

INVESTIRANJE U HARTIJE OD VRIJEDNOSTI SA OSVRTOM NA DUGOROČNE OBVEZNICE

SAŽETAK: Savremene finansijske tokove karakteriše rastući trend investiranja u finansijske aktivne ili hartije od vrijednosti. Preduslov za ovaj vid investiranja su odgovarajuća ponuda HoV, razvijeno finansijsko tržište i motivacija investitora da svoj kapital ulaže na ovaj način. Osnove investiranja u HoV su portfolio teorija i teorija tržišta kapitala. U ovom radu vršena je analiza osnovnih karakteristika HoV dugoročnih obveznica sa stanovišta, tržišta, prinosa, cijene i rizika ulaganja u iste. Takođe, posebno je obrađen rizik ulaganja u obveznice sa aspekta najprisutnijih rizika i to: kreditnog, kamatnog, monetarnog, promjene deviznog kursa, te rizika likvidnosti i opoziva.

KLJUČNE RIJEČI: hartija od vrijednosti, investiranje, portfolio, finansijsko tržište, dugoročna obveznica, cijena, prinos, rizik.

1. Uvod

Tržište dugoročnih obveznica obuhvata primarno i sekundarno tržište dugoročnih dužničkih (hartija od vrijednosti) – obveznica, koje imaju rok dospeljeća duži od jedne godine.

U osnovi obveznice su dugoročni, dugovni finansijski instrument koji emituju države, federalne jedinice, jedinice lokalne samouprave, preduzeća – korporacije i finansijske institucije, radi finansiranja investicionih aktivnosti.

Emisijom obveznica i prometovanjem istih na tržištu kapitala¹ (primarnom i sekundarnom) omogućuje se efikasnije finansiranje investicionih programa od šireg opštedruštvenog interesa (infrastruktura, školstvo, zdravstvo i slično), te regulisanje opštedruštvenih problema (stara devizna štednja građana, državni dugovi, itd.) i drugih vidova od opšteg interesa.

Emisijom korporativnih obveznica omogućuje se prevazilaženje nedostatka dugoročnih finansijskih sredstava korporacija, dok se emisijom obveznica banaka i drugih finansijskih institucija omogućava efikasno prikupljanje sredstava i jačanje finansijske moći navedenih institucija, te transformacija istih sredstava u ekonomski i društveni razvoj dotičnih privreda.

Finansiranja putem tržišta dugoročnih obveznica imaju prednosti u odnosu na druge vrste eksternog finansiranja (bankarskih kredita), gdje prilikom uzimanja kredita investitor po pravilu nije u mogućnosti da utiče na visinu kamatne stope, dok kod emisija obveznica jeste.

2. Karakteristike obveznica

Obveznica² (engl. *Bond*) je hartija od vrijednosti³ određene nominalne vrijednosti kojom se njen izdavalac (engl. *Issuer*) obavezuje da će vratiti primljenu sumu novca u određenom roku dospeljeća

* commercepetrol@icol.net

¹ Tržište kapitala je dio finansijskog tržišta koje još čine tržište novca i tržište deviza.

² „Obveznice su dužničke hartije od vrijednosti koje vlasniku daju pravo na naplatu glavnice i kamate, odnosno drugih prihoda u skladu sa zakonom i odlukom o emisiji“. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, *Sl. glasnik RS*, 92/06.

(engl. *Maturity*), a u međuvremenu vlasniku obveznice (engl. *Bondholder*) isplaćivati tačno određenu kamatu koja je navedena na obveznici (engl. *Stated Interest Rate, Coupon Rate*).

U svojoj osnovi obveznica predstavlja dužničku hartiju od vrijednosti, najčešće prenosivu, koja dokazuje, da je određena suma novca pozajmljena emitentu, te da postoji obaveza izdavaoca obveznice da tu sumu novca vrati vlasniku obveznice na naznačeni datum u obveznici.

U formalnom smislu obveznica sadrži tri bitna elementa (Šoškić i Živković, 2007: 235): fiksirani datum kada se pozajmljena suma mora vratiti – rok dospeljeća; nominalnu ili kuponsku kamatnu stopu; nominalni iznos duga ili glavnice.

