

# Utjecaj tržišta kapitala na gospodarstvo Republike Hrvatske

---

**Banjeglav, Lea**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**2019**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:296772>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-11-23**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital repository of the Libertas International University](#)



LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE

ZAGREB

LEA BANJEGLAV

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI RAD

UTJECAJ TRŽIŠTA KAPITALA NA GOSPODASTVO  
REPUBLIKE HRVATSKE

Zagreb, prosinac 2018.

LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE

ZAGREB

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ

Menadžment bankarstva, financija i osiguranja

UTJECAJ TRŽIŠTA KAPITALA NA GOSPODARSTVO REPUBLIKE  
HRVATSKE

THE INFLUENCE OF THE CAPITAL MARKET ON THE ECONOMY OF  
THE REPPUBLIC OF CROATIA

KANDIDAT: Lea Banjeglav, bacc. oec.

MENTOR: doc. dr. sc. Ivor Altaras Penda

KOLEGIJ: Financijska tržišta

Zagreb, prosinac 2018.

## Sadržaj

SAŽETAK.....	2
SUMMARY .....	2
1. UVOD .....	3
1.1.  Obrazloženje teme .....	3
1.2.  Predmet i cilj rada.....	4
1.3.  Istraživačka pitanja .....	4
2.  FINANCIJSKI SUSTAVI.....	5
2.1.  Evolucija i značaj financijskih sustava.....	8
2.2.  Temeljne sastavnice financijskog sustava .....	11
2.2.1.  Financijska tržišta.....	12
2.2.2.  Financijske institucije.....	15
3.  TRŽIŠTE KAPITALA .....	18
3.1.  Temeljne odrednice tržišta kapitala.....	19
3.1.1.  Primarno tržište .....	21
3.1.2.  Sekundarno tržište .....	23
3.2.  Sudionici na tržištu kapitala .....	25
3.3.  Instrumenti i vrijednosni papiri na tržištu kapitala.....	28
4.  TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ .....	33
4.1.  Vlasnička struktura Zagrebačke burze .....	35
4.1.1.  Indeksi Zagrebačke burze.....	37
4.1.2.  Trgovanje na Zagrebačkoj burzi.....	40
4.1.3.  Uloga burze na gospodarstvo zemlje.....	43
4.1.4.  Financiranje na tržištu kapitala.....	44
4.1.5.  Prednosti i nedostaci primarne emisije dionica .....	46
4.2.  Analiza izlaska na burzu naftnog poduzeća INA d.d. ....	47
4.3.  Povezanost banaka i nebankovnih institucija u Republici Hrvatskoj.....	52
4.4.  Nadzor financijskog sustava u Republici Hrvatskoj.....	53
4.5.  Utjecaj države na rast, razvoj i konfiguraciju hrvatskoga financijskog sustava .....	55
5.  ZAKLJUČAK .....	57
POPIS LITERATURE .....	59
POPIS SLIKA, GRAFIKONA I TABLICA .....	63
ŽIVOTOPIS .....	64

## **SAŽETAK**

Financijska tržišta predstavljaju međusobno povezana tržišta novca i kapitala. Preduvjet za postojanje dobro organiziranog sustava je funkcioniranje financijskih tržišta kroz institucije koje omogućuju protok novca na svim razinama. U takvom sustavu svi njegovi subjekti mogu zadovoljiti svoje potrebe. Rad se bavi financijskim sustavima, tržištem kapitala u Republici Hrvatskoj, odnosno njegovim utjecajem na gospodarstvo.

**Ključne riječi:** financijski sustav, tržište kapitala, tržište novca, Republika Hrvatska

## **SUMMARY**

Financial markets represent a mutually connected money and capital market. Their functioning through institutions that enable the flow of money at all levels is a requirement for the existence of a well-organized system. In such a system, all its subjects can meet all the demands. The paper deals with the influence of the capital market on the economy of the Republic of Croatia. This work consists of eight chapters dealing with financial system, the capital market, financial system and capital markets in the Republic of Croatia, and its impact on the economy.

**Key words:** financial market, capital market, money market, Republic of Croatia

# 1. UVOD

Financijski sustav zrcalo je gospodarskog dostignuća svake zemlje i kao takav jedan je od temeljnih sastavnica ekonomskog sustava zemlje. Označava sustav zemlje determiniran stupnjem razvijenosti ekonomskog i političkog sustava, kao i karakterom vlasništva i drugih faktora. Financijski sustav može se definirati kao ukupnost nositelja ponude i potražnje financijskih instrumenata, što zajedno s pravnim normama i regulacijom stvara pretpostavke za trgovanje novcem i financijskim instrumentima. Financijski sustav, podsustav ekonomskog sustava, treba omogućiti rast i razvoj ekonomije, a funkcije financijskog sustava ostvaruju se preko financijskih tržišta. Financijske odluke određuju uspješnost upravljanja financijskim sredstvima poduzeća.

Rad je podijeljen u 5 poglavlja kojima će se pokušati objasniti utjecaj tržišta kapitala na gospodarstvo Republike Hrvatske. Prvo poglavlje je uvodno te definira predmet i cilj rada. Drugo poglavlje definira financijski sustav i njegove temeljne sastavnice. Treće poglavlje pomnije definira temeljne odrednice, sudionike te instrumente tržišta kapitala, a četvrto poglavlje koje je ujedno i noseće definira te analizira tržište kapitala u Republici Hrvatskoj odnosno Zagrebačku burzu. Rad završava zaključkom koji daje osvrt na analiziranu problematiku te iznosi prikupljene podatke relevantne za navedenu tematiku.

## 1.1. Obrazloženje teme

Financijska tržišta su strukture kojima protječu sredstva, oni zapravo preusmjeravaju sredstva od ljudi koji imaju višak, odnosno od onih koji su uštedjeli novčane viškove trošeći manje od dohotka do onih kojima nedostaju novčana sredstva jer žele ili moraju trošiti više od dohotka.

Na taj način financijska tržišta pridonose većoj proizvodnji i efikasnosti u cjelokupnom gospodarstvu. Također izravno promiču i blagostanje potrošača jer im omogućuju bolje vremensko planiranje i raspored kupnji.

Financijske institucije i tržišta su okosnica i mehanizam uz pomoć kojeg djeluje cjelokupan financijski i gospodarski sustav. Nastanak efikasnog i reguliranog tržišta s mnoštvom sudionika evolucijski je i dugotrajan proces. Razvoj financijskog tržišta na strani ponude određen je brojem i raznolikošću financijskih instrumenata, ali i potrebama tržišnih aktera za financijskim sredstvima. Istodobno, razvoju tržišta na strani potražnje izravno pridonose

financijske institucije, a posebno institucionalni investitori koji imaju presudan utjecaj na razvoj i kretanja dugoročnog segmenta financijskog tržišta.

U ovom je radu detaljnije predstavljeno tržište kapitala. Na tržištu kapitala je tržište trguje se instrumentima dugoročnog duga, roka dospijeca godinu dana ili dulje, kao i instrumentima vlasnickih udjela. Instrumentima tržišta novca trguje se više nego dugoročnim vrijednosnicama, pa su ti instrumenti likvidniji, odnosno kratkoročne vrijednosnice bilježe manje promjene cijena od dugoročnih, što ih čini sigurnijima za ulaganja. U užem smislu tržište kapitala je tržište dugoročnih vrijednosnih papira, dok je u najužem smislu sekundarno tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište kapitala ima velik utjecaj na cjelokupno gospodarstvo neke zemlje. Zato je u ovom radu prikazan utjecaj tržišta kapitala na gospodarstvo u Republici Hrvatskoj.

## **1.2. Predmet i cilj rada**

**Predmet rada** je tržište kapitala koje se smatra jednim od najvažnijih financijskih sustava te položaj financijskog tržišta u gospodarstvu

**Cilj rada** je predstaviti važnost tržišta kapitala i njegov utjecaj na gospodarstvo, s posebnim osvrtom na situaciju u Republici Hrvatskoj. Objasnjene su temeljne značajke tržišta kapitala, kao što su način funkcioniranja, institucije koje se pojavljuju, sudionici te instrumenti kojima se trguje.

## **1.3. Istraživačka pitanja**

U ovom diplomskom radu definirana su tri osnovna istraživačka pitanja:

1. Što je tržište kapitala i koje vrste tržišta postoje?
2. Koliki utjecaj ima tržište kapitala na gospodarstvo neke zemlje?
3. Koliki je utjecaj tržišta kapitala na gospodarstvo Republike Hrvatske?

## 2. FINANCIJSKI SUSTAVI

Pojam financijskog sustava ima nekoliko definicija. Leko navodi da je financijski sustav „ukupnost nositelja ponude i potražnje novčanih sredstava, financijskih oblika – instrumenata u kojima su utjelovljena novčana potraživanja, raznolikih financijskih institucija i tokova kolanja novčanih sredstava koji, integrirani pravnim normama i regulacijom, omogućuju trgovanje novcem i novčanim viškovima, određujući pri tome cijene financijskim proizvodima – u prvom redu kamatne stope i očekivanja budućnosti“.<sup>1</sup> Prema ovom se navodu financijski sustav sastoji od ponude i potražnje novčanih sredstava, odnosno, na neki se način promatra kao mjesto susreta ponude i potražnje. Tako se financijski sustavi na neki način izjednačuju s tržištem pa je potrebno ponuditi dodatne definicije.

Prema drugoj definiciji, financijski sustav je skup financijskih institucija, financijskih instrumenata i tržišta koji međusobnim djelovanjem i utječu na nacionalno gospodarstvo te tako uključuje sva tri elementa financijskog sustava koji su zaslužni za prikupljanje i plasiranje novca u vidu investicija u gospodarstvo.<sup>2</sup> Nadalje, može se reći da je financijski sustav skup tržišta i tehnika koje omogućuju trgovanje novcem, a određen je društveno-ekonomskom strukturom svakoga gospodarskog sustava. Pri tome treba imati na umu da su temeljne zadaće svakoga financijskog sustava mobilizacija slobodnih financijskih sredstava i alokacija slobodnih financijskih sredstava,<sup>3</sup> a na stranicama HNB-a ističe se i da financijski sustav neke zemlje čine njezina valuta i platni sustav, financijska tržišta, financijske institucije te institucije koje reguliraju i nadziru njihov rad.<sup>4</sup>

S obzirom na navedeno, može se zaključiti da je glavni zadatak financijskog sustava prikupiti slobodna novčana sredstva od ljudi, odnosno krajnjih korisnika, što se ponajprije odnosi na štednju korisnika jer ona kao takva predstavlja slobodna financijska sredstva. Nakon prikupljanja slobodnog novca, financijski sustav treba taj novac uložiti u nešto, odnosno investirati ga. To ističe i Ivanov: „Posredstvom financijskih institucija i tržišta, novac suficitarnih subjekata uvijek je zamjenjiv za određenu vrstu financijskog prava u obliku klasičnog bankarskog depozita, premije životnog osiguranja, udjela u fondu ili različitih vrijednosnica poput dionica i obveznica. S druge strane deficitarni subjekti posredstvom

---

<sup>1</sup> Leko, V. (2004), Financijske institucije i tržišta I, pomoćni materijali za proučavanje, Zagreb: Mikrorad, str. 1.

<sup>2</sup> Jurkić, Z. (2016), Stabilnost hrvatskog financijskog sustava, Koprivnica: Sveučilište sjever, str. 2.

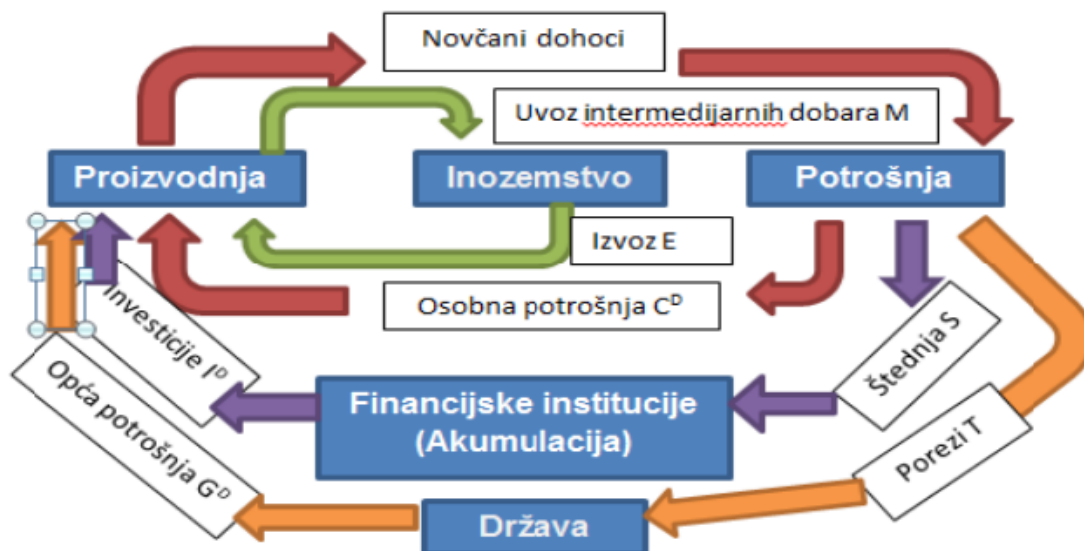
<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> HNB, financijski sustav RH, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh> (pristupljeno 26. rujna 2018.)



financijskih tržišta pribavljaju financijska sredstva namijenjena investiranju.<sup>5</sup> Pojavu slobodnog novca u financijskom sustavu najlakše je objasniti kroz kružni tok gospodarstva prikazanog na Slici 1.

