%
Између 7% и 8%	4	12,12%	7	26,92%
Више од 8%	0	0,00%	3	11,54%
између 9 и 10%			1	3,85%
Укупно	33	100,00%	26	100,00%

Извор: обрада података добијених анкетом

С циљем да још прецизније идентификујемо простор за трговину корпоративним обвезницама издвојили смо инвеститоре који су потврдили да би сигурно куповали корпоративне обвезнице. Један од тих инвеститора би уложио између 1 и 3% нето вриједности имовине по стопи која се креће од

4 до 5%. Два инвеститора би уложила између 10 и 15% NAV по захтијеваној која се креће од 5 до 6% итд. (табела 12).

Табела 12.

Сиремности инвеститора да дио неће вриједности имовине уложи у корпоративне обвезнице по одређеној каматној стаоти

NAV \ захтијевана каматна стапа	Између 4 и 5%	Између 5 и 6%	Између 6 и 7%	Између 7 и 8%	Између 8 и 9%	Укупно
Не знам	0	0	2	0	0	2
Између 1 и 3%	0	0	0	1	0	1
Између 3 и 5%	0	0	1	0	0	1
Између 5 и 10%	1	0	1	3	1	6
Између 10 и 15%	0	2	1	0	0	3
Укупно	1	2	5	4	1	13

Даље нас је занимало колико износи простор за трговину корпоративним обвезама изражен у новчаним јединицама. Израчунали смо NAV код посматраних инвеститора који јавно објављују ову вриједност на крају новембра 2016. године (табела 13).

Табела 13.

Вриједности NAV-а код важних институционалних инвеститора на Бањалучкој берзи на крају новембра

Посматрани институционални инвеститор	Вриједност NAV
ЗАИФ у преобликовању БЛБ - профит а.д. Бања Лука	7.765.208,66
ЗАИФ у преобликовању Борс инвест фонд а.д. Бања Лука	5.218.330,26
ЗИФ Еуроинвестмент фонд а.д. Бања Лука	12.736.375,86
ЗМИФ у преобликовању Актива инвест фонд а.д. Бања Лука	8.716.022,30
ЗМИФ у преобликовању Инвест нова фонд а.д. Бијељина	24.177.798,58
ЗИФ Јахорина Коин а.д. Пале	4.965.959,67
ЗМИФ у преобликовању Кристал инвест фонд а.д. Бања Лука	4.965.959,67
ЗИФ Полара инвест фонд а.д. Бања Лука	13.271.404,08
ЗИФ Привредник инвест а.д. Бања Лука	3.461.757,91
ЗИФ Униоинвест а.д. Бијељина	1.554.089,29
ЗМИФ у преобликовању ВБ фонд а.д. Бања Лука	5.290.942,56
ЗАИФ у преобликовању ВИБ фонд а.д. Бања Лука	10.541.122,67
ЗМИФ у преобликовању Зептер Фонд а.д. Бања Лука	19.774.520,88
ПРЕФ	225.196.963,54
Фонд за реституцију	139.604.268,42
Акцијски фонд	1.193.738.707,85
Просјечна вриједност	111.311.214,51
Медијана	9.628.572,49

Извори: <http://blberza.com/Pages/SecurityList.aspx?index=FIRS>, <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=471>, <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=472> и <http://www.pref.rs.ba/nav/report/2818>.

Под претпоставком да просјечна нето вриједност имовине анкетираниог инвеститора износи 10 милиона КМ, износи из претходе табеле „преведени” у конвертибилне марке су представљени у табели 14.

Табела 14.

Процјена износа и услова за емисију и куйовину корпоративних обвезница

NAV \ захтијевана каматна стопа	Између 4 и 5%	Између 5 и 6 %	Између 6 и 7%	Између 7 и 8%	Између 8 и 9%
Не знам					
Између 1 и 3%				од 100.000 до 300.000	
Између 3 и 5%			од 300.000 до 500.000		
Између 5 и 10%	од 500.000 до 1.000.000		од 500.000 до 1.000.000	(од 500.000 до 1.000.000) x 3 = 1,5 до три милиона КМ	од 500.000 до 1.000.000
Између 10 и 15%		(од 1.000.000 до 1.500.000) x 2 = два до три милиона КМ	од 1.000.000 до 1.500.000		

Извор: калкулација аутора

Дакле, под претпоставком да просјечан инвеститор располаже са нето вриједношћу имовине од 10.000.000 КМ, простор за емисију корпоративних обвезница је од 6.400.000 до 11.300.000 КМ по стопи која износи више од 4%.

Када се упореде трошкови емисије обвезница и трошкови кредита, не може се са сигурношћу тврдити да су трошкови емисије обвезница мање повољни од узимања кредита.

Закључна разматрања

Резултати истраживања спроведени међу највећим и најуспјешнијим домаћим привредним друштвима показали су да је међу њима мало потенцијалних емитената обвезница у ближој будућности.

