

PERSPEKTIVE RAZVOJA HRVATSKOG TRŽIŠTA KORPORACIJSKIH OBVEZNICA

mr. sc. Danijela MILOŠ
Ekonomski fakultet, Zagreb

Izvorni znanstveni članak*
UDK 336.763(497.5)
JEL G10, G14

Sažetak

Hrvatsko tržište korporacijskih obveznica u početnoj je fazi razvoja, što je vidljivo iz malog broja emitiranih obveznica u proteklih deset godina. Stoga je predmet ovog rada definiranje pretpostavki i ograničenja odnosno mogućnosti razvoja tržišta korporacijskih obveznica u Republici Hrvatskoj. Uspješan je razvoj tržišta obveznica, osim institucionalnim i zakonskim određenjima, uvelike uvjetovan spremnošću poduzeća da emitiraju obveznice te spremnošću investitora da u njih ulažu. Temeljni cilj ovog istraživanja jest ispitati potencijalnu ponudu i potencijalnu potražnju obveznica poduzeća u idućih nekoliko godina. Istraživanje je provedeno metodom anketnog ispitivanja financijskih menadžera u najvećim i najuspješnijim javnim dioničkim društvima te fond menadžera u bankama, osiguravajućim društvima te mirovinskim i investicijskim fondovima. Rezultati istraživanja pokazali su da je mali broj poduzeća koja su se spremna financirati emisijama obveznica najveća prepreka daljnjem razvoju i produbljivanju tržišta. Suprotno tome, većina ispitanih institucionalnih investitora spremna je uložiti dio portfelja u korporacijske obveznice domaćih izdavatelja.

Ključne riječi: tržište korporacijskih obveznica, čimbenici razvoja tržišta, institucionalni i zakonski preduvjeti, izdavatelji, investitori

1. Uvod

Tržište korporacijskih obveznica sastavni je dio svakog razvijenog financijskog tržišta, odnosno jednog njegova segmenta – tržišta obveznica. Ipak, veličina i opseg tržišta korporacijskih obveznica variraju od zemlje do zemlje. Brojna istraživanja (Hoshi, Kashyap i Scharfstein, 1993; Anderson i Makhija, 1999; Hakansson, 1999; Harwood, 2000; Herring i Chatusripitak, 2000; IMF, 2001; Levine, 1999; Sharma, 2001; Yoshitomi i Shi-

* Primitljeno (*Received*): 28.5.2004.
Prihvaćeno (*Accepted*): 25.11.2004.

rai, 2001 te IOSEC, 2002) pokazala su da su najvažniji čimbenici razvoja tržišta korporacijskih obveznica razvijeno tržište državnih obveznica, zakonski okvir koji uređuje financijsko tržište i pruža zaštitu investitorima te odnos između bankovnog i gospodarskog sektora. Dublja komparativna analiza među različitim zemljama otkriva da problem razvoja tržišta nije jednostavan, posebice u zemljama u razvoju.¹ Predmet ovog rada jest analiza perspektiva razvoja tržišta korporacijskih obveznica u Republici Hrvatskoj te glavnih čimbenika o kojima ovisi uspješan razvoj tog dijela financijskog tržišta.

Hrvatsko tržište korporacijskih obveznica u početnoj je fazi razvoja, što potvrđuje mali broj emitiranih obveznica u proteklih deset godina. Tek trinaest poduzeća emitiralo je obveznice, s tim da je u osam poduzeća riječ o privatnim emisijama koje je otkupio jedan investitor. Vrijednost privatnih emisija bila je relativno malena, a zbog načina plasmana njima se nije trgovalo odnosno ne trguje se na sekundarnom financijskom tržištu. Stoga se može reći da privatna izdanja obveznica nisu pridonijela razvoju organiziranog tržišta. Početkom 2002. godine Belišće d.d. i Plava laguna Poreč d.d. javno su emitirali obveznice pa bi se moglo zaključiti da je počela nova faza razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica. Nakon prodaje na primarnom tržištu, te su dvije emisije uvrštene na Zagrebačku i Varaždinsku burzu, a obveznicama se manje trguje na sekundarnom tržištu. Ipak, važno je naglasiti da je spomenute emisije obveznica gotovo u cijelosti otkupila Privredna banka Zagreb d.d., koja je ujedno bila i aranžer i agent izdanja. Stoga se može postaviti pitanje je li se radilo o javnoj emisiji obveznica u pravom smislu riječi. Nakon spomenute dvije emisije Agrokor, Bina Istra d.d. i Hypo Alpe-Adria Bank d.d. emitirali su obveznice 2003. godine, a emisije su uvrštene u I. kotaciju Zagrebačke burze.² S obzirom na to da je u praksi bilo primjera uspješnih javnih emisija obveznica, može se zaključiti da u Hrvatskoj postoje zadovoljavajući institucionalni i zakonski okvir te da ti čimbenici nisu prepreka daljnjem razvoju tržišta. Makroekonomska je situacija stabilna, s trendom pada kamatnih stopa u posljednjih nekoliko godina, što je poticajno okruženje za razvoj tržišta. Tržište državnih obveznica intenzivno se razvija, a sustav prijeloja plaćanja i namire uvelike je poboljšana. Donošenjem novog Zakona o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/02), poboljšana je i postojeći zakonski okvir koji uređuje financijska tržišta. Uvođenjem kotacije javnih dioničkih društava porastao je broj poduzeća na burzi i transparentnost njihova poslovanja. Razvijaju se područja interne i eksterne financijske analize, kao i profesija finan-

¹ Beck, Demirguc-Kunt i Levine (1999) dokazali su da zemlje s visokom razinom BDP-a po stanovniku imaju veće tržište korporacijskih obveznica, mjereno kapitalizacijom tržišta u odnosu prema ukupnom BDP-u. Kako neka zemlja prolazi više faze razvoja, tako raste značenje financijskih tržišta i tržišta korporacijskih obveznica, a značenje bankovnog sektora se smanjuje. Bankovni kredit i emisija korporacijskih obveznica smatraju se alternativnim oblicima financiranja poduzeća, a učestalost financiranja jednim ili drugim instrumentom uvelike ovisi o stupnju ekonomskog razvoja zemlje. Razvijenost informacijskoga, zakonskoga i regulatornog sustava na niskom je stupnju u zemljama u razvoju. Banke mogu preživjeti u takvom okruženju sve dok su sposobne pribavljati informacije i nadzirati poduzeća. Dodatno, bankovni je kredit dostupan ne samo velikim poduzećima već i srednjima i malima, dok je financiranje emisijom obveznica zbog visokih troškova emisije isplativo samo velikim poduzećima s dobrom reputacijom. Zbog toga je logično da bankovni kredit dominira kao instrument financiranja u manje razvijenim gospodarstvima upravo zbog ograničenog broja velikih i profitabilnih poduzeća te nerazvijivosti zakonskoga i institucionalnog okvira. Nedostatak potražnje domaćih korporacijskih obveznica dodatni je razlog nerazvijivosti tržišta obveznica i dominantnosti bankovnog sustava. Tržište korporacijskih obveznica lakše je razviti u zemljama visokog dohotka, u kojima postoji akumulacija dugoročnih sredstava i velik broj investitora koji diversificiraju svoj portfelj ulaganjem u korporacijske obveznice (Yoshitomi i Shirai, 2001).