Obveznice mogu da se klasifikuju po različitim kriterijumima: od onog kriterijuma koji naglašava mjesto izdavanja, boniteta izdavanja, zatim na osigurane (osigurane zalogom) i neosigurane (seniorske i subordinatne), pa do podjele po tipu i svojstvima stope povrata na uložena sredstva u obveznice.

Tradicionalna klasifikacija tržišta obveznica obuhvata tri tipa: 1) trezorske srednjoročne i dugoročne obveznice; 2) municipalne obveznice i 3) korporativne obveznice (Saunders, 2006: 152).

Obveznice, kao i akcije, spadaju po pravilu u dugoročne hartije od vrijednosti (rok dospeljeća duži od godinu dana), sa identičnom svrhom prikupljanja slobodnih novčanih sredstava za potrebe izdavaoca. Razlika između obveznica i akcija, međutim, je znatna. Imalac obveznice je povjerilac njenog izdavaoca, dok je akcionar član izdavaoca; imalac obveznice nema upravljačka prava u društvu izdavaoca, dok akcionar po pravilu ima; potraživanje imaooca obveznice prema izdavaocu je po pravilu fiksno i vezano je za nominalnu vrijednost obveznice i utvrđen iznos kamata, dok je prihod akcionara po pravilu varijabilan; akcionar snosi rizik za poslovanje izdavaoca do iznosa svog uloga, dok imalac obveznice koja je obezbijedena garancijom ne snosi nikakav rizik. Sa druge strane, ako je riječ o obveznici koja nije obezbijedena garancijom, imalac obveznice snosi rizik insolventnosti iz stečaja izdavaoca; potraživanje imaooca obveznice je dug izdavaoca, dok je ulog akcionara imovina izdavaoca kojom posluje do prestanka; potraživanje imaooca obveznice može biti obezbijedeno garancijom, dok je ulog akcionara uvijek rizični kapital.

3. Tržište obveznica

Na tržištima kapitala trguje se dugoročnim obveznicama sa dospeljećem dužim od jedne godine. „Tržišta obveznica su tržišta na kojima se obveznice izdaju i njima se trguje. Koriste se kao pomoć u transferu sredstava od pojedinaca, korporacija i vladinih jedinica s viškom sredstava do korporacija i vladinih jedinica kojima treba dugoročno finansiranje duga“ (Saunders, 2006: 151-152). „Poslije izdavanja, a prije dospeljosti, obveznice se kotiraju na takozvanom *sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti* gdje im se određuje njihova tržišna cijena“ (Labus, 1999: 478). Vlasnik obveznice ne može tražiti od izdavaoca obveznice da mu je ovaj otkupi prije roka dospeljeća, ukoliko se ne radi o opozivoj obveznici. U tom smislu vlasnik obveznice nailazi na problem likvidnosti, odnosno kako da zamijeni svoju obveznicu za gotov novac, ukoliko mu se za to ukaže potreba prije roka dospeljeća obveznice. Snoseći rizike, vlasnik obveznice može htjeti

³ Hartija od vrijednosti je pismena isprava emitovana u materijalizovanom i nematerijalizovanom obliku, koja vlasnicima daje pravo u odnosu na emitenta u skladu sa zakonom i pod uslovima emisije, Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, Sl. glasnik RS, 92/06.

da se iste oslobodi prije roka njene dospelosti i iz tih razloga, se obveznice kotiraju na sekundarnom tržištu.

Prva prodaja dugoročnih obveznica vrši se direktno na primarnom tržištu ili se prodaja vrši preko specijalizovane institucije kao posrednika. Posrednik se može javiti kao garant da će obveznice prodati, čime preuzima rizik prodaje i direktno postaje prvi kupac ili prodaju obveznica može vršiti kao komisionar. U prvom slučaju posrednik pokriva svoje troškove iz razlike cijene po kojoj je platio obveznice i cijene po kojoj je obveznice prodao. U drugom slučaju (komisionar) posrednik naplaćuje svoje troškove od prodavca obveznice.

U osnovi postoje tri načina trgovanja obveznicama:

- kupoprodaja preko berze dugoročnih hartija od vrijednosti (berza je insitucionalno organizovano i regulisano sekundarno tržište dugoročnih hartija od vrijednosti sa strogo utvrđenim pravilima trgovanja i kriterijuma koji se moraju ispuniti).
- šaltersko tržište obavlja se putem posrednika. Primljeni nalozi ponude i tražnje od klijenata međusobno se sučeljavaju i kada se poklope u svim elementima zaključuje se kupoprodaja.
- Neposredna kupoprodaja (kupoprodaja između prodavca i kupca (prodaja dugoročne hartije od vrijednosti bez posrednika – iz ruke u ruku).