Истраживање је показало да се 87,9% (29 од 34) анализираних привредних друштава користи дугорочним кредитом као методом финансирања. Двије трећине њих има пословне односе са више од двије банке. На основу добијених и обрађених података запазили смо да је готово четири од пет потенцијалних емитената је задужено по стопи која је већа од 4%. Посматрајући везу између друштава која су разматрала могућност емисије обвезница или неких других хартија од вриједности као начина финансирања

и броја банака која кредитирају та друштва запазили смо да друштва која имају односе са три и више банака већ јесу разматрала емисију обвезница.

Говорећи у апсолутним износима, 18 од 33 анкетираних привредна друштва разматрала су могућност финансирања емисијом обвезница. Међутим, остаје нејасно колико је заиста извјесна емисија обвезница. Наиме, упитником није дефинисана вјероватноћа емисије. На тај начин потврдили смо хипотезу H_1 која каже да међу највећим и најуспјешнијим домаћим привредним друштвима нема много потенцијалних емитената обвезница у ближој будућности. Наиме, на узорку од 33 друштва у популацији од 66 са сигурношћу од 95% можемо потврдити ову хипотезу ($Z=1,96$).

Чак 20 анкетираних друштава су става да банке омогућавају да се до новца држе дође подизањем кредита него емисијом обвезница. Истовремено 16 анкетираних друштава је признало да недовољно познавање могућности за емисију обвезница. У девет од петнаест друштава која не планирају емитовати обвезнице сматрају да недовољно познају стање на домаћем тржишту капитала и законске предуслове за емисију обвезница. Тиме смо потврдили хипотезу H_{1A} .

Деветнаест анкетираних друштава као најбитнији разлог за емисију корпоративних обвезница навело ниже трошкове прибављања новца. Од тога 13 њих сматра да постоји вјероватноћа емисије обвезница у наредне три године а шест не. Такође, као предност у односу на кредит препознају и боље усклађивање рочности имовине и обвеза друштва. Ови закључци потврђују хипотезу H_{1B} .

Истраживање је показало да емитенти не маре за утицај на репутацију друштва када је могућност добијања новца у питању. Дакле, потенцијални емитенти брину због неизвјесности прибављања новца усљед неразвијености тржишта али не брину о реакцији јавности на одлуку о емисији обвезница. Међу анкетираним који би сигурно улагали у обвезнице шест њих или 46,15% би у свом портфељу држало између 5 и 10% вриједности портфеља. Три потенцијална инвеститора би између 10 и 15% нето вриједности имовине уложили у ове обвезнице.

Корелациона анализа показала је да су потенцијални емитенти корпоративних обвезница привредна друштва у узорку која имају више од два кредитора. Ово показује да финансирање кредитима није препрека развоју тржишта корпоративних обвезница.

Из резултата истраживања може се закључити да ће кредит још неко вријеме остати доминантан инструмент финансирања домаћих привредних друштава. Ипак, важно је нагласити да одговори показују недовољно познавање стања на домаћем тржишту капитала те услове регулације и емисије обвезница.

Супротно претпоставкама великог броја испитаних менаџера, на домаћем тржишту капитала постоје институционални инвеститори који су спремни улагати у домаће корпоративне обвезнице. Резултати истраживања су показали да је 92,31% или 24 од укупно 26 добијених одговора већ улагала у обвезнице на Бањалучкој берзи. Испитивање је показало је да пола испитаних менаџера жели уложити дио портфеља у домаће корпоративне обвезнице. Према томе, може се закључити да постоји задовољавајућа потражња обвезница и да је тај предуслов развоја тржишта задовољен. Наиме, постоји култура и политика улагања институционалних инвеститора у обвезнице на домаћем тржишту. Половина од анкетираних инвеститора је планира улагати у домаће корпоративне обвезнице. Према томе, резултати истраживања потврђују хипотезу Х2.

Међу разлозима због којих се инвеститори не одлучују да улажу у домаће корпоративне обвезнице доминира неповјерење у могућности емитента да благовремено извршавају обавезе. Чак 12 или 46,15% испитаних је навело овај разлог. Истовремено, исти број испитаних нема повјерење у тржиште. Став 11 испитаних (42,31%) је да сигурнији принос остварују улагањем у друге инструменте. Осим тога, укупно шест испитаних вјерује да већи принос остварују улагањем у друге инструменте. Истовремено, пет испитаних вјерује да је стопа приноса на корпоративне обвезнице мала у односу на друга улагања. Међутим, три испитаника или 11,54% испитаних су навели да инвестициона политика не предвиђа улагање у домаће корпоративне обвезнице. Интересантно, три анкетирани инвеститора су признала да су недовољно информисани о овој материји.

Више од пола испитаних, тј. 57,70% у домаће корпоративне обвезнице планира уложити више од 3 али мање од 10% вриједности портфеља.