² Tijekom 2004. godine još su tri poduzeća (Podravka d.d., Pliva d.d. i Atlantic grupa) javno emitirala obveznice, no te emisije nisu obuhvaćene analizom jer se istraživanje provodilo sredinom 2003.

cijskih analitičara, investicijskih bankara i dilera. Razvoj računovodstvene struke i sve šira primjena Međunarodnih računovodstvenih standarda potiče transparentno financijsko izvještavanje koje je važno za nastup poduzeća na tržištu kapitala. Ipak, uspostavljanje tržišne infrastrukture i zakonskog okvira nije dovoljno za uspješno funkcioniranje tržišta. Uspješan razvoj tržišta uvelike ovisi o aktivnostima izdavatelja i investitora koji ulažu u domaće obveznice. Stoga je u primarnom istraživanju ispitivana potencijalna ponuda i potencijalna potražnja na hrvatskom tržištu korporacijskih obveznica u iduće tri godine.

Dio iznesenog sadržaja rada rezultat je analize sekundarnih podataka, odnosno postojeće relevantne domaće i strane literature. Osim proučavanja sekundarnih podataka, koji nisu bili dovoljno zanimljivi za prirodu ovog istraživanja, provedeno je primarno istraživanje potencijalnih izdavatelja i potencijalnih investitora u domaće korporacijske obveznice. Istraživanje je provedeno na dva različita uzorka metodom anketnog ispitivanja. U prvom su uzorku poduzeća koja su zadovoljila sva tri kriterija Zakona o računovodstvu (NN 90/92)³ koji se odnose na velika poduzeća te kriterije Zakona o vrijednosnim papirima (NN 84/02)⁴ koji se odnose na javna dionička društva. Selekcija je rađena prema bazi podataka Komisije za vrijednosne papire. Nakon detaljne selekcije u uzorku je ostalo 100 najvećih poduzeća na kojima je provedeno istraživanje. Velika javna dionička društva ciljano su uključena u uzorak jer takva poduzeća najčešće emitiraju korporacijske obveznice. U drugom se uzorku nalaze institucionalni investitori. Kriterij po kojemu su ispitanici uključivani u uzorak bila je pripadnost jednome od četiri tipa financijskih institucija – osiguravajućem društvu, banci, otvorenom investicijskom fondu ili obveznome mirovinskom investicijskom fondu.⁵ Konačan broj ispitanika u uzorku bio je 82, od čega je bilo 19 osiguravajućih društava, 35 banaka, 22 investicijska fonda i 6 mirovinskih fondova. Istraživanje je provedeno uz pomoć dva različita anketna upitnika. Prvim su se ispitanici stajališta financijskih menadžera o financiranju poduzeća različitim instrumentima financiranja, s naglaskom na financiranju emisijom obveznica. Istraživanje su mogućnosti financiranja hrvatskih poduzeća emisijom korporacijskih obveznica u iduće tri godine. Drugim anketnim upitnikom ispitivana su stajališta fond menadžera o investiranju dijela portfelja u domaće korporacijske obveznice, a njime je istraživana potencijalna potražnja institucionalnih investitora na hrvatskom tržištu kapitala. Treba napomenuti da se ovim istraživanjem procjenjuju shvaćanja financijskih menadžera i fond menadžera, a ne nužno i njihove akcije. Rezultati dobiveni ispitivanjem anketnim upitnicima nose rizik da ispitanici koji su sudjelovali u istraživanju nisu reprezentativni predstavnici poduzeća i investitora iz uzorka te da su ispitanici pogrešno razumjeli postavljena pitanja. Upitnici su odasli poštom 1. travnja 2003. godine. Proces prikupljanja anketnih upitnika završen je 1. lipnja 2003. godine, kada je utvrđen povrat 47% za uzorak poduzeća i 77% za uzorak *investitori*. Takav povrat izuzetno je visok i neuobičajen za

³ Zbroj bilance nakon odbitka gubitaka iskazanog u aktivima veći od 4.000.000 eura, prihod posljednjih 12 mjeseci veći od 8.000.000 eura te godišnji prosjek zaposlenih veći od 250.

⁴ Ili izdaju dionice javnom ponudom ili imaju više od 100 dioničara, a vrijednost temeljnog kapitala iznosi minimalno 30.000.000 kn.

⁵ U korporacijske obveznice najčešće ulažu institucionalni investitori, posebice navedene četiri skupine financijskih institucija. Stoga o njihovoj aktivnosti uvelike ovisi uspješan razvoj hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica.

ispitivanja anketnim upitnikom. Visoku stopu povrata treba pripisati malom broju ispitanika u oba uzorka, zbog čega ih je, osim slanja upitnika, bilo moguće u relativno kratkom roku sve i telefonski nazvati te ih potaknuti na suradnju. Visokom stopom povrata smanjen je rizik da sudionici u istraživanju nisu reprezentativni predstavnici poduzeća i investitora te je povećana kvaliteta i relevantnost rezultata istraživanja za oba uzorka.

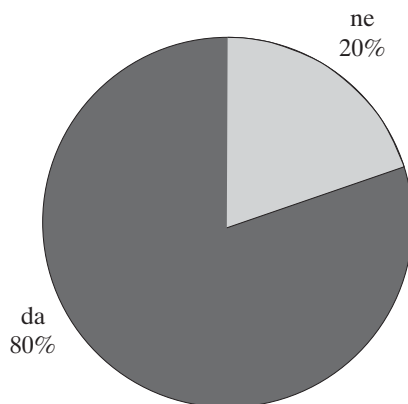
Prikupljeni podaci podvrgnuti su statističkoj analizi. Ona se uvelike temeljila na korelacijskoj analizi koja pokazuje u kakvom su odnosu dvije varijable te koji je intenzitet i smjer tog odnosa. U istraživanju je primijenjen Pearsonov rho kao mjera linearne korelacije te Spearmanov rho kao mjera korelacije ranga. Radi ispitivanja razlika među varijablama provedeni su t-test i jednosmjerna analiza varijance. T-test omogućuje izračunavanje statistički signifikantnih razlika između dva mala, međusobno neovisna parametarska uzorka, odnosno upućuje na razlike koje nisu slučajne. Jednosmjerna analiza varijance, poznata pod nazivom jednosmjerna ANOVA, rabi se pri mjerenju statistički signifikantnih razlika za tri ili više nepovezanih parametarskih uzoraka. Osim korelacijske analize i analize razlika među uzorcima, primijenjene su standardne metode deskriptivne statistike kao što su analiza aritmetičke sredine, minimalne i maksimalne vrijednosti, frekvencije i sl.