4. Cijena obveznica

Poslije izdavanja, a prije dospijea, obveznice su predmet prodaje na primarnom i sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti gdje im se određuje njihova tržišna cijena. Njihovom prodajom na tržištu postiže se transfer sredstava od pojedinaca, korporacija i vladinih jedinica s viškom sredstava do korporacija i vladinih jedinica kojima treba dugoročno finansiranje investicionih programa.

Cijena obveznica u sekundarnom prometu, po pravilu nije jednaka njenoj nominalnoj vrijednosti. Cijena je približno jednaka sadašnjoj vrijednosti očekivanog novčanog toka (*cash flow-a*) finansijskog instrumenta. Da bi se odredila cijena obveznice potrebno je izvršiti najmanje dvije procjene: procjenu očekivanog *cash flow-a* i procjenu očekivanog prinosa.

Cash flow se sastoji od periodičnih godišnjih isplata kupona do dana dospijea i nominalne vrijednosti na dan dospijea.

Stopa očekivanog prinosa utvrđuje se najjednostavnije kao prinos koji ostvaruju slične (po visini rizika odnosno po klasi rejtinga) obveznice na tržištu kapitala. Ova stopa se često definiše kao godišnja tržišna kamatna stopa (Šoškić i Živković, 2007: 237).

Na cijenu obveznica utiče više faktora: trenutne kamatne stope (najvažniji faktor) na pojedinim nacionalnim tržištima ili na svjetskim tržištima kapitala (za euroobveznice)⁴; povjerenje ulagača u emitenta, njegova kreditna sposobnost i opšte finansijsko stanje; ročnost obveznice, prisustvo opoziva (engl. *call*) ili opcije na prodaju (engl. *put*); poreski tretman (dobit) na kamatni prihod; očekivana likvidnost obveznice; stabilnost cijena – stopa inflacije.

⁴ Euroobveznice (*Eurobonds*) se definišu kao obveznice koje su denominirane u valuti koja nije domaća valuta zemlje u kojoj se te obveznice izdaju (npr. obveznice denominirane u američkim dolarima izdane u Londonu).

Najveći uticaj na cijenu obveznica ipak imaju kamatne stope. Uticaj Centralne banke jedne zemlje na kamatne stope može biti evidentan na kratkoročne kamatne stope (CB Bill kao valutni odbor bez kreditne funkcije nema uticaja na kamatne stope). Sa druge strane, dugoročne kamatne stope određuju se djelovanjem zakona pomde i tražnje kapitala na tržištima dugoročnih obveznica.

Cijena dugoročnih obveznica određuje se njihovom slobodnom trgovinom na tržištu dugoročnih obveznica i može biti:

- manja od nominalne (službene) cijene obveznice. U ovom slučaju radi se o diskontnoj obveznici, odnosno o obveznici koja se prodaje uz popust tj. diskont (engl. At Discount).
- ista kao nominalna (službena) cijena obveznice. Takva cijena se naziva al pari cijena (engl. Par Value Bond).
- Veća od nominalne (službene) cijene obveznice, što znači da se radi o premijskoj obveznici, odnosno da ulagač plaća premijsku cijenu da bi došao do te obveznice (engl. Buying at Premium).

Kod utvrđivanja cijene obveznice na dugoročnom tržištu obveznica polazi se od procjene očekivanog novčanog toka (Cash flow), kuponskog prinosa i tržišne kamatne stope. Svako povećanje tržišnih kamatnih stopa dovodi do pada cijene obveznice, a svaki pad kamatnih stopa dovodi automatski do porasta cijene obveznice. Cijena obveznice sa kuponskim plaćanjem, kada se isti plaća jednom godišnje, može se izraziti putem sljedeće jednačine:

$$P = \frac{I_1}{1 + \frac{r}{m}} + \frac{I_2}{(1 + \frac{r}{m})^2} + \dots + \frac{I_n}{(1 + \frac{r}{m})^m} + \frac{CI.}{(1 + \frac{r}{m})^m}$$