**Slika 1.** Kružni tok gospodarstva



Izvor: Jurkić, Z. (2016), Stabilnost hrvatskog financijskog sustava, Koprivnica: Sveučilište sjever, str. 3

U kružnom toku gospodarstva posebnu pažnju treba posvetiti dohotku i potrošnji. Dio novca kupci će potrošiti na kupnju proizvoda i usluga, a dio će akumulirati u financijskim institucijama u vidu depozita, no, cjelokupno gledano, ako se poveća dohodak stanovništva, povećat će se i potrošnja. Financijski sustav zato ima zadatak prikupiti slobodna novčana sredstva i plasirati ih u vidu investicija u proizvodnju čime se povećava potražnja za radnicima, odnosno dohodak radnika raste.<sup>6</sup> Prema Ivanovu: „Druga zadaća financijskog sustava vezana je uz alokaciju novčanih viškova i upravo kroz nju dolazi do izražaja adekvatnosti ili neadekvatnost odnosa između financijskih i realnih kretanja koja postoje u nacionalnom gospodarstvu.“<sup>7</sup> Time se povećava potrošnja pa opisani ciklus kreće ispočetka.<sup>8</sup> Grizelj ističe da uz „formiranje dovoljnog kapitala i njegovu uspješnu alokaciju, financijski sustav ima i sljedeće funkcije:

<sup>5</sup> Ivanov, M. (2005), Financijski sustav i makroekonomska stabilnost, Zagreb: Adverta, str. 2.

<sup>6</sup> Jurkić, Z., op. cit.

<sup>7</sup> Ivanov, M., op. cit.

<sup>8</sup> Jurkić, Z., op. cit.

1. štednu funkciju – transfer štednje iz suficitarnih sektora u deficitarne sektore;
2. platežnu funkciju – osigurati dovoljan broj uslužnih mjesta i bankovnih institucija;
3. gospodarsko-političku funkciju – podupirati temeljne strateške ciljeve gospodarske politike i mora biti u funkciji ostvarenju pune zaposlenosti;
4. alokativnu funkciju (koja je i najvažnija) – osigurati mehanizme koji će štednju alocirati u najprofitnije grane i projekte;
5. funkciju čuvanja kupovne moći domicilne valute (što je temeljni cilj središnje banke);
6. kreditnu funkcija – omogućiti dostupnost financijskih sredstava svakom gospodarskom subjektu;
7. funkciju sigurnosti i likvidnosti – omogućiti brzo pretvaranje vrijednosnih papira u novac te
8. olakšati trgovinu robom i uslugama.<sup>9</sup>

Levine identificira pet temeljnih funkcija financijskih sustava, a to su:

1. mobilizacija štednje
2. unaprjeđenje upravljanja rizikom
3. pribavljanje informacija o investicijskim mogućnostima
4. nadziranje menadžera i kontrola korporativnog upravljanja
5. olakšavanje razmjene dobara i usluga.<sup>10</sup>

Navedene financijske funkcije ostvaruju se ponajprije kroz financijske institucije koje su uz financijske instrumente i financijska tržišta tri najznačajnija elementa financijskog sustava, o kojima će više riječi biti u nastavku rada.

---

<sup>9</sup> Grizelj, S. (2016), Utjecaj financijskog sustava na gospodarski rast, Split: Ekonomski fakultet, str. 22.

<sup>10</sup> Olgjić Draženović, B. et al. (2015), Značaj institucionalnih investitora u evoluciji financijskih sustava, Praktični menadžment, Vol. VI, br. 1, str. 166.

## 2.1. Evolucija i značaj financijskih sustava

„Financijski sustav je zrcalo gospodarskog dostignuća svake zemlje, jer zdrava privreda zahtijeva efikasan financijski sustav koji kanalizira financijska sredstva prema ekonomski opravdanim investicijama. Pri tome financijska tržišta, financijske institucije i financijski instrumenti predstavljaju okosnicu i mehanizam djelovanja financijskog sustava, ali i cjelokupne nacionalne ekonomije. Njihova međuovisnost i međusobna uvjetovanost dolazi do izražaja u kompleksnim tržišnim odnosima ponude i potražnje. Razvoju tržišta na strani potražnje izravno doprinose financijske institucije, a posebno financijski posrednici, jer veliki dio njih ulaže u financijske instrumente. Istovremeno su snage ponude na financijskom tržištu određene brojem i raznolikošću financijskih instrumenata, ali i potrebama tržišnih aktera za financijskim sredstvima.“<sup>11</sup>

Olgić Draženović nadalje ističe da se dostignuti stupanj i smjer razvoja financijskih sustava razlikuje ovisno o uspješnosti obavljanja navedenih funkcija neovisno o prihvaćenoj institucionalnoj formi te da se financijski sustavi promatraju kao dinamička kategorija, odnosno oni su dio evolucijskog procesa i prilagođavanja potrebama sudionika na tržištu.<sup>12</sup>

„Evolucija financijskog sustava može se promatrati sa stajališta važnosti i relativnog udjela banaka i tržišta kapitala odnosno prema raznolikosti i zastupljenosti ostalih financijskih institucija i financijskih instrumenata. Razvojni proces financijske arhitekture kreće od bankovne prema tržišnoj strukturi, u kojoj je naglašena uloga institucionalnih investitora i njihova sve sofisticiranija ponuda, a završava sekuritiziranom fazom.“<sup>13</sup>

Postoji nekoliko faza razvoja financijskog sustava:

1. bankovna faza:

- bankovne institucije prikupljaju glavninu štednje, provode najveći dio financijskog međuposredovanja i najznačajniji su izvor vanjskog financiranja nefinancijskih poduzeća
- banke imaju dominantnu ulogu u ekonomiji

---

<sup>11</sup> Olgić Draženović, B. et al. (2015), Značaj institucionalnih investitora u evoluciji financijskih sustava, Praktični menadžment, Vol. VI, br. 1, str. 166.

<sup>12</sup> Olgić Draženović, B. (2012), Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, Rijeka: Ekonomski fakultet, str. 9.

<sup>13</sup> Davis, E. P. (2001), Multiple Avenues of Intermediation, Corporate Finance and Financial Stability, IMF Working paper, WP/01/115, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01115.pdf>, prema Olgić Draženović, B. (2012), Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, Rijeka: Ekonomski fakultet, str. 9.

- tržište novca je nerazvijeno i gotovo u cijelosti se odnosi na međubankovnu trgovinu
- ograničen je broj i vrsta financijskih posrednika kao i financijskih instrumenata kojima se trguje, dok je tržište kapitala potpuno ili relativno nerazvijeno
- ograničena je mogućnost držanja diversificiranih portfelja vrijednosnih papira kod sektora stanovništva samo na bogate pojedince i to uz visoke troškove
- srednji i nisko dohodovni sektor stanovništva preferira bankovnu štednju usprkos nižim stopama povrata.<sup>14</sup>

## 2. tržišno-orijentirana faza:

- mijenjaju se odnosi u financijskim sustavima koji postaju kompleksniji i sofisticiraniji
- jačaju institucionalni investitori s novim financijskim proizvodima
- smanjuje se važnost bankovnog sustava, ali banke ipak ostaju glavni izvor financiranja nefinancijskih poduzeća
- mijenja se tradicionalno shvaćanje banke kao isključivo depozitno-kreditne institucije te se smanjuje primarna važnost depozita u aktivni kućanstava i kredita kao izvora financiranja poduzeća
- tržište kapitala u početnoj je fazi razvoja, a najčešća izdanja su državne obveznice i manjim dijelom nova dionička izdanja.<sup>15</sup>

## 3. sekuritizirana faza:

- prednost u eksternom financiranju nefinancijskog i financijskog sektora ima tržište kapitala
- korporativna izdanja obveznica i komercijalni papiri zamjenjuju bankovne kredite, a hipotekarni i potrošački krediti mogu biti sekuritizirani
- prikupljanje i alociranje štednje, monitoring i kontrola provode se posredstvom tržišta odnosno najčešće putem rejting agencija, investicijskih banaka i institucionalnih investitora
- evoluiraju vrijednosni papiri i javljaju se u formi raznih derivativnih instrumenata
- tradicionalno bankarstvo sve više gubi na važnosti, uz istodobno jačanje novih nebankovnih usluga kao što su trgovanje vrijednosnim papirima, usluge savjetovanja i potpisivanja emisija te usluge portfolio managementa.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 9.

<sup>15</sup> Ibid., str. 10

<sup>16</sup> Ibid., str. 11

Zaključno treba dodati da se tržišta koja su u prvoj, bankarskoj fazi mogu ocijeniti plitkim i uskim i karakteristična su za većinu tranzicijskih zemalja. Olgic Draženović navodi da su u toj fazi kontinentalni financijski sustavi uglavnom oligopolistički zbog dominacije banaka i njihova pristupa kanalima distribucije kojima se smanjuju ulazni troškovi pristupa tržištu. S druge strane, u financijskim sustavima u tržišno-orijentiranoj fazi sektor stanovništva kupuje vrijednosne papire izravno i putem financijskih institucija. Tako pojedinci s visokim primanjima smanjuju udjel izravno držanih vrijednosnih papira, a ostale skupine novčano suficitarnih subjekata smanjuju preferenciju prema depozitima povećavajući ulaganja u investicijske fondove, mirovinske fondove i osiguravajuća društva. Ova faza odgovara financijskim sustavima karakterističnim za zemlje kontinentalne Europe (Francuska, Njemačka, Italija), Japan kao i za neka od naprednih tranzicijskih tržišta, primjerice Čile.<sup>17</sup>

Treba dodati i da je u posljednja dva desetljeća zabilježena snažna promjena konfiguracije i djelovanja financijskih sustava, a najviše se očituju u strukturi financijskih sustava. Postoji nekoliko trendova koji se mogu uočiti, a to su:

- „1. brži rast financijskih sustava od samih nacionalnih ekonomija;
2. smanjenje udjela banaka u strukturi financijskih sustava uslijed dva suprotna procesa: jačanja dezintermedijacije odnosno direktnog financiranja putem tržišta i rasta nebankovnih financijskih intermedijara;
3. produbljivanje financijskih tržišta uslijed sve većeg volumena i brzine trgovine, ali i raznolikosti financijskih instrumenata;
4. kompleksna struktura veza između krajnjih posuđivača i korisnika sredstava odnosno višeslojna intermedijacija na međusektorskoj i međunarodnoj osnovi;
5. rastuća važnost tržišne intermedijacije koja trajno mijenja strukturu prihoda financijskih institucija u korist nekamatnih vrsta prihoda (naknade za potpisničke usluge, usluge portfolio managementa, usluge savjetovanja i sl.);
6. rastući utjecaj financijskih konglomerata u financijskim sustavima postavlja nove izazove za sustave financijske regulacije i nadzora;

---

<sup>17</sup> Ibid., str. 10.

7. smanjenje troškova pribavljanja informacija zbog revolucije informacijske tehnologije. Ipak, napredak se nije ogledao u linearnom smanjenju problema informacijske asimetrije već u razvoju kompleksnih financijskih proizvoda.<sup>18</sup>

Olgić Draženović i suradnici zaključuju da je poveznica svih navedenih procesa rastući značaj institucionalnih investitora koji su u izravnoj vezi s efikasnijim izvršenjem funkcija financijskog sustava. Smatraju da je ubrzani rast i razvoj institucionalnih investitora od kraja dvadesetog stoljeća do danas posljedica demografskih promjena, provođenja mirovinskih, osiguravateljskih i zdravstvenih reformi, procesa privatizacije, kao i sve bolje obrazovanosti i informiranosti stanovništva.<sup>19</sup>

## **2.2. Temeljne sastavnice financijskog sustava**

Financijski sustav može se definirati kao skup tržišta, institucija, zakona, propisa i tehnika pomoću kojih se trguje obveznicama, dionicama i drugim vrijednosnim papirima, određuje visina kamatne stope i kroz koje se proizvode i daju financijske usluge.

Financijski sustav neke zemlje čine njezina valuta i platni sustav, financijska tržišta, financijske institucije te institucije koje reguliraju i nadziru njihov rad. Dominantnu poziciju u financijskom sustavu Republike Hrvatske zauzimaju kreditne institucije čiji rad regulira i nadzire Hrvatska narodna banka.<sup>20</sup>

Financijska tržišta i institucije ne utječu samo na naš svakodnevni život, već uključuju i golemu financijska sredstva koja teku kroz cijelu našu ekonomiju. To povratno utječe na dobit od poslovanja, proizvodnju roba i usluga pa čak i na ekonomsko blagostanje drugih država. Događaji na financijskim tržištima i u financijskim institucijama velika su briga hrvatskih političara.<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> Olgić Draženović, B. et al. (2015), op. cit., str. 167

<sup>19</sup> Ibid.