2. Rezultati istraživanja

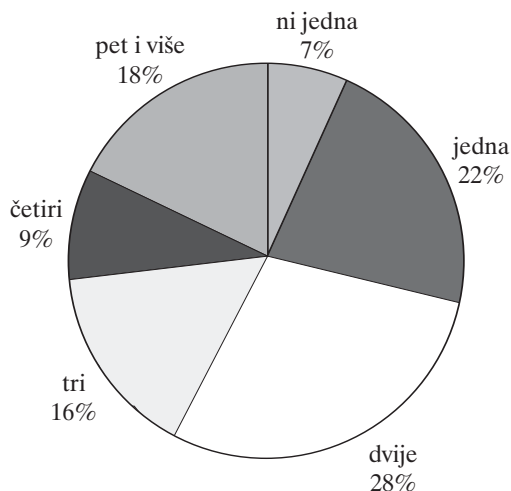
2.1. *Analiza potencijalnih izdavatelja korporacijskih obveznica*

Jedan od osnovnih ciljeva anketnog upitnika jest istražiti povezanost između financiranja hrvatskih poduzeća bankovnim kreditom i vjerojatnosti financiranja emisijom obveznica. Kako je već objašnjeno u uvodnom poglavlju, te su dvije metode alternativni oblici financiranja tuđim kapitalom, a tradicionalna oslonjenost poduzeća na financiranje bankovnim kreditom smatra se jednim od glavnih uzroka nerazvijenosti tržišta korporacijskih obveznica. Odgovori financijskih menadžera pokazali su da se čak 80% analiziranih poduzeća koristi dugoročnim bankovnim kreditom kao metodom financiranja, a najveći broj poduzeća ima poslovne odnose s dvije banke.

Slika 1. Korištenje bankovnim kreditom kao instrumentom financiranja



Slika 2. Broj banaka koje kreditiraju jedno poduzeće

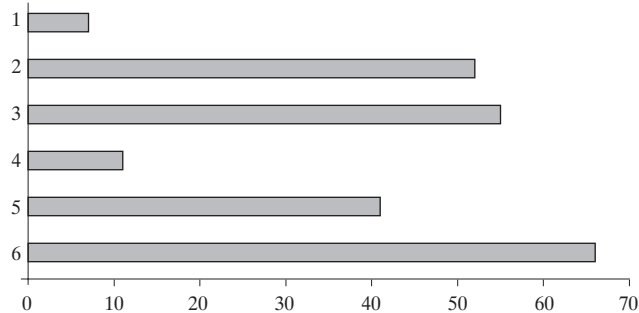


Financijskim menadžerima ponuđeno je šest čimbenika koje su trebali ocijeniti ocjenom od jedan do pet s obzirom na njihovu važnost pri odabiru financiranja poduzeća bankovnim kreditom. Najveći broj financijskih menadžera smatra da je financijska fleksibilnost koju banke osiguravaju poduzećima najvažniji činitelj odabira bankovnog kredita kao instrumenta financiranja.⁶ Dodatna pogodnost bankovnog kredita proizlazi iz spremnosti banaka da pomognu poduzeću koje je u financijskim poteškoćama umjesto da zahtijevaju trenutnu naplatu svojih potraživanja. Među analiziranim poduzećima na hrvatskom tržištu 40% ispitanih financijskih menadžera smatra da su banke pouzdani kreditori kad nastanu financijske poteškoće. Strah od razotkrivanja poslovnih informacija može se nazreti u stajalištu 55% anketiranih financijskih menadžera koji tvrde da je izuzetno važno što informacije o poduzeću imaju status poslovne tajne. Poduzeća su spremnija dati poslovne podatke na raspolaganje banci nego ostalim kreditorima, posebice ako su podaci povjerljivi, jer su banke dužne čuvati tajnost podataka svojih klijenata. Čak 52% financijskih menadžera smatra da dugoročni odnosi s bankom signaliziraju pozitivne informacije o vrijednosti poduzeća i njegovim budućim zaradama.⁷ Stručni savjeti pri donošenju investicijskih odluka i pozitivan utjecaj na tržišnu cijenu dionica gotovo su nevažni za donošenje odluke o financiranju hrvatskih poduzeća bankovnim kreditom.

⁶ Jedna od važnih prednosti bankovnog kredita u usporedbi s financiranjem emisijom obveznica jest veća fleksibilnost dogovaranja i naknadne promjene uvjeta kredita. Ugovor o emisiji obveznica je izričit, dok je ugovor o bankovnom kreditu relativno fleksibilan. Kod bankovnog je kredita moguće naknadno promijeniti uvjete kreditiranja, dok je pri javnoj emisiji obveznica teško kontaktirati disperzirane kreditore pa je promjena uvjeta gotovo nemoguća (Rajan, 1992).

⁷ Banke su važan i pouzdan prenositelj specifičnih informacija o poduzeću, a podaci o financiranju poduzeća bankovnim kreditom prenose pozitivne vijesti o kreditnom potencijalu poduzeća u mnogo većem omjeru nego objava financiranja emisijom obveznica (James, 1987; Lummer i McConnell, 1989).

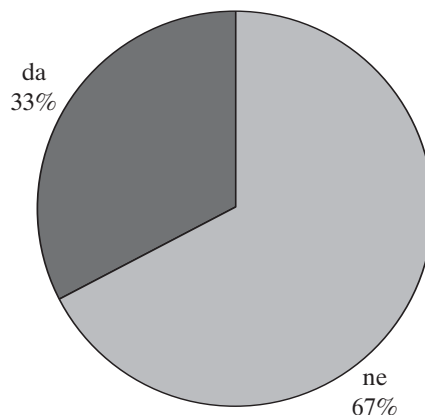
Slika 3. *Važni ili vrlo važni čimbenici donošenja odluke o financiranju poduzeća bankovnim kreditom (%)*



- Napomena:*
- 1 pribavljanje sredstava kreditom ima pozitivan utjecaj na tržišnu cijenu običnih dionica poduzeća*
 - 2 dugoročni odnosi s bankom signaliziraju pozitivne informacije o vrijednosti poduzeća i njegovim budućim zaradama*
 - 3 doslovne informacije o poduzeću su poslovna tajna banke*
 - 4 savjetovanje pri donošenju investicijskih odluka*
 - 5 banke su pouzdani kreditori kad nastupe financijske poteškoće u poduzeću*
 - 6 banke osiguravaju financijsku fleksibilnost*

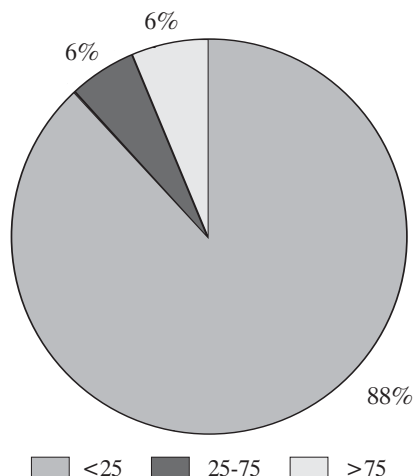
Velik dio pitanja u anketnom upitniku odnosio se na ispitivanje vjerojatnosti emitiranja korporacijskih obveznica te razloga zašto su se poduzeća odlučila odnosno zašto se nisu odlučila financirati tim instrumentom. Na pitanje jesu li financijski menadžeri razmotrili emisiju obveznica kao potencijalni instrument financiranja njihovih poduzeća, samo je trećina odgovorila pozitivno. Dvije trećine ispitanika taj instrument dugoročnog financiranja nisu ni uzeli u obzir. Odgovori nedvosmisleno pokazuju kako se vrlo malo hrvatskih poduzeća može smatrati potencijalnim izdavateljima obveznica u bližoj budućnosti.