gdje je: P – cijena obveznice

C – iznos kuponskih plaćanja

N – nominalna vrijednost

r – diskontna stopa (tržišna kamatna stopa)

t – broj kuponskih plaćanja

n – period dospijeca – broj godina

U tom slučaju (kada ima više godišnjih isplata) opšta formula (1) ima sljedeći oblik:

$$P = \frac{I_1}{1 + \frac{r}{m}} + \frac{I_2}{(1 + \frac{r}{m})^2} + \dots + \frac{I_n}{(1 + \frac{r}{m})^m} + \frac{CI.}{(1 + \frac{r}{m})^m}$$

gdje je sa I označen kuponski prinos, sa m označen broj plaćanja u toku godine, a sa n broj godina.

Izračunavanje kursa cijene obveznice vrši se uz pomoć efektivne kamatne stope koju nosi obveznica p.a. (na bazi 365 dana godišnje) i broja dana do dospijeca obveznice na osnovu formule:

$$P = \frac{1}{(1 + k_e)^{(d' / 365)}} * 100$$

gdje je:

P – cijena diskontne obveznice na određeni dan;

k_e – efektivna kamatna stopa;

d' – broj preostalih dana do dospelja obveznice

5. Prinos obveznice

Radi potpunog razumijevanja načina odnosno mehanizma trgovanja obveznicama mora se obavezno razmatrati pojam *prinos obveznice*. Uglavnom postoje sljedeći prinosi na obveznicu: kuponski ili službeni prinos (engl. coupon yield); tekući prinos (engl. current yield); prinos do dospelja (engl. yield to maturity); prinos do opoziva (engl. yield to call).

Svi ovi prinosi na obveznice odražavaju specifičan odnos tržišne i nominalne (obećane) kamatne stope naznačene na obveznici.

Kuponski ili službeni prinos isti je kao i obećana nominalna kamata na obveznici. Ukoliko se tokom trgovanja obveznicama javi takav prinos, to znači da je cijena koju ta obveznica postiže na sekundarnom tržištu ista kao i nominalna cijena te obveznice. Uzmimo za primjer da obveznica ima nominalnu cijenu 500,00 KM po obveznici i da je njen rok dospelja 10 godina (npr. od 2010. do 2020. god.). Ako pretpostavimo da je emitent obećao godišnju kamatu od 10% (što znači da ta obveznica svom vlasniku donosi 50,00 KM godišnje), u cijelom razdoblju do dospelja, dok se trguje sa tom obveznicom, njena cijena ostaje ista kao nominalna (500,00 KM) i kamata na obveznici 10% biće ista kao i prinos na obveznici 10%. Takav prinos koji je stalno isti kao i kamata naziva se *kuponski prinos*, po tome što je on isti kao i godišnji kupon (10%) s obveznice. Važno je napomenuti da je ovakav slučaj, da će jedna obveznica, sa rokom dospelja od 10 godina, sve to vrijeme u trgovini na sekundarnom tržištu imati istu cijenu, kod razvijenih tržišta gotovo nezamisliv. To bi se moglo dogoditi jedino u teoretskom modelu u kojem su tržišne kamatne stope nepromijenjene i odgovarajuće stopi s obveznice.

Na osnovu prethodno navedenog dolazimo do zaključka da postoje dvije mogućnosti i to prva:

1. da je cijena obveznice niža od nominalne (ukoliko cijena obveznice na sekundarnom tržištu padne na npr. 98,5% tada je njena tržišna (*diskontna*) vrijednost u navedenom primjeru 492,50 KM)
2. da je cijena obveznice tokom trgovanja postigla višu (*premijsku*) cijenu (ukoliko cijena obveznice na sekundarnom tržištu poraste na npr. 104% svoje nominalne vrijednosti onda je njena tržišna vrijednost u istom primjeru 520,00 KM).