Ни регулација емисије није препрека развоју тржишта јер су законски услови које емитенти морају задовољити минимални. За адекватну стопу приноса би један број инвеститора промијенио став о неулагању у домаће корпоративне обвезнице. Пет друштава или 38,46% која би сигурно улагала у обвезнице би било задовољно стопом приноса од 6 до 7%. Четири из ове групе као стопу која би их мотивисала да улажу у ове обвезнице је одредила распон од 7 до 8%. Одговори великог броја испитаних менаџера потврђују тезу да је међу њима мало оних који су свјесни могућности које им нуди механизам тржишта капитала - финансирање емисијама хартија од вриједности, посебно емисијама обвезница.

С друге стране, показали смо да на домаћем тржишту постоји одређен простор за емисију и прихватање квалитетних корпоративних обвезница. У складу са тим потврдили смо и хипотезу Х2А. Наиме, када ставимо у од-

нос одговоре привредних друштава запазићемо да је 27 анкетираних одговорило да се задужују по каматној стопи која је већа од 4%.

На крају закључили смо да, под претпоставком да просјечан инвеститор располаже са нето вриједношћу имовине од 10.000.000 КМ, простор за емисију корпоративних обвезница износи од 6.400.000 до 11.300.000 КМ по стопи која износи више од 4%. Истовремено, када се упореде трошкови емисије обвезница и трошкови кредита, не може се са сигурношћу тврдити да су трошкови емисије обвезница мање повољни од узимања кредита.

Литература

- Anderson, C. W. and Makhija, A. K. (1999). Deregulation, disintermediation, and agency costs of debt: evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 309-339.
- Foley, B. (1998). *Tržišta kapitala*. Zagreb: Mate.
- Bolton, P. and Scharfstein, D. S. (1996). Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy*, 1-25.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1993). *The choice between public and private debt: An analysis of post-deregulation corporate financing in Japan* (No. w4421). National Bureau of Economic Research.
- Fama, E. F. (1985). What's different about banks? *Journal of monetary economics*, 15(1), 29-39.
- Hakansson, N. H. (1999). *The Role of a Corporate Bond Market in an Economy-and in Avoiding Crises*. IBER RPF-287. Доступно на: <http://repositories.cdlib.org/iber/finance/RPF-287>
- Harwood, A. (2000). *Building local bond markets: Some issues and actions. Building Local Bond Markets: An Asian Perspective*, IFC, 1-38. Доступно на: <http://www2.ifc.org/publications/pubs/bond>
- Hege, U. (2003). Workouts, court-supervised reorganization and the choice between private and public debt. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 233-269.
- Houston, J. and James, C. (1996). Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims. *The Journal of Finance*, 51(5), 1863-1889.
- Johnson, S. A. (1997). An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(01), 47-69.
- Levine, R. (1998). *The legal environment, banks, and long-run economic growth. Journal of money, credit and banking*. 596-613. Доступно на: http://econpapers.repec.org/article/mcbjmoncb/v_3a30_3ay_3a1998_3ai_3a3_3ap_3a596-613.htm
- Miller, R. L. R., Van Hoose, D. (1997). *Moderni novac i bankarstvo*. Zagreb: Mate.
- Miloš, D. (2004). Perspektive razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica. *Financijska teorija i praksa*, 28(4), 417-434.
- Petersen, M. A., Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The journal of finance*, 49(1), 3-37.

- Стевановић, С. и Грујић, М. (2014). Ограничења и могућности развоја дужничких инструмената у Републици Српској – обвезница као алтернатива кредиту. У *Зборник радова Економској факултету у Источно Сарајеву* (стр. 264). Источно Сарајево: Економски факултет.
- Радивојац, Г. и Грујић, М. (2016). Ограничења оптимизације портфолија акција на Бањалучкој берзи. *Acta Economica*, 14(25).
- Sharma, K. (2001). The underlying constraints on corporate bond market development in Southeast Asia, *World Development*, 29(8), 1405-1419.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.
- www.blberza.com
- Правилник о висини и начину улагања средстава за покриће техничких резерви и минималној гарантној фонду друштва за осигурање. Службени гласник Републике Српске, 56/12.
- Бањалучка берза (2017). Подаци о трговању. Доступно на: www.blberza.com
- Инвестиционо развојна банка Републике Српске. (2016). *Извјештај од нејо вриједности средстава Акцијској фонду*. Доступно на: <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=471>
- Инвестиционо развојна банка Републике Српске. (2016). *Извјештај од нејо вриједности средстава Фонда за реситиуцију Републике Српске*. Доступно на: <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=472>
- Online Банка и Кредит. (2016). *Листа банака у Републици Српској*. Доступно на: <http://www.online-banka-kredit.com/lista-banaka-u-republici-srpskoj.html>
- Пензијски резервни фонд Републике Српске. (2016). *Мјесечни извјештај - новембар 2016*. Доступно на: <http://www.pref.rs.ba/nav/report/2818>
- Профитирај. (2016). *Осигуравајућа друштва у БиХ комплетна*. Доступно на: <http://www.profitiraj.ba/20111005408/osiguranja-osiguravajuca-drustva-u-bih-kompletna.php>