Slika 4. *Razmatranje emisije obveznica kao načina financiranja*



Pitanje vezano za vjerojatnost emitiranja obveznica samo potvrđuje postavljenu tezu jer je 88% ispitanika odgovorilo kako je vjerojatnost emitiranja korporacijskih obveznica u iduće tri godine manja od 25%, 6% ispitanika odgovorilo je da je vjerojatnost emitiranja korporacijskih obveznica između 25 i 75%, a preostalih 6% poduzeća tvrdi da je vjerojatnost emisije obveznica veća od 75%.

Slika 5. *Vjerojatnost emitiranja obveznica u iduće tri godine*

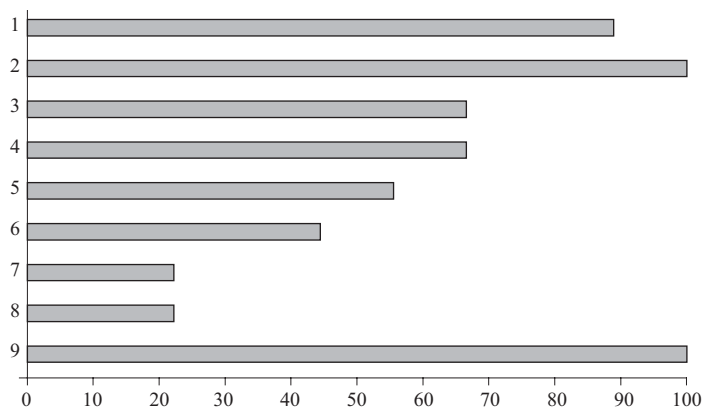


Govoreći u apsolutnim iznosima, samo šest poduzeća ozbiljnije razmatra emisiju korporacijskih obveznica. Financijski menadžeri navedenih šest poduzeća kao najvažnije razloge emisije obveznica navode potrebu za financiranjem dugoročnih i strateški važnih investicija te niži trošak kapitala nego uz druge instrumente financiranja. Važni razlozi financiranja obveznicama jesu i pozitivan utjecaj emisije obveznica na reputaciju poduzeća, smanjivanje rizika refinanciranja produljenjem dospelja duga u poduzeću te veća sloboda donošenja poslovnih i financijskih odluka u usporedbi s financiranjem bankovnim kreditom.⁸ Gotovo polovica ispitanika smatra da je važan čimbenik odluke o emitiranju korporacijskih obveznica povećana makroekonomska i politička stabilnost u zemlji (razina signifikantnosti 0,007, Spermanov rho 0,779). Kao najmanje važan razlog financijski menadžeri navode nemogućnost pribavljanja potrebnih sredstava putem bankovnog kredita ili ostalih instrumenata financiranja. Taj odgovor navodi na zaključak da poduzeća koja namjeravaju izdati obveznice mogu birati izvore financiranja prema osobnim potrebama odnosno pribavljati kapital uz najniži trošak, ali i da tradicionalna orijentiranost hrvatskih poduzeća na financiranje bankovnim kreditima nije prepreka razvoju tržišta korporacijskih obveznica.

⁸ Jedan od elemenata koji odražava veću slobodu poduzeća pri financiranju poslovanja emisijom obveznica jest činjenica da je bankovni kredit uvijek strogo namjenski, odnosno njime se mogu financirati samo one investicije za koje su sredstva unaprijed odobrena. Sredstva prikupljena emisijom obveznica većinom su nenamjenska, odnosno namijenjena su općem financiranju dugoročnih ulaganja. Usto, za dobivanje bankovnog kredita poduzeće mora osigurati vlastiti udio, što je dodatno financijsko opterećenje kojega pri financiranju obveznicama nema (Orsag, 2003).

Kad je riječ o načinu plasmana obveznica na financijsko tržište, dva ih poduzeća planiraju emitirati privatnom emisijom, uz skraćeni prospekt, a ostala četiri poduzeća emitirat će ih javnom emisijom.

Slika 6. *Važni ili vrlo važni čimbenici donošenja odluke o financiranju poduzeća emisijom obveznica (%)*

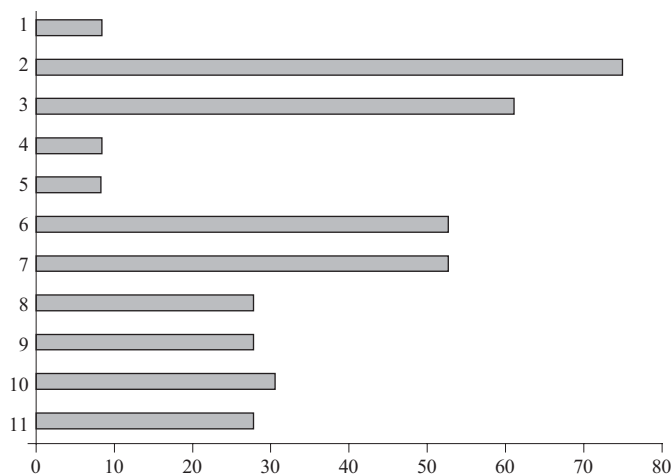


- Napomena: 1 pozitivan utjecaj na reputaciju poduzeća
2 potreba za financiranjem dugoročnih investicija
3 veća sloboda donošenja poslovnih i financijskih odluka
4 smanjivanje rizika refinanciranja
5 bolje usklađivanje ročnosti imovine i obveza poduzeća
6 povećana makroekonomska i politička stabilnost
7 nemogućnost pribavljanja kapitala putem ostalih izvora financiranja
8 nemogućnost pribavljanja kapitala putem kredita
9 niži trošak kapitala

Financijskim menadžerima čija poduzeća ne namjeravaju emitirati korporacijske obveznice postavljena su pitanja kojima se istražuju razlozi njihova negativnog odnosa prema tom instrumentu financiranja. Rezultati istraživanja pokazuju da je najvažniji čimbenik koji utječe na nespremnost financijskih menadžera da izdaju obveznice nepovjerenje u domaće tržište kapitala. Čak tri četvrtine ispitanika smatra da tržište nije dovoljno razvijeno, a 61% njih misli da ne postoji dovoljna potražnja korporacijskih obveznica na domaćem financijskom tržištu. Vrlo važni razlozi neemitiranja obveznica jesu kompliciranost regulacije emisije, dugotrajnost postupka plasmana obveznica na tržište te visoki troškovi vezani za samu emisiju obveznica i njihov plasman na tržište kapitala. Kao važan razlog neemitiranja korporacijskih obveznica (razina signifikantnosti 0,012, Spermanov rho 0,375), 28% ispitanika navodi dovoljno internih sredstava za dugoročno financiranje poduzeća, a jednako toliko ispitanika navodi bolje uvjete koje im osiguravaju dobavljači putem trgovačkih kredita (razina signifikantnosti 0,013, Spermanov rho 0,380). Gotovo 30% menadžera smatra da je emisija obveznica nefleksibilan instrument financiranja zbog male mogućnosti da se promijene uvjeti financiranja nakon što su obveznice prodane investitorima (razina signifikantnosti 0,004, Spermanov rho

0,439), a jednak broj njih potvrđuje tu tezu izjavom da im banke nude bolje i fleksibilnije uvjete kreditiranja (razina signifikantnosti 0,001, Spermanov rho 0,516). Samo 8% menadžera navodi da je razlog neemitiranja obveznica nedostatak dugoročnih investicijskih projekata u poduzeću, nespремnost poduzeća da izađe u javnost s poslovnim informacijama te negativan utjecaj na tržišnu cijenu običnih dionica njihova poduzeća.