Razmotrimo šta se dogodilo sa tekućim prinosom u oba ova slučaja: U prvom slučaju obveznica ima *diskontnu cijenu* koja je manja od nominalne. Kada cijena obveznice *padne*, prinos *raste* i izračunava se vrlo jednostavno: kao postotak odnosa između nominalnog (kuponskog) prihoda i njene trenutne tržišne cijene. Funkcija cijene i prinosa obveznice je inverzna i konveksna tj. kada raste zahtijevani prinos, cijena obveznice pada i obrnuto. Konveksnost ove funkcije znači da povećanje kamatnih stopa uzrokuje manji promjenj cijene nego što je povećanje

nje cijena ukoliko se kamatne stope smanje za isti iznos. U našem primjeru to je izgledalo ovako: 50,00 KM je nominalni (kuponski) prihod, a 492,50 KM je nova diskontna cijena obveznice do koje se došlo trgovanjem na sekundarnom tržištu. Prema tome tekući prinos (current yield) iznosi: $50/492,5 = 10,15\%$. Da se slučajno dogodilo da je cijena još više pala npr. na 89,5% dakle na 447,50 KM, onda bi prinos bio: $50/447,5 = 11,17\%$. Ovo bi stvarno značilo da novi ulagač koji kupuje obveznicu na sekundarnom tržištu daje za nju samo 447,5 KM i dobija nominalni (kuponski) prihod od 50,00 KM. Međutim, njegova stvarna kamata izražena prinosom nije više 10% već je 11,17%, jer je on dao manje 52,50 KM nego prvi vlasnik obveznice.

U drugom slučaju može se dogoditi da obveznica ima *premijsku cijenu* koja je veća od njene nominalne, pa ulagač za takvu obveznicu mora platiti 550,00 KM. Prinos je u takvoj situaciji niži od nominalne kamatne stope i to izgleda ovako: $50/550 = 9,09\%$.

Ovakav prinos koji je viši ili niži od nominalne kamatne stope obveznice i koji se izračunava kroz odnos između službene kamate i trenutne tržišne cijene obveznice naziva se tekući prinos. Tekući prinos je izražen opštom formulom.

Tekući prinos uvažava samo kuponsku stopu, pa je iz tog razloga samo gruba mjera cijene obveznice jer ne uzima u obzir kapitalnu dobit koju će investitor ostvariti ukoliko kupi diskontnu obveznicu i zadrži je do roka dospeljeća, niti kapitalni gubitak ukoliko kupi premijsku obveznicu i zadrži je do dospeljeća.

Međutim, pored ovih nedostataka tekući prinos ima i svojih pozitivnih karakteristika. Ukoliko se cijena obveznice kreće oko nominalne cijene, a period dospeljeća je relativno dug, tekući prinos postaje pouzdanija mjera prinosa obveznice, s obzirom na to da su u tom slučaju efekti kapitalnih dobitaka i gubitaka mali.

Prinos do dospeljeća (engl. Yield to Maturity) jeste diskontna stopa koja izjednačava dvije vrijednosti: sadašnju vrijednost cash flow-a i cijenu obveznice. Dakle prinos do dospeljeća je interna stopa prinosa obveznice. Prinos do dospeljeća se izračunava na osnovu cijene obveznice, godišnje kamata i roka dospeljeća. U izračunavanju se koristi iterativna procedura: uzima se više vrijednosti dok se ne dobije ona koja izjednačava sadašnju vrijednost cash flow-a sa cijenom obveznice. Prinos do dospeljeća može se prikazati sljedećom jednačinom (Šoškić i Živković, 2007: 236-237):

$$P = \frac{C}{1+y} + \frac{C}{(1+y)^2} + \dots + \frac{C+N}{(1+y)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{N}{(1+y)^n}$$

gdje je:

y – prinos do dospeljeća,

C – iznos kuponskog plaćanja

N – nominalna vrijednost

Prinos do dospeljeća označava diskontnu stopu koja izjednačava kupovnu cijenu obveznice sa sadašnjom vrijednošću svih očekivanih godišnjih neto novčanih tokova. Prinos do dospeljeća predstavlja prosjek tržišnih kamatnih stopa kojima se diskontuju kamatna plaćanja dobijena u različitim periodima. Dakle, prinos do dospeljeća je prosjek stopa prinosa po periodima koje vlasnik obveznice ostvaruje.

Prinos do opoziva (engl. Yield to Call) „je stopa koja izjednačava sadašnju vrijednost novčanih tokova sa cijenom obveznice, ukoliko investitor posjeduje obveznicu do prvog dana mogućeg opoziva. Stopa prinosa do opoziva se prikazuje sljedećom jednačinom“ (Šoškić i Živković, 2007: 237):

$$P = \frac{C}{1+y} + \frac{C}{(1+y)^2} + \dots + \frac{C + FV}{(1+y)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{FV}{(1+y)^n}$$

gdje je:

PV – cijena opoziva, a

n – broj perioda do prvog datuma opoziva

Pri visokom nivou kamatnih stopa rizik opoziva postaje zanemariv, jer se tada cijene klasične i opozive obveznice približavaju (konvergiraju), dok se pri niskim kamatnim stopama cijene ovih obveznica razilaze (divergiraju).