<sup>20</sup> HNB, Financijski sustav RH. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh> (pristupljeno 29. rujna 2018.)

<sup>21</sup> Mishkin, F., Eakins, S. (2005), Financijska tržišta i institucije – četvrto izdanje, Zagreb: Mate d.o.o., str.

### 2.2.1. Financijska tržišta

Prije definiranja financijskog tržišta treba reći da je tržište mjesto na kojem se susreću ponuda i potražnja za proizvodima, uslugama, resursima, odnosno sredstvima. U skladu s tim, financijsko je tržište „skup svih financijskih transakcija u oblasti nacionalne ekonomije kojima dolazi do uspostavljanja i realizacije društveno – proizvodnih odnosa iz kupoprodajnih financijskih dokumenata“.<sup>22</sup> Jednostavnije rečeno, u skladu s osnovnom definicijom tržišta, financijsko je tržište mjesto gdje se susreće ponuda slobodnog novca s potražnjom za novcem.

Jeremić ističe da jednako kao i financijski sustav, i financijsko tržište ima funkcije koje mora ispunjavati i zadovoljiti, a to su:

- financijsko tržište mora omogućiti poslovnim organizacijama i vladama država prikupljanje novčanih sredstava, odnosno kapitala
- financijsko tržište ima zadatak dobre alokacije kapitala kako bi organizacije koje su efikasne mogle dobiti sredstva za svoj razvoj
- financijsko tržište mora omogućiti građanstvu povećavanje štednje na način da investira preko financijskog tržišta
- financijsko tržište mora omogućiti uvid investitorima u potencijalne mogućnosti zarade i mora biti vodič koji će omogućiti donošenje poslovnih odluka
- financijsko tržište ima zadatak generiranja i povećavanja zaposlenosti sukladno makroekonomskim politikama države.<sup>23</sup>

Da bi tržište novca normalno funkcioniralo, potrebno je organizirano tržište na kojem se susreću ponuda i potražnja roba i usluga. No da bi se zadovoljila potreba određenih subjekata za novcem, robe i usluge mogu zamijeniti razna financijska sredstva kao što su domaća i strana novčana sredstva, vrijednosni papiri.<sup>24</sup> Ustroj financijskog tržišta prikazan je na Slici 2.

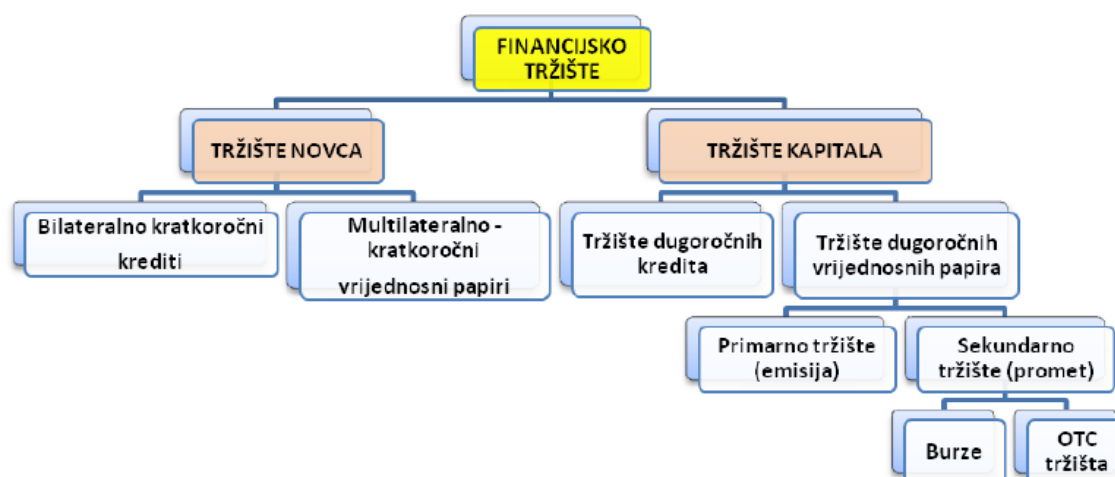
---

<sup>22</sup> Grubišić, Z. (2008), Osnovi finansijskih tržišta, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 5.

<sup>23</sup> Jeremić, Z. (2012), Finansijska tržišta i finansijski posrednici, Beograd: Univerzitet Singidunum.

<sup>24</sup> Prohaska, Z. (1996), Analiza vrijednosnih papira, Zagreb: Infoinvest, str. 17.

**Slika 2.** Ustroj financijskog tržišta



Izvor: Prohaska, Z. (1996), Analiza vrijednosnih papira, Zagreb: Infoinvest, str. 17

Financijsko tržište sastoji se od tržišta novca i tržišta kapitala. Što se tiče tržišta novca, novac se smatra društvenom pojavom koja je nastala na određenom stupnju društvenog razvoja. Pojava i rast industrijalizacije u 19. stoljeću pokreće niz promjena u gospodarskim, društvenim i političkim odnosima. Novac, koji su kovali feudalci i plemići, više nije mogao zadovoljiti novonastale okolnosti te se razvoj na društvenom i gospodarskom planu odrazio i na razvoj novca i njegovih pojavnih oblika. Prvi put se pojavljuje institucionalni pristup koji će omogućiti zadovoljavanje rastućih potreba za novcem. Ove promjene možemo smatrati prvim počecima razvoja modernih bankarskih sustava. Tako je novac na neki način postao roba na kojoj je izgrađen financijski sektor, u kojem papirni novac cirkulira kao sredstvo razmjene, a država jamči za njegovu vrijednost. Tržište novca funkcionira kroz bilateralno kratkoročne kredite i multilateralno-kratkoročne vrijednosne papire.<sup>25</sup>

Na stranicama Poslovnog dnevnika nalazi se nekoliko definicija tržišta novca. Navodi se da je tržište novca organizirano tržište kratkoročnim financijskim sredstvima za osiguranje likvidnosti u financijskom sustavu. Subjekti tržišta novca su banke koje preko njega reguliraju i održavaju svoju likvidnost uz budnu pažnju središnje banke koja vlastitim intervencijama regulira količinu novca u optjecaju. Kamatna stopa na tržištu novca regulira se u pravilu kroz proces ponude i potražnje za kratkoročnim sredstvima, i ta je stopa niža od one na tržištu dugoročnih financijskih sredstava. Druga definicija kaže da je tržište novca mjesto susreta ponude i potražnje financijskih sredstava s kratkim rokom raspolaganja. U najširem smislu

<sup>25</sup> Nikolić, N., Pečarić, M. (2007), Osnove monetarne ekonomije, Split: Naklada Protuđer.



obuhvaća i devizno tržište, u širem smislu tržište novca obuhvaća sve kratkoročne kreditne poslove, kod kojih redovito nastaje novi novac, a u užem smislu obuhvaća dogovorno tržište kratkoročnih kredita, tržište kratkoročnih vrijednosnih papira te međubankovno tržište novca.<sup>26</sup>

Prema Nikoliću i Pečariću, novac u platnom prometu novac obavlja četiri funkcije:

1. novac u funkciji sredstva razmjene (omogućavanje razmjene dobara ili usluga posredstvom novca; ako s N označimo novac, riječ je o relaciji: R1-N-R2)
2. novac u funkciji sredstva plaćanja (podmirenje dužničkih odnosa, može biti momentalno, ako se koristi gotovina, no često se dužnički iznosi podmiruju i drugim oblicima plaćanja te uz odgodu)
3. novac u funkciji zalihe vrijednosti (štednja podrazumijeva odluku da se novac čuva te da se koristi za kasnija podmirenja dužničkih odnosa, ili se koristi za investiranje, odnosno pretvaranje u drugi oblik imovine koja je /obično/ nižeg stupnja likvidnosti)
4. novac u funkciji obračunske jedinice (novac je standard prema kojem se mjere sve ekonomske veličine: cijene, troškovi, bogatstvo, i tako dalje; ipak, vrijednost jedinice novca nije i postojana mjera vrijednosti, jer se, s obzirom na cijene, mjeri i njegova kupovna moć, pa se promjenom cijena mijenja i kupovna moć odnosno vrijednost novca).<sup>27</sup>

Osim u gotovini potražnja za novcem javlja se i u sljedećim oblicima:

1. potražnja za svakodnevnim plaćanjem poslovnih transakcija (poslovna ili transakcijska potražnja)
2. potražnja za novcem radi nepredviđenih ili hitnih plaćanja
3. potražnja za novcem radi špekulativnih namjera.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> Poslovni dnevnik, tržište novca, <http://www.poslovni.hr/leksikon/trziste-novca-1052> (pristupljeno 29. rujna 2018.)

<sup>27</sup> Nikolić, N., Pečarić, M., op. cit.

<sup>28</sup> Čačić, B. (2014), Financijska tržišta i institucije u Republici Hrvatskoj, Osijek: Sveučilište J.J.Strossmayera, str. 3.

Drugi dio financijskog tržišta je tržište kapitala. „Pod pojmom tržišta kapitala podrazumijevamo tržište dugoročnog kapitala: tržište dugoročnih kredita i tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Izuzetno je važno sa stajališta pribavljanja novca za poslovanje i proširenje poslovanja poduzeća, budući da se na tržištu kapitala zadovoljava najveći dio potreba poduzeća za kapitalom. Tržište kredita je dogovoreno tržište dok se tržište vrijednosnih papira, smatra tržištem kapitala u užem smislu. Najznačajnija organizirana tržišta kapitala su burze vrijednosnih papira i burze efekata. Važnu ulogu na tržištu kapitala imaju financijski posrednici te posrednici pri kupoprodaji vrijednosnih papira: specijalisti za kupoprodaju vrijednosnih papira, burzovni mešetari, investicijske kuće, banke i druge financijske organizacije te investicijski bankari.“<sup>29</sup>

Grubišić navodi da je financijsko tržište iznimno važno za nacionalno gospodarstvo: „Ogroman značaj koji financijsko tržište ima za nacionalnu ekonomiju ogleda se u omogućavanju nesmetanog odvijanja procesa proizvodnje, prometa, optimizacije razine novčane mase, likvidnosti nacionalne ekonomije, alokacije novca, ostvarenja profitabilnosti pa sve do ostvarenja proširene reprodukcije u području proizvodnje i prometa i sigurnosti za plasirani kapital.“<sup>30</sup> Financijsko tržište omogućuje nesmetano odvijanje brojnih aktivnosti povezanih s normalnim funkcioniranjem nacionalne ekonomije. Kada financijsko tržište ne bi postojalo, odnosno kada bi ono zapalo u poteškoće, nacionalno gospodarstvo bi osjetilo velike posljedice.

### **2.2.2. Financijske institucije**

Financijske institucije su posrednici na financijskom tržištu. Zadatak im je prikupljati novčana sredstva i usmjeravati ih u financijske plasmane.<sup>31</sup> Gotovo isto navodi i Ivanov: „Financijske institucije prikupljaju novčana sredstva, usmjeravaju ih u financijske plasmane i obavljaju financijske usluge.“<sup>32</sup> Financijske institucije koje egzistiraju u financijskom sustavu mogu se podijeliti na depozitne i nedepozitne institucije.

Glavna zadaća depozitnih financijskih institucija imaju je da prikupljaju financijska, odnosno novčana sredstva na transakcijske račune, račune depozita po viđenju i ostalih specijaliziranih računa. Nakon što prikupe dovoljno slobodnih novčanih sredstava, financijske institucije

---

<sup>29</sup> Čačić, B., op. cit., str. 3.

<sup>30</sup> Grubišić, Z., op. cit., str. 5.

<sup>31</sup> Poslovni dnevnik, financijske institucije, <http://www.poslovni.hr/leksikon/financijske-institucije-208> (pristupljeno 7. listopada 2018.)

<sup>32</sup> Ivanov, M., op. cit., str. 15.

prikupljeni novac plasiraju u vidu kredita namijenjenim građanstvu, odnosno poslovnim organizacijama. Zbog strukture svoje imovine najčešće ih se naziva i depozitno-kreditnim institucijama, odnosno depozitno-kreditnim kompleksima financijskih institucija.

Depozitne financijske institucije kod sebe drže depozite po viđenju, čije je glavno svojstvo da bude dostupno za plaćanje odmah, odnosno pri zahtjevu klijenta institucije. To svojstvo ih razlikuje od ostalih financijskih institucija jer kreditnom aktivnosti umnažaju količinu novca koja se nalazi u financijskom sustavu. „Samo depozitne institucije među svim financijskim institucijama smiju u pasivi svoje imovinske bilance imati obveze koje su dio ukupne količine novca u optjecaju i na osnovi njih kreirati sekundarne depozite.“<sup>33</sup> Depozitne financijske institucije su iz tog razloga pod stalnim nadzorom središnje banke. Glavni zadatak središnje banke, koja je opisana u nastavku, je da postiže monetarne i gospodarske ciljeve služeći se depozitnim financijskim institucijama.