Slika 7. *Važni i vrlo važni čimbenici donošenja odluke o nefinanciranju poduzeća izdavanjem obveznica (%)*



- Napomena: 1 *financiranje obveznicama moglo bi imati negativan utjecaj na tržišnu cijenu običnih dionica poduzeća*
2 *nedovoljna razvijenost domaćeg financijskog tržišta*
3 *nedovoljna potražnja za korporacijskim obveznicama na domaćem financijskom tržištu*
4 *nema potrebe za prikupljanjem dugoročnog kapitala*
5 *vaše poduzeće nije spremno izaći u javnost s poslovnim informacijama*
6 *troškovi javne emisije su previsoki*
7 *regulacija emisije obveznica je nefleksibilan izvor financiranja*
8 *emisija obveznica je nefleksibilan izvor financiranja*
9 *dobaljači daju bolje uvjete financiranja*
10 *banke osiguravaju bolje uvjete financiranja*

Radi utvrđivanja razlika među obilježjima poduzeća koja su potencijalni izdavatelji obveznica i poduzeća koja ne planiraju izdati obveznice provedeni su daljnji statistički testovi.⁹ Korelacijska analiza i t-test pokazali su da su potencijalni izdavatelji obveznica na hrvatskom tržištu najveća poduzeća u uzorku koja imaju znatno veći broj kreditora nego neizdavatelji i financiraju se pretežno bankovnim kreditom odnosno znatno se češće koriste tuđim kapitalom u poslovanju. Ti su rezultati potpuno konzistentni s nalazima prethodnih istraživanja kojima je dokazano da su određene odrednice poduzeća utjecajni čimbenici pri donošenju odluke hoće li se poduzeće financirati emisijom obveznica ili kreditom.

⁹ Detaljne podatke i analizu obilježja poduzeća iz uzorka (nazavisne varijable) moguće je dobiti od autora.

Na razini signifikantnosti $p < 0,05$ ($p = 0,00$) postoji statistički značajna pozitivna korelacija (Pearsonov $\rho = 0,495$) između veličine poduzeća i vjerojatnosti emitiranja korporacijskih obveznica. Na razini signifikantnosti $p < 0,05$ ($p = 0,028$) postoji statistički značajna razlika u veličini poduzeća mjerenoj prosječnom vrijednošću ukupne imovine među izdavateljima i neizdavateljima korporacijskih obveznica. Srednja vrijednost ukupne imovine kao mjere veličine poduzeća u uzorku neizdavateljima iznosi 367 892 284 kn, dok je u uzorku izdavatelja tri puta veća i iznosi 1 175 891 423 kn. Ti su rezultati podudarni s Fama, 1985; James, 1987; Titman i Wessels, 1988; Nakamura, 1993; Detragiase, 1994; Berger i Udell, 1995; Barclay i Smith, 1995; Houston i James, 1996; Johnson, 1997; Anderson i Makhija, 1999. te Datta, Iskandar-Datta i Patel, 1999; 2000.

Na razini signifikantnosti $p < 0,05$ ($p = 0,001$) postoji statistički značajna pozitivna korelacija (Pearsonov $\rho = 0,455$) između broja banaka koje kreditiraju poduzeće i vjerojatnosti emitiranja obveznica. Na razini signifikantnosti $p < 0,05$ ($p = 0,022$) postoji statistički značajna razlika između broja banaka koje kreditiraju izdavatelje i broja banaka koje kreditiraju neizdavatelje. Posljednji u najvećem postotku (52,6%) imaju jednu ili dvije banke kreditora, a samo 10,5% njih ima poslovne odnose s pet ili više banaka. S izdavateljima je znatno drugačije. Sva poduzeća imaju više od jednog kreditora; 33,3% njih ima poslovne odnose s dvije banke, 22,2% s tri banke, a čak 44,4% poduzeća ima pet ili više kreditora. Ti su rezultati konzistentni s Berlin i Mester, 1992; Houston i James, 1996; Bolton i Scharfstein, 1996. i Hege, 2002.

Na razini signifikantnosti $p < 0,05$ ($p = 0,002$) postoji statistički značajna pozitivna korelacija (Pearsonov $\rho = 0,417$) između financiranja poduzeća bankovnim kreditom i vjerojatnosti emitiranja obveznica. Na razini signifikantnosti $p < 0,05$ ($p = 0,00$) postoji statistički značajna razlika u financiranju dugoročnim bankovnim kreditom među izdavateljima i neizdavateljima korporacijskih obveznica. Samo 34,2% neizdavatelja smatra dugoročni bankovni kredit važnim i jako važnim izvorom financiranja, dok je za 88,8% izdavatelja bankovni kredit vrlo važan izvor financiranja poduzeća. To potvrđuje Diamondovu (1991a) tezu o izgradnji reputacije poduzeća financiranjem bankovnim kreditima. Nakon što poduzeće izgradi visoku reputaciju, na tržištu kapitala počinje prikupljati kapital po povoljnijim uvjetima.

Na razini signifikantnosti $p < 0,05$ ($p = 0,009$) postoji statistički značajna pozitivna korelacija (Pearsonov $\rho = 0,355$) između prosječne vrijednosti obveza za kamate na dugoročni dug i vjerojatnosti emitiranja obveznica. Na razini signifikantnosti $p < 0,05$ ($p = 0,041$) uočena je statistički značajna razlika u udjelu dugoročnog duga u ukupnim izvorima financiranja među izdavateljima i neizdavateljima obveznica. Srednja vrijednost udjela u neizdavatelja iznosi 10,6%, dok je u izdavatelja znatno veća i iznosi 18,1%. Poduzeća koja su zaduženija spremnija su se financirati emisijama obveznica.