6. Rizik ulaganja u obveznice

Ulaganje u obveznice motivisano je očekivanjem investitora da ostvare određeni prinos. Prinos, međutim, može biti viši ili niži od očekivanog. Naime obveznice su izložene rizicima od koji su najprisutniji: kreditni rizik; kamatni rizik; rizik inflacije – monetarni rizik; rizik promjene deviznog kursa; rizik likvidnosti, rizik opoziva i drugi.

Kreditni rizik ili rizik naplativosti (default risk, credit risk) je pretpostavka da izdavalac (emitent), obveznice neće biti u mogućnosti da o roku dospjeća izvrši isplatu po osnovu obveznice. Što je veći kreditni rizik, to je veća kuponska stopa obveznice. Povećanje kreditnog rizika tokom do dospjeća obveznice, pri ostalim nepromijenjenim uslovima, snižava njenu cijenu. Ovaj rizik se povećava sa smanjenjem kreditne sposobnosti emitenta.

Rizik kamatne stope – sa promjenom kamatnih stopa mijenjaju se i cijene obveznica na sekundarnom prometu, drugim riječima obaveznice su izložene riziku kamatne stope. Promjena tržišnih kamatnih stopa utiče na promjenu cijene obveznice obrnuto proporcijalno. Smanjenje tržišne kamatne stope će na dugoročne obveznice intenzivnije djelovati što je rok duži. Praktično, da bi se dugoročna obveznica, kod koje je tržišna kamatna stopa veća od njene nominalne na obveznici (kad obveznica stvara gubitak), prodala na sekundarnom tržištu cijena mora biti niža, inače neće biti interesa za kupovinu. Kupac obveznice polaže svoju nadu u pad tržišnih kamatnih stopa, ne bi li se cijena njihovih obveznica povećala. Ukoliko im se nade ne ostvare i tržište kamatne stope poraste, vrijednost njihovih investicija će opasti i oni će biti na gubitku. Za investitore koji planiraju da obveznicu posjeduju do roka dospjeća, promjene kamatnih stopa u okviru perioda ne izazivaju gubitak, problemi nastaju kad se obveznica mora prodati prije roka dospjeća.

Rizik inflacije je vjerovatnoća da će doći do neočekivanog povećanja cijena koji će uticati na opšti porast cijena inflacije, koja nije bila predviđena u trenutku definisanja fiksne nominalne kamatne stope obveznice. U tom slučaju svi investitori u obveznici prvo gube kamatni prihod, a kad stopa inflacije prevaziđe kamatnu stopu, ostvaruju kapitalne gubitke. U uslovima visoke inflacije srednjoročna i dugoročna obveznica sa konstantnim kuponom ne može egzistirati. U

uslovima relativno niskih stopa inflacije, ovaj rizik se smanjuje ili potpuno neutralizuje indeksacijom obveznice.

Rizik promjene deviznog kursa se javlja u situaciji kada investitor, koji denominira svoju imovinu u jednoj valuti, uloži u obveznicu čiji se emitent obavezuje da će vršiti plaćanje u drugoj valuti. Investitor ne može sa sigurnošću znati kakav će biti kurs jedne i druge valute. Ta neizvjesnost ima za posljedicu i neizvjesnost veličine novčanih tokova date obveznice izražene u drugoj valuti. Visina ovog rizika zavisi od vjerovatnoće promjene deviznog kursa prve valute u odnosu na drugu na dan primanja novčanog toka.

Rizik likvidnosti je vjerovatnoća da se neće ostvariti sekundarni promet obveznice, odnosno da se obveznica neće moći prodati, odnosno pretvoriti u gotov novac. Ovaj rizik postoji kod obveznica niskog rejtinga.