Osim depozitnih financijskih institucija u financijskom sustavu postoje i nedepozitne financijske institucije. Glavni zadatak ovakve vrste institucija je prikupljanje novčanih sredstava od izvora koji su u suficitu te ih plasiraju onim subjektima koji su u novčanom deficitu. Nedepozitne financijske institucije mogu se podijeliti na:

1. ugovorne štedne institucije
  - osiguravatelji imovine i života
  - mirovinski fondovi
2. investicijski fondovi
3. financijske kompanije i konglomerati
4. državne i specijalne financijske institucije
5. investicijske banke, brokери i dileri
6. ostale financijske institucije.<sup>34</sup>

Dakle, najvažnija financijska institucija je banka, koja je i depozitna ustanova. Na prikupljene novčane depozite ona plaća kamate i usmjerava tako prikupljena sredstva u raznovrsne kredite, pružajući uz to i novčarske usluge. Depozitne su institucije i štedionice, kreditne

---

<sup>33</sup> Ivanov, M., op.cit., str. 16.

<sup>34</sup> Jurkić, Z., op. cit., str. 18.

službe, štedno-kreditne zadruge i slične ustanove koje primaju depozite. Mnogo su brojnije nedepozitne financijske institucije. To su npr. mirovinski fondovi (državni i privatni), ustanove osiguranja života i imovine, zajednički investitori (unit i investment trust) u koje se udružuju pojedinačni investitori, državne agencije, raznoliki fondovi i financijske kompanije, brokerske kuće i sl. Neke od ovih institucija prikupljaju novčane fondove članarinama i ulozima, neke prodajom polica osiguranja, treće su čisti posrednici, četvrte usmjeravaju državne fondove, pete rukovode zakladama i povjerenim sredstvima, a sve ih ulažu u različite plasmane. Treba dodati da je teško povući jasnu granicu podjele na depozitne i nedepozitne ustanove i unutar ovih grupa. Banke sve više ulaze u sve novčarske poslove, posebno u one uslužne, u vezi s emisijom i trgovanjem vrijednosnim papirima, a nedepozitne ustanove preuzimaju i klasične bankovne poslove.<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> Poslovni dnevnik, financijske institucije, <http://www.poslovni.hr/leksikon/financijske-institucije-208> (pristupljeno 7. listopada 2018.)

### 3. TRŽIŠTE KAPITALA

Tržište kapitala ima mnogobrojne važne funkcije. Prvo, ono je mehanizam koji omogućuje prijenos sredstava koja se mogu investirati od ekonomskih subjekata s viškom financijskih sredstava prema onima s manjkom financijskih sredstava. Ovo se postiže prodajom vrijednosnih papira – dionica ili obveznica onima koji imaju višak sredstava. Kao rezultat, poduzeća, vlade, lokalne vlasti, nadnacionalne organizacije i sl. imaju pristup većim količinama kapitala nego što bi bio raspoloživ da se moraju osloniti isključivo na stvaranje vlastitog izvora.<sup>36</sup>

Financijska tržišta mogu se promatrati kao „kanali kroz koje se odvija kontinuirano usmjeravanje financijskih sredstava od subjekata koji raspolažu viškom sredstava do onih koji za njih pronalaze produktivnu uporabu i dovode do veće ekonomske efikasnosti i rasta privrede. Sastavni dio financijskog tržišta je tržište kapitala gdje se obavlja konverzija štednje u investicije na dugi rok. Slobodna dugoročna financijska sredstva ulažu se u vrijednosne papire s originalnim dospeljem dužim od godine dana kao alternativni investicijama u imovinu kao što su nekretnine ili zlato“.<sup>37</sup> Tržište kapitala predstavlja u užem smislu skupni pojam za ponudu i potražnju vrijednosnica, dok je to u širem smislu tržište za svaku vrstu srednjoročno i dugoročno na raspolaganje stavljenih novčanih sredstava. Na tržištu kapitala javljaju se središnje i poslovne banke, burze, hipotekarne institucije, osiguravajuće kompanije i druge posredničke i investicijske institucije, čiji je zadatak direktno povezati i suočiti interese ponude kapitala suficitarnih subjekata (štediša) s interesima i potražnjom potencijalnih investitora (deficitarnih subjekata).<sup>38</sup> Na stranicama HANFA-e navodi se da je tržište kapitala dio financijskog tržišta, a obuhvaća trgovinu financijskim instrumentima na uređenom tržištu i izvan njega. Najčešće se na tržištu kapitala trguje dionicima i obveznicama s rokom dospelja duljim od godine dana. Dionice su vlasnički vrijednosni papiri koji su udio u vlasništvu dioničkog društva. Obveznice su dužnički vrijednosni papiri, koji predstavljaju dugovanje (države ili tvrtke) određenoga novčanog iznosa uvećanog za kamatu. Vrijednosni papiri mogu biti kratkoročni i dugoročni ovisno o tome je li dospelje duga kraće ili dulje od godinu dana. Kod tržišta kapitala ključna je transparentnost koja podrazumijeva da su podaci

---

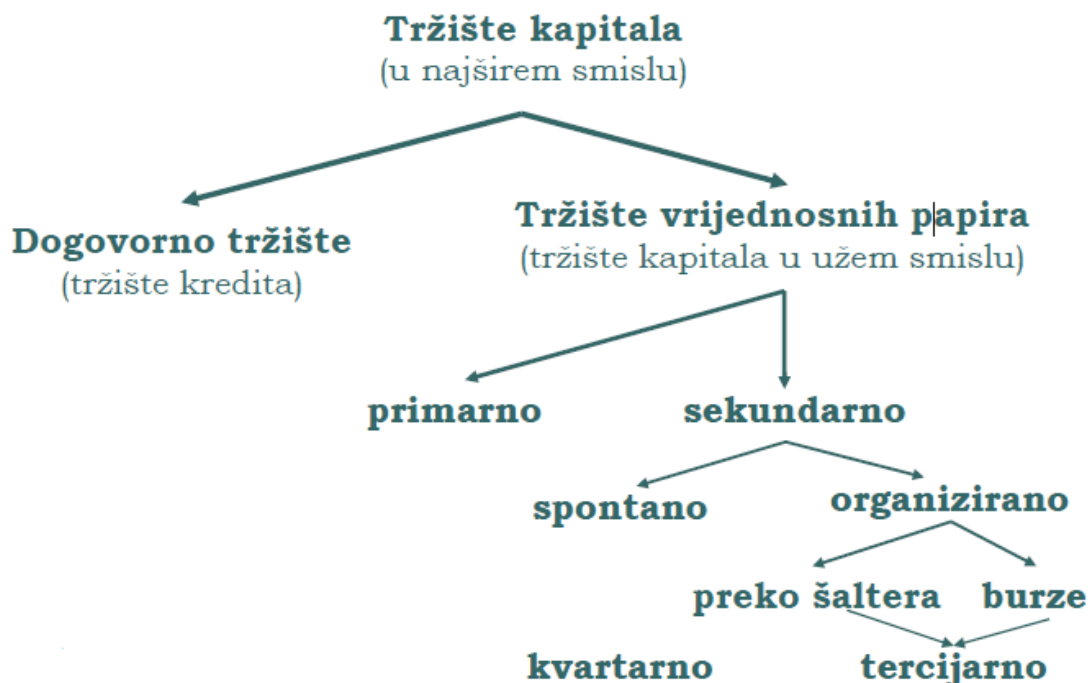
<sup>36</sup> Foley, B. J. (1998), Tržišta kapitala, Zagreb: Mate d.o.o., str. 6.

<sup>37</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 17.

<sup>38</sup> Poslovni dnevnik, tržište kapitala, <http://www.poslovni.hr/leksikon/trziste-kapitala-1051> (pristupljeno 12. rujna 2018.)

potrebni za donošenje utemeljene investicijske odluke dostupni svima na jednak način.<sup>39</sup> Shematski prikaz tržišta kapitala u najširem smislu prikazan je na Slici 3.

**Slika 3.** Tržište kapitala u najširem smislu



Izvor: Orsag, S. (2003), Vrijednosni papiri, Sarajevo: Revicon

### 3.1. Temeljne odrednice tržišta kapitala

Za tržište kapitala može se reći da je specifično u odnosu na ostala tržišta, prije svega zbog činjenice da su na njemu predmet trgovanja vrijednosnice koje imaju vrlo visok stupanj volatilnosti u kretanju cijena i volumenu prometa. To utječe na visok stupanj neizvjesnosti kod investitora, zbog čega se njima kao imperativ nameće potreba da što bolje upoznaju mehanizam funkcioniranja tržišta kapitala. Iz toga proizlazi da su ključni elementi tržišta: tržišni mehanizam, cijene i količina.<sup>40</sup>

<sup>39</sup> Hanfa, što je tržište kapitala, <https://www.hanfa.hr/getfile/39373/Što%20je%20tržište%20kapitala.pdf> (pristupljeno 9. listopada 2018.)

<sup>40</sup> Dabić S., Penavin S. (2009), prema Samuelson A. (1992), Ekonomija, četrnaesto izdanje, Zagreb: Mate, str. 37.

Tržište kapitala danas ima važnu ulogu u globalnom ekonomskom razvoju, jer državi, privredi, financijskim institucijama, stanovništvu i svim zainteresiranim stranama omogućuje brojne pozitivne učinke.

U skladu s navedenim, tržište kapitala može se definirati kao skup odnosa ponude i potražnje za financijskim sredstvima na rok dulji od jedne godine.<sup>41</sup> Tržište kapitala je institucionalno uređeno i određeno zakonodavnom i pravnom regulativom u cilju uspostavljanja efikasnog, sigurnog i likvidnog tržišta. Javni sektor svojim zaduživanjem na tržištu kapitala ostvaruje niže troškove financiranja te pridonosi smanjenju rizika koji se odnosi na tradicionalno financiranje posredstvom banaka, dok se privredi omogućuje stalno vrednovanje vlastite imovine i nesmetan pristup dugoročnim novčanim sredstvima. Za segment stanovništva i sve zainteresirane investitore tržište kapitala predstavlja profitabilnu ulagačku opciju i alternativu bankovnom depozitu.

Tržište kapitala, kao i sveukupno financijsko tržište, omogućuje efikasno alociranje kapitala od suficitarnih na deficitarne ekonomske jedinice. Uz alokativnu i transfernu funkciju Pečarić i Nikolić<sup>42</sup> navode dodatne tri funkcije. Signalna funkcija omogućuje pravovremeno prepoznavanje signala deformacija globalnog tržišta, na temelju čega ekonomska politika treba pravovremeno poduzimati korektivne mjere. Četvrta funkcija tržišta kapitala je funkcija poboljšanja kreditnog rejtinga i održavanja likvidnosti poduzeća. Naime, postojanjem tržišta kapitala stvaraju se institucionalni uvjeti da svako poduzeće koje želi apsorbirati kapital mora voditi računa o vlastitome ekonomskom i financijskom poslovanju. Nadalje, tržište kapitala vrlo je važno i za novoosnovana, inovativna i ostala poduzeća koja imaju poteškoća u oslanjanju na klasične izvore financiranja. Strukturno gledano, tržište kapitala može se promatrati u širem i užem smislu. U širem smislu razlikuju se dva pojedinačna tržišta:

1. tržište dugoročnih vrijednosnih papira, otvoreno tržište ili tržište efekata – tržište na kojem je kapital dostupan cjelokupnoj javnosti
2. tržište dugoročnih kredita ili ugovorno tržište – tržište koje se zasniva na bilateralnim odnosima.

U užem smislu se, kako je navedeno u prethodnom poglavlju, pod tržištem kapitala podrazumijeva tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Vrijednosni papiri, odnosno njihovo

---

<sup>41</sup> Prohaska, Z., op. cit., str. 15.