2.2. *Analiza potencijalnih investitora u korporacijske obveznice*

Istraživanje je provedeno među četiri skupine institucionalnih investitora - među bankama, osiguravajućim društvima, otvorenim investicijskim fondovima i obveznim mirovinskim fondovima. Anketni upitnici prilagođeni su svakoj skupini ispitanika, no većina pitanja bila je jednaka kako bi se rezultati mogli zbirno interpretirati i međusob-

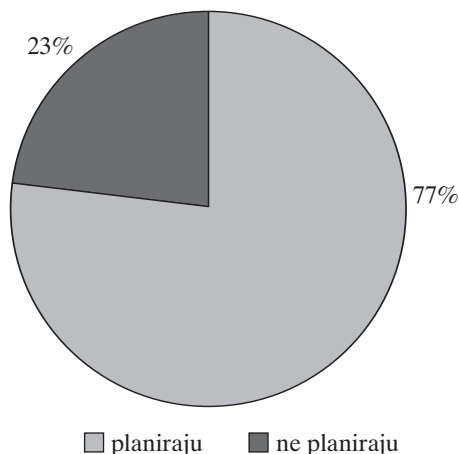
no komparirati. Pitanja su sastavljena s ciljem ispitivanja stajališta fond menadžera o ulaganju dijela portfelja u domaće korporacijske obveznice.

Tablica 1. Povrat anketnih upitnika uzorka investitora prema skupinama ispitanika

Tip institucionalnih investitora	Ukupan broj u uzorku	Odgovorilo na upitnik	Ukupan povrat upitnika (%)
banke	35	29	83
osiguravajuća društva	19	13	68
otvoreni investicijski fondovi	22	16	73
obvezni mirovinski fondovi	6	5	83
Ukupno	82	63	77

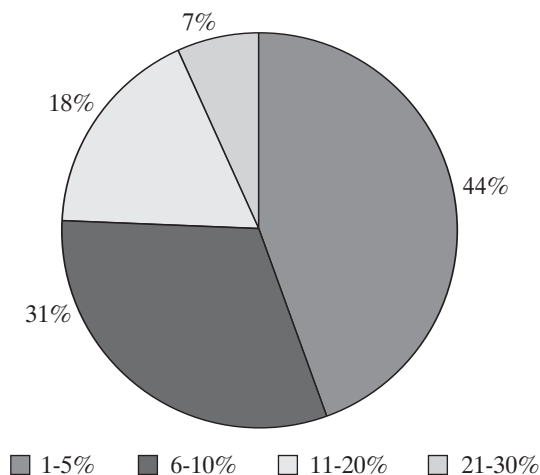
Rezultati istraživanja pokazali su da je polovica ispitanika do sada ulagala u domaće korporacijske obveznice pa se može zaključiti da tradicija ulaganja postoji. Najmanji postotak ulagača u obveznice bio je među osiguravajućim društvima. Preciznije, manje od 40% ispitanih osiguravajućih društava ulagalo je u obveznice. Na pitanje planiraju li ulagati u korporacijske obveznice u budućnosti gotovo 80% ukupno ispitanih investitora odgovorilo je potvrdno. Svi mirovinski fondovi, gotovo svi investicijski fondovi (15 od 16 ispitanih) te tri četvrtine osiguravajućih društava zainteresirani su za ulaganje u obveznice domaćih izdavatelja. Znatno je manji broj potencijalnih investitora među bankama, unutar kojih se 62% ispitanih fond menadžera pozitivno izjasnilo glede budućih ulaganja u obveznice poduzeća. Taj je podatak razumljiv ako se uzme u obzir da primarna djelatnost banaka nije ulaganje u vrijednosne papire. Korelacijska analiza pokazala je da su investitori koji imaju iskustva u poslovanju s korporacijskim obveznicama spremniji ulagati u te vrijednosne papire u budućnosti (razina signifikantnosti 0,00, Spermanov rho 0,529).

Slika 8. Udio institucionalnih investitora koji planiraju ulagati u domaće korporacijske obveznice



Mogućnosti i kapacitet ulaganja analiziranih institucionalnih investitora treba promatrati u kontekstu zakonski propisane strukture ulaganja. Tako je osiguravajućim društvima te investicijskim i mirovinskim fondovima ograničeno ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja do 5% ukupne vrijednosti imovine. Dodatno, mirovinski fondovi ne mogu ulagati više od 30% svoje ukupne imovine u korporativne obveznice, dok je u slučaju investicijskih fondova struktura ulaganja u pojedine vrste vrijednosnih papira određena vrstom fonda. Fondovi koji su specijalizirani primarno za ulaganje u obveznice (obveznički fondovi) te mješoviti fondovi koji ulažu podjednako u obveznice i dionice imaju najveći kapacitet ulaganja na domaćem tržištu korporacijskih obveznica. Za osiguravajuća društva ulaganja u dionice, obveznice i druge utržive vrijednosne papire ograničena su na 40% raspoloživih sredstava društva.

Slika 9. Dio portfelja koji institucionalni investitori planiraju uložiti u domaće korporacijske obveznice



Radi utvrđivanja eventualnih razlika među pojedinim skupinama ispitanika u uzorku *investitori*, provedena je jednosmjerna analiza varijance za tri ili više nepovezanih aritmetičkih sredina jer unutar uzorka postoje četiri različite grupe institucionalnih ulagača. Statistička analiza nije pokazala postojanje statistički signifikantnih razlika u stajalištima fond menadžera.

3. Zaključak

Bankovni kredit i emisija obveznica smatraju se alternativnim instrumentima financiranja poduzeća. Kao i svi ostali instrumenti financiranja, i spomenuta dva instrumenta imaju prednosti koje dominiraju u različitim okolnostima (Fama, 1985; James, 1987; Titman i Wessels, 1988; Diamond 1991a; Berlin i Mester, 1992; Nakamura, 1993; De-

tragiashe, 1994; Berger i Udell, 1995; Barclay i Smith, 1995; Bolton i Scharfstein, 1996; Houston i James, 1996; Johnson, 1997; Anderson i Makhija, 1999, Datta, Iskandar-Datta i Patel, 1999; 2000, te Hege, 2002.). Odabir jednog ili drugog instrumenta najviše ovisi o obilježjima pojedinih poduzeća. Velika poduzeća najčešće imaju bolji kreditni rejting od malih, a time i manju vjerojatnost insolventnosti. Nemaju straha od javnosti jer kotiraju na burzi. Javno objavljuju svoje poslovne i financijske informacije i stoga imaju manju asimetričnost informacija. S obzirom na svoju veličinu, prikupljaju veće iznose kapitala te im se pruža mogućnost marginalizacije troškova emisije u ukupnoj vrijednosti prikupljenog kapitala. Poduzeća takvih karakteristika imaju mogućnost odabira instrumenta financiranja, a najčešće odabiru financiranje emisijom obveznica. Taj im instrument omogućuje veću slobodu donošenja poslovnih i financijskih odluka, smanjenje ukupnog troška kapitala te bolje usklađivanje ročnosti imovine i obveza. Manja poduzeća s nižim kreditnim rejtingom imaju veću asimetričnost informacija i veću vjerojatnost insolventnosti. Stoga im odgovara fleksibilnost koju im osigurava bankovni kredit i spremnost banaka da im pomognu u slučaju financijskih poteškoća. Bankovni kredit ima niže troškove emisije, što je dodatni motiv jer poduzeća iz te skupine najčešće prikupljaju manje iznose kapitala. Stoga se financiraju primarno bankovnim kreditima. Iz navedenoga se može zaključiti da pojedini kreditori dominiraju u različitim tržišnim segmentima: banke su uglavnom kreditori manjih poduzeća, manje kreditne sposobnosti, dok ulagači u obveznice dominiraju kao kreditori velikih poduzeća s visokim kreditnim rejtingom.