Rizik opoziva se javlja samo kod obveznica koje imaju ugrađenu klauzulu opoziva (engl. call). U tom slučaju jedna od opcija u ugovoru između emitenta i investitora može biti pravo emitenta da opozove djelimično ili u potpunosti emisiju obveznica prije roka dospeljeća. Ova aktivnost poduzima se u situaciji, kada su tržišne kamatne stope niže od kuponske kamatne stope, odnosno kada se nove obveznice mogu emitovati sa nižom kuponskom stopom. Nastaje, dakle povoljniji uslovi refinansiranja duga, koji je kreiran emisijom tih obveznica. Ovdje je važno napomenuti da opcija opoziva obveznice proizvodi nepovoljnosti za investitora kao što su; novčani tok opozive obveznice nije siguran. Nadalje investitor je izložen riziku reinvestiranja, zbog pada tržišnih kamatnih stopa i naposljetku smanjen je potencijal formiranja kapitalne dobiti kod obveznice.

7. Zaključak

Obveznica je dužnička hartija od vrijednosti određene nominalne vrijednosti kojom se njen vlasnik – emitent obavezuje da će vratiti pozajmljenu sumu novca na određeni rok dospeljeća, a u međuvremenu vlasniku obveznice isplatiti tačno određenu kamatu koja je navedena na obveznici.

Obveznica je najčešće prenosiva hartija od vrijednosti koja dokazuje da je određena suma novca pozajmljena emitentu.

Takođe ova hartija od vrijednosti treba biti obezbijedena osiguranjem–zalogom, pošto je ista izložena finansijskom riziku, tržišnom riziku likvidnosti, riziku kupovne snage, a naročito cjenovnom riziku (rizik kretanja kamatne stope i deviznog kursa).

Sve izdate obveznice su predmet trgovanja – kotiranja na tržištu kapitala. Cijenu obveznice na sekundarnom tržištu uglavnom determinišu nominalna vrijednost, očekivani novčani tokovi i očekivani prihod.

U razvijenim tržišnim privredama obveznica kao dugoročna, dužnička hartija od vrijednosti je prisutna i zauzima vidno mjesto na sekundarnom tržištu kapitala, pridonoseći većoj finansijskoj likvidnosti.

LITERATURA

- Caunders, A., Cornett, M. (2006). *Finansijska tržišta i institucije*. Zagreb: Poslovni dnevnik, Masmedija.
- Dugalić, V., Štuncic, M. (2005). *Osnove berzanskog poslovanja*. Beograd: Stubovi kulture.
- Ivanšević, M., Krasulja, D. (2007). *Poslovne finansije*. Beograd: Ekonomski fakultet.
- Erić, D. (2003). *Finansijska tržišta*. Beograd: Čigoja štampa.
- Labus, M. (1999). *Osnovi ekonomije*. Beograd: Stubovi kulture.
- Mancos, T. (1988). *Introduction to Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Mirović, D. (2005). *Bankarsko pravo*. Bijeljina: Fakultet spoljne trgovine.
- Saunders, A., Cornett, M. M. (2005). *Finansijska tržišta i institucije*. Zagreb: Poslovni dnevnik, Masmedija.
- Šoškić, D., Živković, B. (2007). *Finansijska tržišta i institucije*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet.
- Vasiljević, B. (1999). *Osnovi finansijskog tržišta*. Beograd: Principi.
- Vunjak, M., Čurčić, U., Kovačević, L.J. (2008). *Korporativno i investiciono bankarstvo*. Subotica: Ekonomski fakultet.
- Vitez, M. (2000). *Berze hartija od vrijednosti i berzanski poslovi*. Subotica: Ekonomski fakultet.
- Zakon o tržištu hartija od vrijednosti Republike Srpske
- Zakon o obligacionim odnosima Republike Srpske

Vojislav Škrbić, Ph. D.

INVESTING IN SECURITIES WITH REFERENCE TO THE LONG-TERM BONDS

Summary

Modern financial flows are characterized by a growing trend of investing in financial assets or securities. The prerequisites for this type of investment are: an adequate supply of securities, a developed financial market and the motivation of investors to invest their capital in this way. Basics of investing in securities are portfolio theory and the theory of capital markets. In this work, the basic characteristics of securities from the standpoint of long-term bonds, the market yield, cost and risks of investing in them are analyzed. In addition, it is particularly addressed to the risk of investing in bonds with the most salient aspects of risk such as: credit, interest rate, monetary, exchange rate changes, and liquidity risk and recalls.

Key words: securities, investment, portfolio, financial markets, long-term bond price, yield, risk.