<sup>42</sup> Nikolić, N., Pečarić, M., op. cit.

tržište, osiguravaju najznačajnije attribute financijskoga tržišta kao što su učinkovitost, transparentnost i kompetitivnost. Posredstvom tržišta vrijednosnih papira ostvaruje se univerzalna geografska protočnost financijskih sredstava, što je tim značajnije ako se ima u vidu teritorijalni i donekle monopolistički karakter bankovnih institucija.<sup>43</sup> S obzirom na zakonske obveze izdavatelja dugoročnih vrijednosnih papira, razlikuje se tržište vrijednosnih papira s fiksnim prihodom ili tržište duga i tržište vrijednosnih papira s varijabilnim prihodom ili tržište imovine. Dok je dug potraživanje, odnosno obveza plaćanja utvrđenog iznosa u određeno vrijeme, imovina je udio u vlasništvu određenoga dioničkog društva.<sup>44</sup> No osim financijskih tržišta dionica i obveznica, postoje i devizna financijska tržišta te tržišta derivativnih (izvedenih) financijskih instrumenata.<sup>45</sup>

### **3.1.1. Primarno tržište**

Kretanje kapitala među različitim ekonomskim subjektima odvija se na primarnom ili sekundarnom tržištu. Primarno tržište je emisijsko, inicijalno tržište na kojem se novi vrijednosni papiri nude investitorima na prodaju, dok se likvidnost tržišta kapitala potvrđuje kroz proces trgovanja na sekundarnim tržištima. Emisijom vrijednosnih papira prikuplja se nepotrošeni dohodak investitora i povećava kapital izdavatelja ako se radi o emisiji dioničkog kapitala, odnosno dugoročno se posuđuje kapital ako se radi o emisiji duga ili obveznica. Drugim riječima, primarna tržišta omogućuju mobiliziranje decentralizirane štednje stanovništva u privredne svrhe čime se povećava imovina privrede ili povećavaju prihodi vlada i institucija javnog sektora. Većina transakcija na primarnom tržištu odvija se putem investicijskih banaka. Ipak, ove financijske institucije karakteristične su za anglosaksonske ekonomije, dok je za kontinentalna tržišta karakteristična uloga univerzalnih komercijalnih banaka i njihovih investicijskih jedinica u oblikovanju i provedbi emisije. Prodaja vrijednosnih papira može imati oblik javne ponude usmjerene najširoj investicijskoj javnosti ili privatnog plasmana usmjerenog na poznatog investitora ili ograničenu skupinu kupaca najčešće institucionalnih investitora.<sup>46</sup>

Sabolić navodi da su primarna financijska tržišta ona na kojima korisnici sredstava dobavljaju sredstva emitirajući nove financijske instrumente poput dionica ili korporacijskih obveznica. Primjerice, ako poduzeće namjerava ući i neki investicijski pothvat, ono će najprije analizirati

---

<sup>43</sup> Ibid., str. 293.

<sup>44</sup> Prohaska, Z., op. cit., str. 16.

<sup>45</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 18.

<sup>46</sup> Ibid.



projekt i donijeti odluku o njegovu početku. Ta odluka ovisi o procjeni isplativosti projekta koja se svodi na zahtjev da relevantni novčani tijekovi iz njega osiguravaju dobit koja će omogućiti nadoknadu troška kapitala (odnosno troška posuđivanja novca i isplate dobiti vlasnicima dionica i obveznica) te primjerenu dobit poduzeća koje ulazi u projekt. Osnovni razlog zbog kojeg poduzeće prikuplja kapital emisijom dionica je u tome što takav način često omogućuje postizanje manjeg troška kapitala, što u načelu znači da kupci dionica očekuju dividendu koja je manja od kamate koju zahtijevaju banke. Jedan od temeljnih razloga za to jest činjenica da pojedinačni ulagač u isti projekt trpi manji rizik, ako je broj ulagača u njemu veći, tj. ako je iznos njegova ulaganja zbog toga manji. Tržište dionica omogućuje ulagačima da diversificiraju vlastiti portfelj dionica, i tako umanje vlastiti rizik. Stoga bi u načelu financiranje putem emisije dionica trebalo biti manje rizično od financiranja zaduživanjem, odakle proizlazi načelno niži trošak kapitala koji se prikuplja za isti projekt.<sup>47</sup>

Primarna emisija dionica obavlja se, kako je navedeno, putem investicijskih banaka. Te institucije savjetuju emitenta financijskog instrumenta o parametrima emisije vrijednosnica, kao što su količina, jedinična cijena i slično. One također nalaze početne kupce koji su spremni uložiti svoj višak sredstava u poslovne pothvate emitenta te organiziraju javne ponude za početnu kupnju novih vrijednosnih papira. Investicijske banke, dakle, imaju posredničku ulogu na primarnom tržištu vrijednosnica. Kada je riječ o izdavanju korporacijskih dionica na primarnom tržištu, razlikuju se dva tipa javnih ponuda:

1. inicijalna javna ponuda (IPO, engl. *Initial Public Offer*), u kojoj javna korporacija prvi put javno emitira svoje dionice, puštajući tako investitore s javnog tržišta u svoju vlasničku strukturu
2. izdavanje dodatnih dionica, pri kojemu poduzeće čijim dionicama se već trguje izdaje nove dionice.

Treba dodati da ako investicijska banka nastoji pronaći jednog ili nekoliko institucionalnih kupaca (npr. mirovinski ili investicijski fondovi, korporacije) za čitavu planiranu emisiju novih vrijednosnica, ne dolazi do javne ponude, nego do realizacije tzv. privatnog plasmana financijskog instrumenta.<sup>48</sup>

---

<sup>47</sup> Sabolić, D. (2013), Organizacija financijskih tržišta, Zagreb: FER, str. 263.

<sup>48</sup> Ibid.

### 3.1.2. Sekundarno tržište

Na sekundarnom ili transakcijskom tržištu odvija se trgovanje prethodno izdanim vrijednosnim papirima koji preprodajom mijenjaju vlasnike prije njihova dospijea. Sekundarna tržišta nude pogodnosti dobavljačima, ali i korisnicima sredstava, jer osiguravaju likvidnost, kao i informacije o vrijednosti njihova ulaganja ili cijenama kao vrijednosti emitenta iz perspektive investitora. Iz navedenog proizlaze dvije važne funkcije sekundarnih tržišta:

1. osiguravanje likvidnosti financijskih instrumenata
2. određivanje cijene u procesu trgovanja.<sup>49</sup>

Sekundarno tržište odnosno tržište kapitala u najužem smislu sačinjavaju burze vrijednosnih papira i trgovanje „licem i lice“ ili OTC tržište.<sup>50</sup> Burze i OTC tržišta kao organizirana tržišta kapitala za ekonomiju nude niz prednosti:<sup>51</sup>

1. olakšavaju proces investiranja, jer se transakcije obavljaju efikasno i relativno jeftino
2. kupnja i prodaja vrijednosnih papira predstavljaju procjene vrijednosti i perspektive emitenata i njihovih vrijednosnih papira
3. cijene vrijednosnih papira podložne su češćim, ali manjim promjenama, jer se visokom likvidnošću održava kontinuitet tržišta.

Burza kao platforma trgovanja s organiziranom infrastrukturom i strogo formaliziranim procedurama uvrštenja pruža niz prednosti za sve sudionike u transakcijama. Emitent je uvrštenjem nagrađen publicitetom i prepoznatljivošću na tržištu, poboljšanim pristupom financijskim tržištima uz neprestani proces procjene vrijednosti emitenta odnosno cijene njihovih dionica. S druge strane, investitori su u mogućnosti primijeniti optimalnu strategiju ulaganja. Za razliku od burzi, OTC tržišta nemaju fizičko mjesto trgovanja, već se transakcije isključivo obavljaju putem sofisticirane elektroničko-komunikacijske mreže. U pravilu se radi o dilerskim tržištima, na kojemu dileri drže zalihe vrijednosnih papira i u svakom trenutku jamče kupnju i prodaju vrijednosnih papira po kotiranim cijenama. Za razliku od burzi, OTC tržišta ne zahtijevaju članstvo kao uvjet za trgovanje nego se trguje najvećim dijelom,

<sup>49</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 18.

<sup>50</sup> Prohaska, Z., op. cit., str. 17.

<sup>51</sup> Novak, B., op. cit., str. 262.

vrijednosnim papirima malih i nepoznatih tvrtki s kratkom poviješću trgovanja, tvrtki regionalnog značaja ili onih koje ne mogu ispuniti stroge zahtjeve za uvrštenjem na organizirane burze. Međutim, postoje i korporacije koje usprkos mogućnostima ne žele uvrštenje u kotaciju službenih burzi, jer smatraju da prednosti uvrštenja na burzu ne nadilaze potrebne troškove ili ne žele otkriti financijske i druge informacije potrebne za uvrštenje u burzu, a postoje i OTC tržišta koja su svojim razvojem pretekla burze mnogih zemalja s manje razvijenim financijskim tržištima.<sup>52</sup>

Dakle, na sekundarnim financijskim tržištima trguje se već izdanim vrijednosnim papirima. Naime, svaki vrijednosni papir ima neku tržišnu cijenu, i on kao takav predstavlja imovinu u rukama njegova vlasnika. Vlasnici financijskih instrumenata mogu ih prodavati, a zainteresirani kupci kupovati na sekundarnim tržištima. Emitent vrijednosnice nema od sekundarne trgovine niti izravan dobitak, niti izravan gubitak, nego je emisijom vrijednosnica na primarnom tržištu prikupio financijski kapital i sa sekundarnom trgovinom nema više ništa. No kompanija koja je emitirala svoje dionice ima veliku neizravnu korist od sekundarne trgovine, a to su informacija o tržišnoj vrijednosti dionice na burzi daje kompaniji jasnu indikaciju kolika je njega tržišna vrijednost u očima potencijalnih investitora. Ta vrijednost koja je načelno jednaka umnošku jedinične cijene dionice i broja dionica na tržištu, naziva se kapitalizacijom tržišta.<sup>53</sup>

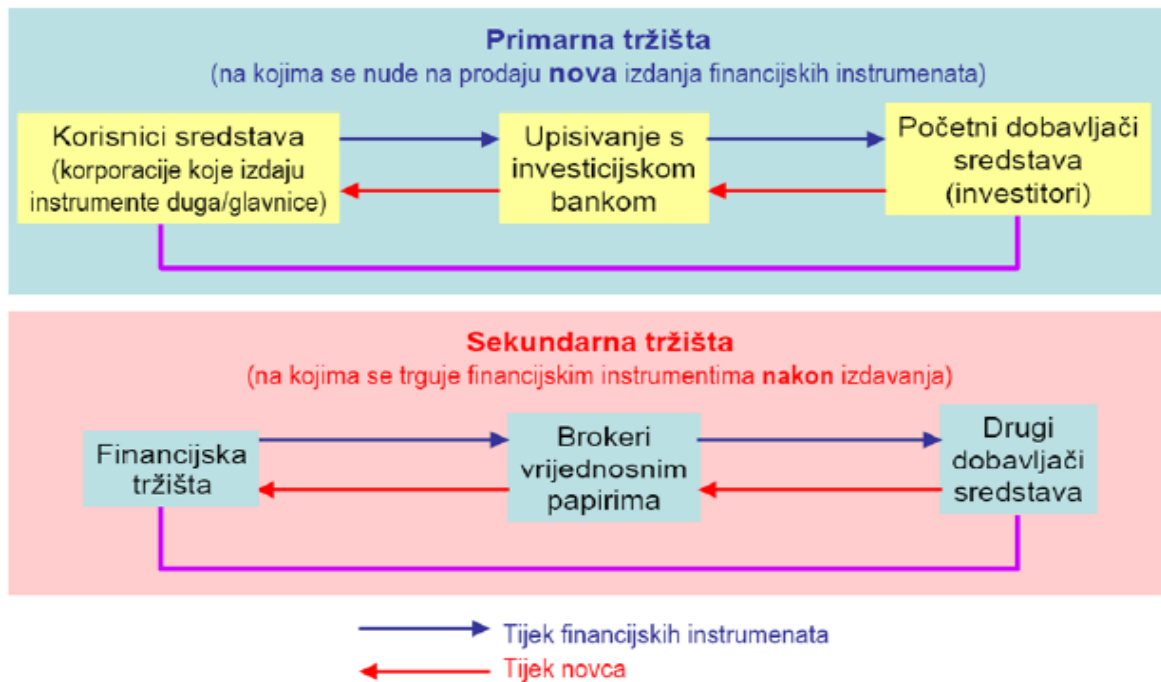
Razlike u kolanju sredstava na primarnom i sekundarnom tržištu prikazane su na Slici 4.

---

<sup>52</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 19.

<sup>53</sup> Sabolić, D., op. cit., str. 264.

**Slika 4.** Primarno i sekundarno tržište kapitala



Izvor: Sabolić, D. (2013), Organizacija financijskih tržišta, Zagreb: FER, str. 263

### 3.2. Sudionici na tržištu kapitala

Jedan od uvjeta djelovanja i razvoja efikasnog tržišta kapitala jest heterogenost i brojnost tržišnih sudionika. Svi sudionici na tržištu kapitala djeluju na tržištu unutar institucionalnog okvira kojeg čine burze, OTC tržišta, nadzorna tijela i depozitarne institucije. Interesne skupine različitih transakcijskih zahtjeva, motiva i karakteristika mogu se podijeliti u četiri temeljne kategorije:

1. emitente
2. investitore
3. posrednike
4. ostale sudionike.