Rezultati istraživanja provedeni među najvećim i najuspješnijim hrvatskim poduzećima pokazali su da je među njima vrlo malo potencijalnih izdavatelja obveznica u bližoj budućnosti. Govoreći u apsolutnim iznosima, samo šest od 47 analiziranih poduzeća razmatra mogućnost financiranja emisijom obveznica. Korelacijska analiza i t-test pokazali su da su potencijalni izdavatelji korporacijskih obveznica najveća poduzeća u uzorku, koja imaju znatno veći broj kreditora nego neizdavatelji te se mnogo obilnije koriste tuđim kapitalom u poslovanju. Dodatno, izdavatelji se češće financiraju bankovnim kreditom nego neizdavatelji, što potvrđuje tezu da poduzeća izgrađuju reputaciju odnosom s bankama, ali ujedno pokazuje da financiranje bankovnim kreditima nije prepreka razvoju tržišta korporacijskih obveznica.

Iz rezultata istraživanja može se zaključiti da će bankovni kredit još neko vrijeme ostati najvažniji instrument eksternog financiranja hrvatskih poduzeća. Ipak, važno je naglasiti da odgovori financijskih menadžera čija poduzeća ne planiraju emitirati obveznice pokazuju nedovoljno poznavanje stanja na domaćem tržištu kapitala te uvjeta regulacije i emisije obveznica. Suprotno shvaćanjima velikog broja ispitanih financijskih menadžera, na hrvatskom tržištu kapitala postoje institucionalni investitori koji su spremni ulagati u domaće korporacijske obveznice. Anketno ispitivanje pokazalo je da čak tri četvrtine ispitanih fond menadžera želi uložiti dio portfelja u domaće korporacijske obveznice. Stoga se može zaključiti da postoji zadovoljavajuća potražnja obveznica i da je taj preduvjet razvoja tržišta zadovoljen. Ni regulacija emisije nije prepreka razvoju tržišta jer su zakonski uvjeti koje emitenti moraju zadovoljiti minimalni. Kada se usporede troškovi emisije obveznica i troškovi bankovnog kredita, vrlo je diskutabilno jesu li troškovi emisije obveznica veći, a ako i jesu, jesu li toliko veći da financiranje emisijom ob-

veznica za većinu poduzeća na tržištu postaje neprihvatljivo. Odgovori velikog broja ispitanih financijskih menadžera potvrđuju tezu da je među njima malo onih što su svjesni mogućnosti koje im nudi mehanizam financijskog tržišta. Financiranje emisijama vrijednosnih papira, posebice emisijama obveznica, rijetkost je među hrvatskim poduzećima, što potvrđuje mali broj novih izdanja na primarnom financijskom tržištu. Uzrok tome je, u velikoj mjeri, zatvorenost hrvatskih poduzeća te strah od javnosti i transparentnosti poslovnih i financijskih informacija, što blokira razvoj svih segmenata financijskog tržišta, a ne samo tržišta obveznica. Samo su malobrojni izdavatelji vrijednosnih papira izašli na uređena javna tržišta, a oni drugi, i nažalost brojniji, ostaju zatvoreni te prikupljaju kapital uz pomoć drugih instrumenata financiranja – najčešće putem bankovnih kredita. Odatle proizlazi zaključak da za sada samo banke, u nedostatku sustava rejting agencija, uspješno rješavaju problem asimetričnih informacija na domaćem financijskom tržištu.

Osim toga, problem se može gledati na način da na hrvatskom tržištu trenutno ne postoji mnogo poduzeća koja su dovoljno velika i uspješna da bi im se isplatilo financiranje emisijama obveznica. Za većinu hrvatskih poduzeća bankovni je kredit isplativiji oblik financiranja, koji svojim karakteristikama više odgovara njihovim potrebama. Prevaga bankovnog sektora tipična je za zemlje u razvoju upravo zbog malog broja poduzeća koja preferiraju financiranje emisijom obveznica, ali i zbog velikog broja ostalih preduvjeta koji moraju biti ispunjeni kako bi se tržište korporacijskih obveznica uspješno razvilo. Zbog navedenih razloga očito je da se hrvatsko tržište korporacijskih obveznica neće brzo razviti. Ipak, može se očekivati da će s daljnjim rastom i razvojem gospodarstva rasti broj velikih i uspješnih poduzeća te da će se domaći financijski sustav razvijati i produbljivati. Time će se povećavati važnost tržišta obveznica u prikupljanju kapitala, dok će se relativna važnost bankovnog sektora smanjivati.

LITERATURA

Anderson, C. W. and Makhija, A. K., 1999. "Deregulation, disintermediation and agency cost of debt: evidence from Japan". *Journal of Financial Economics*, 51 (2), 309-340.

Berlin, M. and Bulter, A., 1996. Public Versus Private Debt: Confidentiality, Control and Product Markets. *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper* [online]. Available from: (<http://ideas.repec.org/p/fip/fedpwp/96-17.html>)

Berlin, M. and Loeys, J., 1988. "Bond Covenants and Delegated Monitoring". *Journal of Finance*, 43 (2), 397-412.

Berlin, M. and Mester, L., 1992. "Debt Covenants and Renegotiation". *Journal of Financial Intermediation*, 2 (2), 95-133.

Blackwell, D. and Kidwell, D., 1988. "An Investigation of Cost Differences Between Public Sales and Private Placements of Debt". *Journal of Financial Economics*, 22 (2), 253-279.

Bolton, P. and Freixas, X., 2000. "Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information". *Journal of Political Economy*. 108 (2), 324-351.

Bolton, P. and Scharfstein, D., 1996. "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors". *Journal of Political Economy*, 104 (1), 1-25.

Bradley, M., Jarrell, G. and Kim, E., 1984. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *Journal of Finance*, 39 (3), 857-878.

Cai, J., Cheung Z. and Goyal, V., 1999. "Bank Monitoring and the Maturity Structure of Japanese Corporate Debt Issues". *Pacific-Basin Finance Journal*, 7 (3-4), 229-249.

Campbell, H. and Graham, J., 2002. "How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions?". *Journal of Applied Corporate Finance*, 15 (1), 8-23.

Cantillo, M. and Wright, J., 2000. "How Do Firms Choose Their Lenders?: An Empirical Investigation". *The Review of Financial Studies*, 13 (1), 155-189.

Chemmanur, J. T. and Fulghieri, P., 1994. "Reputation, Renegotiation and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt". *The Review of Financial Studies*, 7 (3), 475-506.

Datta, S., Iskandar-Datta M. and Patel, A., 1999. "Bank monitoring and the pricing of corporate public debt". *Journal of Financial Economics*, 51 (3), 435-459.

Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Patel, A., 2000. "Some Evidence on The Uniqueness of Initial Public Debt Offerings". *Journal of Finance*, 55 (3), 715-743.

Demirguc-Kunt, A. and Levine R., 1999. "Bank-Based and Market-Based Financial System: Cross-Country Comparisons" [online]. *Development Research Group, The World Bank mimeo*. Available from: (<http://www.bnet.com/abstract.aspx?scid=1514&docid=50118>)

Detragiache, E., 1994. "Public versus Private Borrowing: a Theory with implications for Bankruptcy Reform". *Journal of Financial Intermediation*, 3 (4), 327-354.

Diamond, D., 1991a. "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt". *Journal of Political Economy*, 99 (4), 689-721.

Diamond, D., 1993. "Seniority and Maturity of Debt Contract". *Journal of Financial Economics*, 33 (3), 341-368.

Diamond, D., 1996. "Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example" [online]. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*. Available from: (<http://www.rich.frb.org/eq/pdfs/summer1996/diamond.pdf>)

Dichev, I. D. and Piotroski, J. D., 1999. "The Performance of Long-run Stock Returns Following Issues of Public and Private Debt". *Journal of Business, Finance and Accounting*, 26 (9-10), 1103-1132.

Easterwood, J. and Kadapakkam, P., 1991. "The Role of Private and Public Debt in Corporate Capital Structures". *Financial Management*, 20 (3), 49-58.

Emerging Markets Committee of the International Organisation of Securities Commission, 2002. *The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries* [online]. Available from: (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD127.pdf>)

Fama, E., 1985. "What's Different about Banks?". *Journal of Monetary Economics*, 15 (1), 29-39.

Fung, W. K. H. and Rudd, A., 1986. "Pricing New Corporate Bond Issues: An Analysis of Issues Cost and Seasoning Effects". *The Journal of Finance*, 41 (3), 633-643.

Glen, J. and Pinto, B., 1994. "Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose" [online]. *International Finance Corporation Discussion Paper No.22*. Available from: (http://www2.ifc.org/publications/ifc_catalog/Untitled_Stacked_Page/untitled_stacked_page_16.html).

Goudes, J. and Opler, T., 1996. "The Determinants of the Maturity of New Corporate Debt Issues". *Journal of Finance*, 51 (5), 1809-1833.

Hakansson, N., 1999. "The Role of a Corporate Bond Market in an Economy and in Avoiding Crises" [online]. *Working Papers RPF-287, Institute of Business and Economic Research (IBER)*. Available from: (<http://repositories.cdlib.org/iber/finance/RPF-287/>).

Harwood, A., 2000. Building Local Bond Markets: Some Issues and Actions: An Asian Perspective [online]. Available from: (<http://www2.ifc.org/publications/pubs/bond/toc.pdf>).

Hawkins, J., 2002. "Bond markets and banks in emerging economies" [online]. *Working paper No 11, Bank for International Settlement*. Available from: (<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11d.pdf>).

Hege, U., 2003. "Workouts, Court-Supervised Reorganisation and the Choice between Private and Public Debt". *Journal of Corporate Finance*, 9 (2), 233-270.

Herring, R. and Chatusripitak, N., 2000. *The Case of the Missing Market: the Bond Market and Why It Matters for Financial Development* [online]. Paper prepared for the Asian Development Bank Institute/Wharton Seminar. Available from: (<http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/01-08.html>).

Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, 1993. "The Choice between Public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Corporate Financing in Japan" [online]. *Working Paper, National Bureau of Economics Research*. Available from: (<http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/4421.html>).

Houston, J., James, C., 1996. "Bank Informational Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims". *The Journal of Finance*, 5 (5), 1863-1889.

IMF, 2001. *Developing Government Bond Market: A Handbook*. Washington: International Monetary Fund: The World Bank.

James, C., 1987. "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans". *Journal of Financial Economics*, 19 (2), 217-235.

James, C. and Wier, P., 1990. "Borrowing Relationship, Intermediation, and the Cost of Issuing Public Securities". *Journal of Financial Economics*, 28 (1/2), 149-171.

Johnson, S., 1997. "An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (1), 47-69.

Krishnaswami, S., Spindt, P. and Subramaniam, V., 1999. "Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt". *Journal of Financial Economics*, 51 (3), 407-434.

La Porta, R. [et al.], 1997. "Legal Determinants of External Finance". *The Journal of Financ*, 52 (3), 1131-1151.

La Porta, R. [et al.], 1998. "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113-1155.

Levine, R., 1998. "The Legal Environment, Banks and Long-Run Economic Growth". *Journal of Money, Credit and Banking*, 30 (3), 596-614.

Levine, R., 1999. "Law, Finance and Economic Growth". *Journal of Financial Intermediation*, 8 (1-2), 8-35.

Lummer, S. and McConnell, J., 1989. "Further Evidence on The Bank Lending Process and the Capital Market Response to Bank Loan Agreements". *Journal of Financial Economics*, 25 (1), 99-122.

Orsag, S., 2003. *Vrijednosni papiri*. Sarajevo: Revicon.

Petersen, M. and Rajan, R., 1994. "The Benefits of Lending Relationship: Evidence from Small Business Data". *The Journal of Finance*, 49 (1), 3-37.

Rajan, R., Insiders and Outsiders, 1992. "The Choice between Relationship and Arms Lenght Debt". *Journal of Finance*, 47 (4), 1367-1400.

Rajan, R. and Zingales, L., 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.

Sharma, K., 2001. "The Underlying Constrains on Corporate Bond Market Development in Southeast Asia". *World Development*, 29 (8), 1405-1419.

Stohs, M. H. and Mauer, D. C., 1996. "The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure". *Journal of Business*, 69 (3), 279-312 .

Titman, S. and Wessely, R., 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.

Yosha, O., 1995. "Information Disclosure Costs, and the Choice of Financial Source". *Journal of Financial Intermediation*, 4 (1), 3-20.

Yoshitomi, M. and Shirai, S., 2001. "Designing A Financial Market Structure in Post-Crisis Asia - How to Develop Corporate Bond Market"[online]. *ADB Institute Working Paper No 27*. Available from: (<http://www.adbi.org/PDF/wp/WP15-0614.pdf>).

Zakon o računovodstvu, NN 90/92. Zagreb: Narodne novine.

Zakon o tržištu vrijednosnih papira, NN 84/02. Zagreb: Narodne novine.

D a n i j e l a M i l o š : The Outlook for the Development of the Croatian Corporate Bonds Market

Summary

The Croatian corporate bond market is in the early phase of its development, as can be seen from the small number of bond issues in the last ten years. Therefore, the subject of this research is to define the prerequisites and constraints of Croatian corporate bond market development. Successful development of the market is highly dependent on companies' willingness to issue bonds and the willingness of institutional investors to invest part of their portfolios in domestic corporate bonds. The aim of field research was to explore the potential supply of and demand for corporate bonds within the next few years. Data to meet this aim were obtained through a questionnaire sent to CFOs of big public companies and to fund managers who work in banks, insurance companies, pension funds and mutual funds. Research results have shown that the smallness of the number of corporations that are willing to make use of bond issues reveals itself as the biggest constraint upon the development of a Croatian corporate bond market. On the other hand, the majority of the institutional investors examined are willing to invest money in domestic corporate bonds.

Key words: corporate bond market, prerequisites of corporate bond market development, institutional and legal framework, issuers, investors