Emitenti ili izdavatelji vrijednosnih papira su korisnici kapitala koji su pridobili povjerenje investitora da će njihova sredstva biti efikasno iskorištena u cilju osiguranja odgovarajućeg prinosa na ulaganja. Emitenti mogu biti dionička društva, države, gradovi i lokalne zajednice kao i financijske institucije, koji u primarnoj emisiji prikupljaju kapital za investicijske

projekte, proširenje ili financiranje tekuće djelatnosti. Privreda se opskrbljuje kapitalom u investicijske svrhe, a prodaja vrijednosnih papira za njih je alternativa zaduženju kod banaka ili kod dobavljača opreme. Državne i lokalne vlasti izdaju dužničke instrumente u cilju financiranja budžetskih deficita, otplatu dospjelog javnog duga i financiranja investicijskih projekata. Emitenti mogu biti i strani sudionici na financijskim tržištima ako su uvjeti investiranja povoljniji u odnosu na matičnu zemlju s obzirom na tečaj valute, kamatne stope, ekonomske i druge uvjete.<sup>54</sup> Jednostavnije rečeno, emitent, odnosno izdavatelj je trgovačko društvo ili druga ovlaštena osoba na izdavanju vrijednosnih papira (čeka, dionice i sl.) i drugih legitimacijskih papira (npr. kreditne kartice), koji kada ih izda preuzima obveze iz papira, ovisno o njegovoj namjeni, vrsti i posebnim sporazumima.<sup>55</sup>

Investitori odnosno ulagatelji u vrijednosne papire su pravne ili fizičke osobe koje svoja ili posuđena sredstva ulažu u posao u sadašnjosti očekujući profit u budućnosti. Visina nepotrošenog dijela dohotka koji je raspoloživ za posuđivanje deficitarnim jedinicama pod utjecajem je brojnih faktora: opće razine kamatnih stopa na financijskom tržištu, visine dohotka stope štednje dobavljača sredstava, rizika ulaganja u financijske instrumente, ekonomskih uvjeta (inflacija, stopa nezaposlenosti, ekonomski rast i sl.) i smjera monetarne politike (ekspanzivna ili restriktivna monetarna politika). S aspekta financijskog tržišta razlikuju se pojedinačni i institucionalni investitori. Pojedinačni odnosno individualni investitor je svaka fizička osoba koja samostalno ili uz savjet ovlaštenih osoba kupuje i prodaje vrijednosne papire na financijskom tržištu. Institucionalni investitori su specijalizirane financijske institucije-intermedijari odnosno društva koja vlastiti i prikupljeni kapital investiraju i formiraju diversificirani portfelj vrijednosnih papira.<sup>56</sup>

Ukupna ponuda dugoročnih financijskih sredstava na tržištu sastoji se od raspoložive štednje stanovništva, javnog sektora, privatnog sektora (privatni nefinancijski i financijski sektor) i inozemnih investitora. Najveći dio novčane akumulacije i ponude kapitala tradicionalno čini sektor stanovništva, pri čemu se ulagačka aktivnost zbog niza prednosti najvećim dijelom obavlja posredno putem specijaliziranih financijskih institucija odnosno institucionalnih investitora (mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, investicijski fondovi). Značajan dio ponude dugoročnih sredstava dolazi i od financijskog sektora zahvaljujući sposobnosti ročne transformacije sredstava. U slučaju ostvarenja suficita državnog (ili lokalnog) proračuna,

---

<sup>54</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 20.

<sup>55</sup> Poslovni dnevnik, emitent, <http://www.poslovni.hr/leksikon/emitent-300> (pristupljeno 15. listopada 2018.)

<sup>56</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit.

država i lokalne jedinice mogu biti dobavljači sredstava, premda se javni sektor primarno označuje kao novčano-deficitarni subjekt. Za razliku od domaćih dobavljača sredstava, inozemni investitori procjenjuju ne samo navedene faktore, već i promjene financijskih uvjeta u matičnim zemljama kao i tečaj vlastite valute. Tržište kapitala izrazito je važno za institucionalne investitore, jer povećava fleksibilnost u intermedijacijskom procesu i omogućuje im izlaznu strategiju. Nadalje, tržište kapitala osigurava investorima razmjenu informacija, kontinuiranu evaluaciju emitenata i daje procjenu kretanja makroekonomskih fundamenata.<sup>57</sup>

Posrednici na tržištu kapitala djeluju između investitora i korisnika kapitala na način koji je propisan zakonima i pod strogim je nadzorom državnih tijela. Najvažniji posrednici na tržištima kapitala su: burzovni mešetari (brokeri), specijalisti za kupoprodaju vrijednosnih papira (dileri) i investicijski bankari. Brokeri su čisti posrednici koji djeluju kao agenti investitora u okviru procesa kupnje i prodaje instrumenata na tržištu kapitala. Posluju u tuđe ime i za tuđi račun, a moraju biti registrirani i opunomoćeni od tržišta na kojem trguju. Većinu zarade ostvaruju zastupajući institucionalne investitore, jer posreduju u trgovini velikim blokovima vrijednosnih papira.<sup>58</sup> Brokerske usluge daju se i na tržištima novca, i na tržištima kapitala, a svode se na trgovanje u ime pojedinaca koji žele sudjelovati kupnjom ili prodajom na određenom financijskom tržištu. Pojedinaac kontaktira sa svojim brokerom, a on onda prosljeđuje nalog svojem predstavniku na burzi. U posljednje vrijeme velike brokerske kuće razvijaju elektroničke brokerske usluge, koje su što se tiče vremena izvršenja transakcije i brokerskih troškova superiorne u odnosu na klasičnu brokersku uslugu, u sličnom smislu u kojem je na primjer elektroničko (internetsko) bankarstvo spretnije i jeftinije od čekanja u redovima ispred bankovnih šaltera.<sup>59</sup>

U praksi se razlikuju dvije vrste brokerskih kuća. Diskontne brokerske kuće nude dvije osnovne vrste brokerskih usluga odnosno izvršavaju naloge i provode obračun. Brokerske kuće s kompletnim uslugama uz već navedene poslove obavljaju istraživanje i prognozu kretanja na financijskom tržištu, upravljaju imovinom, savjetuju klijente, vrše usluge obračuna i drugo. Dileri su posrednici koji garantiraju da će investitor u svakom trenutku moći prodati ili kupiti vrijednosni papir koje drži na zalihama po ponudbenim cijenama. Za

---

<sup>57</sup> Cherif, M., Gazdar, K. (2010), Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis, *International Journal of Banking and Finance*, 1, 8, 139-159, str. 140.

<sup>58</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 21.

<sup>59</sup> Sabolić, D., op. cit., str. 265.

razliku od brokera, ulaze u vlasničku poziciju i preuzimaju znatan rizik. Riječ je o trgovcima koji održavaju likvidno tržište i ohrabruju ulagače pri kupnji instrumenata koje bi inače smatrali neprihvatljivima i time rješavaju problem nekoordiniranosti trgovanja na tržištima kapitala. Najčešće se specijaliziraju za pojedine vrste vrijednosnih papira (državne obveznice, korporacijske obveznice, OTC tržište odnosno tržište za dionice) kao specijalisti i primarni tvorci tržišta na najrazvijenijim burzama. Kao stvaratelji tržišta (engl. *market makers*), pridonose ispravnom vrednovanju vrijednosnih papira, nudeći istodobno kupnju i prodaju vrijednosnih papira po različitim cijenama i time osiguravaju likvidnost tržišta.<sup>60</sup>

Od ostalih sudionika posebno se ističu financijski analitičari, revizori, mediji i nakladnici. Oni su odgovorni za pribavljanje, provjeru i plasiranje informacija širokoj javnosti i ostalim zainteresiranim stranama.

### **3.3. Instrumenti i vrijednosni papiri na tržištu kapitala**

Financijski instrumenti na tržištu kapitala su instrumenti pomoću kojih se promeću novčana sredstva. Miloš Sprčić ističe da na razvijenim tržištima kapitala postoji velik broj financijskih instrumenata koji se međusobno razlikuju prema svojim karakteristikama (vlasnički ili dužnički vrijednosnih papira, dospijeće, vrsta prihoda, osoba izdavatelja, likvidnost i sl.). Na tržištu kapitala kreću se i razni vrijednosni papiri, a to su dionice i obveznice, hibridni instrumenti i izvedenice i tako dalje.<sup>61</sup>

Dionice su dijelovi temeljnog kapitala s kojim pojedini dioničari sudjeluju u dioničkom društvu te ima trostruko značenje:

- a) ona je dio temeljnog kapitala i u tom smislu označuje temeljni kapital podijeljen na dionice
- b) dionica označuje skup prava i obveza vezanih uz članstvo u dioničkom društvu koja se može podijeliti na dvije temeljne skupine – upravljačku i imovinsku
- c) isprava koja je vrijednosni papir kojom je izraženo članstvo i s njim povezana prava i obveze.

---

<sup>60</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 22.

<sup>61</sup> Miloš Sprčić, D. (n.d.), Osnove financiranja poduzeća: financijsko okruženje poduzeća, dostupno na: [www.efzg.hr/UserDocsImages/EPO/.../OFP-2.FINANCIJSKO\\_OKRUZENJE.pdf](http://www.efzg.hr/UserDocsImages/EPO/.../OFP-2.FINANCIJSKO_OKRUZENJE.pdf) (pristupljeno 17. listopada 2018.)

Ne postoji zakonska obveza da se izda isprava o dionici, nego se statutom određuje hoće li se izdati isprave o dionici, njezin sadržaj, vrste itd. Zakonom se samo utvrđuju njezini bitni elementi. Osim temeljne isprave dioničko društvo može izdati i kupon, tj. ispravu kojom se potvrđuje pravo na dividendu, kao i talon kao ovlast na podizanje novih kupona kada je raniji kuponski list iscrpljen ili nestao. Rodovi dionica označuju skupine dionica koje mogu davati veća ili manja prava od ostalih. Rodovi mogu biti vrlo različiti:<sup>62</sup>

- a) redovne (obične, stalne) su takve dionice koje imateljima daju pravo na upravljanje i pravo na sudjelovanje u dijelu dobiti (dividendi)
- b) povlaštene (preferencijske, prioritetne) dionice imateljima osiguravaju određena povlaštena prava u odnosu na imatelja redovnih dionica kao što su prvenstvo naplate dividende, prvenstvo naplate u postupku stečaja i sl.; uz povlaštene dionice može se vezati i pravo na veći broj glasova od ostalih dionica (pluralni votum), što je u mnogim zakonodavstvima zabranjeno
- c) dionice bez prava glasa su one koje imateljima daju samo pravo na dividendu, a ne pravo glasa; u našem sustavu bez prava glasa mogu biti samo povlaštene dionice (povlaštene dionice bez prava glasa)
- d) dionice s odgovnim uvjetom (osnivateljske) imaju pravo na dividendu tek onda ako je dividenda redovitih dionica dostigla određenu svotu
- e) radničke dionice su takve koje društva izdaju svojim zaposlenima iz gospodarskih, poreznih, socijalnih, interesnih i drugih razloga
- f) dionice s pravom nazadkupnje (što mora biti predviđeno statutom, jer inače društvo ne može otkupljivati svoje dionice)
- g) dionice bez nominalne oznake emitiraju se bez nominalne vrijednosti i u pravilu zakonodavstva zabranjuju takve emisije itd.

Prema vrstama, dionice se dijele na one koje glase na donositelja i one na ime. Na dionicama na donositelja nije označena osoba njezina imatelja te se stoga mogu prenositi običnom predajom (tradicijom). Na dionicama na ime označeno je ime dioničara i njihov je prijenos

---

<sup>62</sup> Poslovni dnevnik, Leksikon, Dionice, <http://www.poslovni.hr/leksikon/dionice-277> (pristupljeno 20. listopada 2018.)



otežan samom tom činjenicom, tj. one se u pravilu prenose indosamentom te se za njihov prijenos primjenjuju odgovarajući propisi mjeničnog prava o indosiranju. Statutom se može predvidjeti da je za prijenos dionica na ime potrebna i suglasnost društva – tzv. vinkulacija, a prijenos treba prijaviti društvu koje će ga evidentirati u dioničkoj knjizi. Obje vrste mogu postojati usporedno, već prema tome kako je o tome određeno statutom, kojim se može predvidjeti da se dionica na ime može izmijeniti na dionicu na donositelja i obrnuto. U načelu ako se dionice izdaju prije pune uplate nominalne vrijednosti, moraju glasiti na ime, a iznimni slučajevi moraju biti predviđeni zakonom i utvrđeni statutom.<sup>63</sup>

Lovrinoć ponešto drugačije dijeli dionice:

1. ciklične – mijenjaju tržišnu cijenu u skladu s gospodarskim ciklusima
2. protuciklične – ne mijenjaju u skladu s gospodarskim ciklusima
3. stabilno rastuće – vežu se uz ugledne i stabilne kompanije koje se stalno šire svoje tržište i ostvaruju vrlo dobre poslovne rezultate
4. dionice male denominacije – vrlo rizične jer ih emitiraju mala poduzeća
5. dionice prenosive u pisanom obliku – slabije su utržive jer je prijenos složeniji i usporava trgovinu
6. defanzivne – recesija neće utjecati na njezinu cijenu, jer je potražnja da proizvodima dotične kompanije relativno stalna
7. novonastale rastuće dionice.<sup>64</sup>

Obveznica ili zadužnica (obligacija) je dužnički vrijednosni papir koji izdavaoca obvezuje na povrat pozajmljenih sredstava u određenom roku s određenom kamatom, koja se isplaćuje periodično ili se pribraja glavnici i isplaćuje o dospijeću. Obveznica je kreditni instrument i u biti je ugovor o kreditu. U slučaju da je izdavalac država, može služiti i kao platežno sredstvo prema državi za poreze i druge dažbine. Može glasiti na ime ili na donosioca, a izdaje se u gotovim apoenima. U razvijenim zemljama razvio se golem broj različitih vrsta obveznica koje osim države izdaju i banke, te razne financijske kuće. Osiguravajuća društva u svojem

---

<sup>63</sup> Poslovni dnevnik, Leksikon, Dionice, <http://www.poslovni.hr/leksikon/dionice-277> (pristupljeno 20. listopada 2018.)

<sup>64</sup> Lovrinović, I. (1997), Novčano tržište: srce financijskog tržišta, Zagreb: O-tisak, str. 170.

financijskom poslovanju često ulažu u obveznice s ciljem da se zaštite i oplemene novac prikupljen iz premije osiguranja i ostalih vrsta prihoda.

Obveznica je, u pravilu, vrsta dugoročnog vrijednosnog papira. To je pisani dokument koji nalaže izdavaocu (emitentu) obveznice da plati njezinu imaoocu određeni iznos novca naznačen na obveznici i ugovorene kamate, na samo jedan budući datum (datum dospijeća) ili na niz budućih datuma. U prvom slučaju radi se o obveznici bez kupona (jednokratno isplativoj obveznici), dok je u drugom slučaju riječ o obveznici s kuponima (višekratno isplativoj obveznici). Obveznica bez kupona (*zero coupon bond*) je ona kojom se emitent obvezuje da će izvršiti samo jednu isplatu na određeni budući datum i ta isplata jednaka je nominalnoj vrijednosti obveznice. Prednost za emitenta je što nema godišnjih isplata, ali kada obveznica dospije, u slučaju nedostatka novčanih sredstava, emitent može doći u stanje nelikvidnosti i insolventnosti. Ako se prodaju prije dospijeća, prodaju se uz duboki diskont. Ako je riječ o obveznici s kuponima, emitent se obvezuje isplaćivati kamate u ugovorenim (polugodišnjim ili godišnjim) iznosima, dok se glavnica podmiruje na dan dospijeća. Postoje i tzv. obveznice sa serijskim dospijećem, kod kojih se i glavnica i kamate plaćaju u periodičnim iznosima. Najčešća vrsta obveznice je obveznica s fiksnim prinosom, koji označava kuponska stopa. Umjesto fiksne kamatne stope za trajanja dužničkog instrumenta, kamatna stopa može fluktuirati s tekućom tržišnom kamatnom stopom, pa se takve obveznice nazivaju obveznice s fluktuirajućim prinosom.<sup>65</sup>

Radi zaštite vjerovnika, često se određuje minimalna kamatna stopa, rjeđe maksimalna kamatna stopa. Uspješne korporacije izdaju neosigurane korporacijske obveznice – kao osiguranje služi financijska snaga i moć zarađivanja kompanije. Nasuprot tome, osigurane obveznice omogućuju u slučaju neplaćanja namirenje iz imovine emitenta (hipotekarne obveznice). Obveznice na temelju prihoda obvezuju poduzeće da plati kamatu tek onda kada ostvari dostatan prihod iz kojeg tu kamatu može podmiriti. Ova vrsta obveznice daje malu vjerojatnost fiksnog povrata. Konvertibilna obveznica je ona koja se može zamijeniti, prema opciji imaoaca, za određen broj običnih dionica (omjer razmjene obveznica za dionice naveden je na obveznici). Obveznice se također mogu emitirati u stranoj valuti (*foreign bond issue*). Specijalna vrsta obveznica su euroobveznice (*eurobonds*), koje su denominirane u najstabilnijim stranim valutama, kojima se živo trguje (to su najčešće američki dolar, japanski

---

<sup>65</sup> Poslovni dnevnik, obveznica, <http://www.poslovni.hr/leksikon/obveznica-987> (pristupljeno 20. listopada 2018.)

jen, britanska funta i dr.). Ako emitent obveznica ne plati kamate na dugovanje u ugovorenom roku, vlasnici obveznica mogu zahtijevati povrat glavnice i prije roka dospjeća.<sup>66</sup>

Sudjelovanje na financijskim tržištima donosi razne vrste rizika:

1. tržišni rizik
2. rizik reinvestiranja
3. rizik neizvršenja obveze
4. rizik inflacije
4. rizik tečaja
5. politički rizik.<sup>67</sup>

Vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca nose tržišni rizik (rizik kamatne stope), koji se odnosi na opasnost da će cijena pasti (kamatna stopa će porasti), što će dovesti do kapitalnog gubitka investitora.

---

<sup>66</sup> Ibid.

<sup>67</sup> Novak, B. (1999), Financijska tržišta i institucije, Osijek: Grafika, str. 201.

#### 4. TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Tržište kapitala u Hrvatskoj započelo je s radom 1991. godine osnutkom Zagrebačke burze, a 1993. godine osnovano je i Varaždinsko tržište vrijednosnica. U početnim godinama nije bilo širokog interesa za ulaganjem pa je opseg trgovanja dionicama na tim tržištima bio skroman u odnosu na razvijena tržišta. Početkom 21. stoljeća interes pojedinaca za ulaganjem na tržištu kapitala raste, pa tako hrvatsko tržište kapitala s vremenom poprima karakteristike rastućeg tržišta. Tijekom 2002. godine Varaždinsko tržište vrijednosnica transformirano je u Varaždinsku burzu, nakon čega počinje snažna ekspanzija toga uređenog tržišta. U ožujku 2007. dovršen je proces povezivanja dviju burzi čime je Varaždinska burza pripojena Zagrebačkoj i one danas funkcioniraju ujedinjeno pod nazivom Zagrebačka burza.<sup>68</sup>

Kako bi pojednostavnila i pojeftinila trgovanje, u ožujku 1994. Burza uvodi svoj prvi elektronički distribuirani sustav trgovanja: TEST-1. Sustav je prvi put omogućavao članovima Zagrebačke burze da trguju izravno iz svojih ureda koristeći osobno računalo i modem. Iako su trgovali iz svojih ureda, članovi su mogli jednostavno doznati stanje ponude i potražnje na Burzi uspostavljajući vezu sa središnjim računalom u sjedištu Burze i prihvaćajući paket sa svim ponudama i transakcijama.<sup>69</sup>

Godine 1999. uvedena je zakonska obveza tromjesečnog izvještavanja za tvrtke čijim se dionicama javno trguje, s ciljem povećanja transparentnosti a time i pravodobne informiranosti svih sudionika na tržištu o financijskim i poslovnim pokazateljima tvrtki. Obveznici sastavljanja tromjesečnih financijskih izvještaja, prema čl. 114, st. 2. Zakona o tržištu vrijednosnih papira su sva dionička društva koja su veliki poduzetnici, imaju više od 100 dioničara ili je njihov temeljni kapital veći od 30 milijuna kuna.

Uvid u izvještaje moguće je ostvariti putem web stranica Zagrebačke burze ili u Javnoj informacijskoj knjižnici Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga. Na stranicama Burze, osim financijskih izvještaja, mogu se pronaći i javno objavljene vijesti za koje tvrtke izdavatelji smatraju da bi mogle utjecati na cijenu dionica.<sup>70</sup>

---

<sup>68</sup> Belak, V. (2008), *Tajne tržišta kapitala*, Zagreb: Belak excellens d.o.o., str. 7.

<sup>69</sup> Zagrebačka burza, *Povijest Zagrebačke burze*, Dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=26> (pristupljeno 24. studenoga 2018.)

<sup>70</sup> Belak, V., op. cit.

Zagrebačka burza poput drugih burzi ima svoja određena pravila trgovanja. U njima se kreće od sljedećih pojmova i odredbi: sudionici su pravne osobe koje imaju pravo trgovanja putem sustava TEST, a TEST je telekomunikacijski sustav trgovine Zagrebačke burze; javna dražba je postupak sučeljavanja ponude i potražnje za vrijednosnim papirima uvrštenim u kotacije burze davanjem ponude za kupnju ili prodaju tih vrijednosnih papira i sklapanjem transakcija tim vrijednosnim papirima; transakcija je pravni posao kupoprodaje vrijednosnih papira koji nastaje pristankom jednog od sudionika na ponudu za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira koju je drugi sudionik dao na javnoj dražbi; stranke u transakciji su sudionici od kojih je jedan dao ponudu, a drugi pristao na tu ponudu.<sup>71</sup>

Nadalje, kupac je sudionik u transakciji koji je dao ponudu za kupnju i pristao na ponudu za prodaju, a prodavatelj je sudionik u transakcijama koji je dao ponudu za prodaju i pristao na ponudu za kupnju. Namira je postupak izvršenja obveza koje za sudionike proizlaze iz sklopljene transakcije na burzi, a uključuje prijenos vlasništva nad vrijednosnim papirom na sudioniku koji je kupac ili na osobu koju ovaj odredi te plaćanje ugovorene cijene od sudionika koji je kupac sudioniku koji je prodavatelj. Nalog je nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira koji klijent (stranka) daje sudioniku, i to članu koji je pravna osoba koja je stekla status člana Zagrebačke burze ili brokeru koji je opunomoćeni posrednik u smislu odredaba zakona o izdavanju i prometu vrijednosnih papira opunomoćenom od člana za zastupanje i obavljanje burzovnih poslova. Također, cijene na nalogu izražavaju se za jedan vrijednosni papir i to za dionice u apsolutnom iznosu (kunama i lipama), ili po tržišnoj cijeni (na određeni dan ili unutar određenog razdoblja) te za obveznice u postotku nominalne vrijednosti ili u kunama i lipama i po tržišnoj cijeni (na određeni dan ili unutar određenog razdoblja).<sup>72</sup>

Trgovanje vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi može se odvijati na Uređenom tržištu i na alternativnom i manje zahtjevnom MTP tržištu (multilateralna trgovinska platforma). Uređeno tržište podijeljeno je na sljedeće segmente:

1. redovito tržište
2. službeno tržište
3. vodeće tržište (najviša kotacija).<sup>73</sup>

---

<sup>71</sup> Novak, B., op. cit, str. 249-250.

<sup>72</sup> Ibid., str. 250-251.

<sup>73</sup> Olgic Draženović, B. (2012), op. cit., str. 163-164.

MTP tržište prema unaprijed utvrđenim pravilima spaja ponudu i potražnju više zainteresiranih strana za financijskim instrumentima, a njime upravlja investicijsko društvo ili tržišni operater. Intenzivan rast prometa vrijednosnih papira bilježi se sve do 2006. godine kada je na godišnjoj razini rastao 144 %. U promatranoj rekordnoj godini za domaće tržište kapitala osim rasta prometa koji je dosegnuo ukupni promet u prethodnih pet godina, značajan pokazatelj rasta tržišta je i rast tržišne kapitalizacije dionica od 99,4 %.<sup>74</sup>

#### **4.1. Vlasnička struktura Zagrebačke burze**

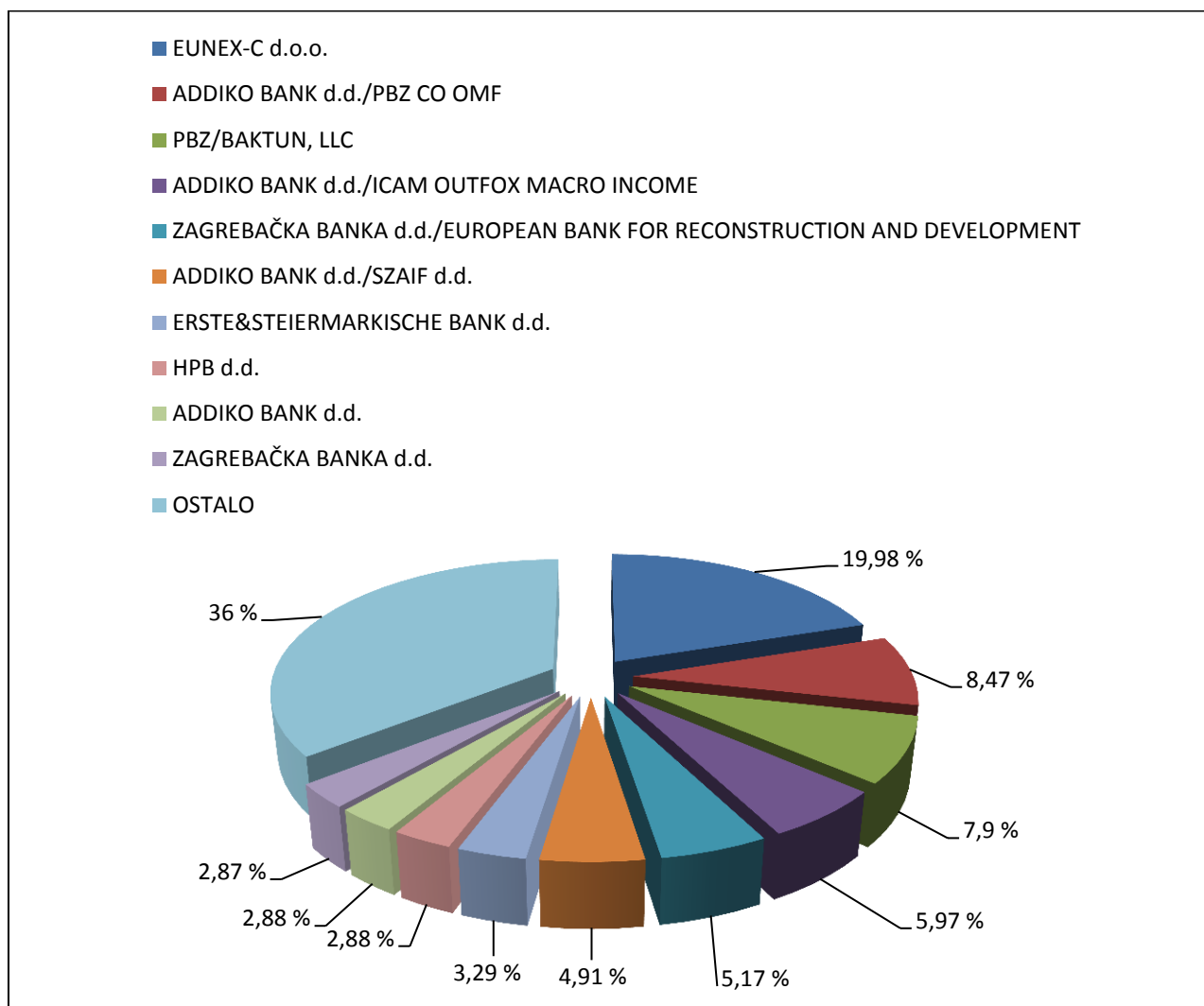
Rad Zagrebačke burze reguliran je Zakonom o tržištu kapitalu. Na temelju članka 293. Zakona o tržištu kapitala Burza je dužna dostaviti Agenciji podatke o vlasničkoj strukturi, a posebno o imateljima kvalificiranih udjela, kao i o identitetu svih osoba koje imaju mogućnosti vršiti znatan utjecaj na upravljanje uređenim tržištem. Burza je dužna dostaviti Agenciji podatke o svim promjenama u vlasničkoj strukturi koja dovodi do promjene vlasničke strukture.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Hrportfolio, ZSE: u 2006. godini promet povećan 30,5%. Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/vijes/trziste-kapitala/zse-u-2006-godini-promet-povecan-30-5-posto-2558>, (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

<sup>75</sup> Narodne novine (2018), Zakon o tržištu kapitala, Zagreb, Narodne novine d.d., 65/2018 (pristupljeno 24. studenoga 2018.)

**Grafikon 1.** Vlasnička struktura Zagrebačke burze na dan 31. listopada 2018.



Izvor: Zagrebačka burza, Vlasnička struktura, Dostupno na: <http://www.zse.hr/userdocsimages/vlas/2018-10-31%20Vlasni%C4%8Dka%20struktura.pdf> (pristupljeno 24. studenoga 2018.)

Na temelju vlasničke strukture može se vidjeti da najveći udio posjeduje Eunex-C d.o.o. Prodajom dionica tvrtke Chromos Agro i Auctor prodavatelji su omogućili varaždinskoj tvrtki Eunex-C d.o.o. da postane stjecatelj dionica Zagrebačke burze te da postane najveći pojedinačni vlasnik Zagrebačke burze s 19,98 % udjela u vlasničkoj strukturi.

#### 4.1.1. Indeksi Zagrebačke burze

Burzovni indeks koristi se za praćenje ponašanja grupe dionica. Pregledom prosječnog ponašanja grupe dionica, ulagači mogu dobiti određeni uvid koliko je uspješna bila veća skupina dionica. Različiti burzovni indeksi objavljuju se da bi ulagačima dali predodžbu o uspješnosti različitih grupa dionica.<sup>76</sup>

Zagrebačka burza objavljuje službene dioničke, obvezničke i sektorske indekse. Najznačajniji su: CROBEX, CROBEX10, CROBIS i CROBEX PLUS sektorski indeks. Dionički indeksi izračunavaju se na osnovi „free float“ tržišne kapitalizacije. „Free float“ se odnosi na broj dionica koje su raspoložive za trgovanje.

**CROBEX** predstavlja indeks vrijednosti dionica Zagrebačke burze. On je službeni indeks Zagrebačke burze d.d., a počeo se je objavljivati 1. rujna 1997. godine. Određuje se prema free float tržišnoj kapitalizaciji 25 najlikvidnijih dionica hrvatskih poduzeća i kao takav revidira se dva puta godišnje. U free float ne ulaze dionice koje drže osobe koje raspolažu s 5 % i više od ukupnog broja izdanih dionica te vlastite dionice izdavatelja.

Neki od izdavatelja koji se nalaze u izračunu indeksa (na dan 24. studenoga 2018.) su: Atlantic Grupa d.d., Ericsson Nikola Tesla d.d., Podravka d.d., HT d.d., Adris Grupa d.d., Zagrebačka banka d.d. i 13 drugih.

**CROBEX10** je indeks cijena dionica kojima se trguje na Zagrebačkoj burzi vrijednosnih papira. Bazni datum indeksa je 31. srpnja 2009. godine, a počeo se objavljivati 7. rujna 2009. Bazna vrijednost iznosi 1.000 baznih poena. U sastav indeksa CROBEX10 ulaze dionice iz indeksa CROBEX s najvećom „free float“ tržišnom kapitalizacijom i prometom.<sup>77</sup>

**CROBIS** je službeni obveznički indeks Zagrebačke burze koji se počeo objavljivati od 1. listopada 2002. godine. Kao bazni datum utvrđen je 30. rujna 2002., a bazna vrijednost postavljena je na 100 bodova. U indeks se uključuju državne obveznice i obveznice državnih agencija koje su uvrštene na Zagrebačku burzu. CROBIS je cjenovni indeks vagan na osnovu tržišne kapitalizacije, pri čemu težina pojedine obveznice u indeksu ne može prijeći 35 %. Indeks se računa na kraju svakog trgovinskog dana na način da se koristi prosječna dnevna cijena ponderirana količinom za sve obveznice koje se nalaze u indeksu.

<sup>76</sup> Mishkin, F., Eakins, S., op. cit., str. 261.

<sup>77</sup> ZSE, Indeks Crobex10, Odluka o indexu CROBEX10, Dostupno na: [http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti\\_indeksi/CROBEX10\\_20170209142623-2017-CROBEX10-Odluka.pdf](http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti_indeksi/CROBEX10_20170209142623-2017-CROBEX10-Odluka.pdf) (pristupljeno, 24. studenoga 2018.)



U slučaju da s nekom obveznicom, koja je uključena u indeks, nije bilo transakcija, za izračun indeksa uzima se prosječna dnevna cijena od prethodnog dana, odnosno od zadnjeg dana kada se obveznicom trgovalo.<sup>78</sup>

**CROBEX PLUS** Sektorski indeks uzima dionice uvrštene na uređeno tržište koje imaju više od 70 % dana trgovanja u šestomjesečnom razdoblju i kojima je „free float” tržišna kapitalizacija veća od 10 milijuna kuna.<sup>79</sup>

**Tablica 1.** Sastav CROBEX-a

Izdavatelj	Broj dionica	Zadnja cijena	Datum zadnje trgovine	Težina	Tržišna kapitalizacija
AD Plastik d.d.	1.199.584	180,00	30.11.2018.	4,66 %	529.147.584,00
Adris Grupa d.d.	6.784.100	428,00	30.11.2018.	10,24 %	1.162.695.583,05
Arena Hospitality Group d.d.	5.128.721	351,00	30.11.2018.	7,92 %	900.090.535,50
Atlantic Grupa d.d.	3.334.300	1.080,00	30.11.2018.	10,75 %	1.221.063.209,67
Atlantska plovidba d.d.	1.395.520	364,00	30.11.2018.	3,35 %	380.976.960,00
Đuro Đaković Grupa d.d.	10.153.230	12,95	30.11.2018.	0,52 %	59.167.947,83
Dalekovod d.d.	24.719.305	7,00	30.11.2018.	0,61 %	69.214.054,00
Ericsson Nikola Tesla d.d.	1.331.650	1.020,00	30.11.2018.	6,58 %	747.055.650,00
HT d.d.	81.670.064	154,00	30.11.2018.	10,32 %	1.171.924.967,87
Ingra d.d.	13.545.200	3,35	30.11.2018.	0,38 %	43.107.599,00
Jadran d.d.	27.971.463	12,20	30.11.2018.	2,85 %	324.189.256,17
Končar d.d.	2.572.119	580,00	30.11.2018.	9,12 %	1.035.404.483,31
Kraš d.d.	1.373.621	370,00	30.11.2018.	2,24 %	254.119.885,00
Maistra d.d.	10.944.339	300,00	30.11.2018.	3,18 %	361.163.187,00
OP-Optima telekom d.d.	69.443.264	1,61	30.11.2018.	0,39 %	44.721.462,02
Podravka d.d.	7.120.003	363,00	30.11.2018.	10,96%	1.245.472.711,33
Valamar Riviera d.d.	126.027.542	33,50	30.11.2018.	8,86%	1.006.818.990,58
Brodogradilište Viktor Lenac d.d.	16.813.247	5,90	30.11.2018.	0,44%	49.599.078,65
Zagrebačka banka d.d.	320.241.955	58,80	30.11.2018.	6,63%	753.209.078,16

Izvor: Izrada autorice na temelju statističkih podataka dostupnih na ZSE <https://www.zse.hr/default.aspx?id=44101&index=CROBEX> (pristupljeno 24. studenoga 2018.)

<sup>78</sup> ZSE, Indeks CROBIS, Odluka o obvezničkom indeksu Zagrebačke burze. Dostupno na: [http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti\\_indeksi/CROBIS\\_20130219130236-CROBIS-odluka.pdf](http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti_indeksi/CROBIS_20130219130236-CROBIS-odluka.pdf) (pristupljeno 24. studenoga 2018.)

<sup>79</sup> Ibid.

U Tablici 1. prikazan je zadnji sastav CROBEX-a koje čine vodeća poduzeća hrvatskog gospodarstva s najlikvidnijim dionicama. Bitno je napomenuti da najveću cijenu ima dionica Atlantic Grupe d.d. čija cijena iznosi 1.080,00 kn po dionici, a potom tek nešto nižu cijenu od 1.020,00 kn po dionici ostvaruje dionica Ericsson Nikola Tesla d.d. Najveći udio ima dionica Podravke s 10,96 %, a prati je dionica Atlantic Grupe s 10,57 %. Najveću free float tržišnu kapitalizaciju ima Podravka s 1,24 milijarde kuna.

Zagrebačka burza pokrenula je osnivanje Vodećeg tržišta, svojevrsne super kotacije na kojoj će se izlistavati dionice najpotentnijih domaćih kompanija. Za ulazak u najvišu kotaciju, koja bi trebala oživiti investicijsku klimu u Hrvatskoj, propisano je čak 12 kriterija koje zasad ispunjava sedam kompanija.

Među najvažnijim kriterijima za ulazak u Vodeće tržište su vrijednost tvrtke od najmanje 500 milijuna kuna, udjel slobodnih dionica (free float) od najmanje 35 % i više od tisuću dioničara. Prema podacima o tržišnoj kapitalizaciji kompanija na dan 24. Kolovoza 2018. godine, vodeće tržište Zagrebačke burze moglo bi biti teško oko 33,8 milijardi kuna, pod pretpostavkom da svih sedam kompanija odluči ući na super kotaciju. Po ostvarenim prihodima u 2017., najjači je Atlantic, a po dobiti Hrvatski telekom koji ima i najveću tržišnu kapitalizaciju od gotovo 13 milijardi kuna.<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup> Prvi plan, ZSE osniva Vodeće tržište teško 34 milijardi kuna. Dostupno na: <https://prviplan.hr/financije/zse-osniva-vodece-trziste-tesko-34-milijardi-kuna/> (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

**Slika 5.** Poslovni rezultat sedam najvećih kompanija u 2017. godini

	Prihod (mil. kn)	Dobit (mil. kn)	Br. zaposlenih	Tržišna kapitalizacija (mlrd kn) 24.8.2018
Atlantic grupa	5.372,07	275,53	5.268	3,43
Valamar	1.778,40	243,60	2.854	5,04
Hrvatski telekom	7.929,85	863,44	5.304	12,82
Adris grupa	4.987,66	292,99	5.398	7,66
Tankerska Next Generation	280,61	32,13	136	0,40
Arena Hospitality	717,16	88,08	727	1,96
Podravka	4.172,46	18,25	6.306	2,46

Izvor: Prvi plan, ZSE osniva Vodeće tržište teško 34 milijardi kuna. Dostupno na: <https://prviplan.hr/financije/zse-osniva-vodece-trziste-tesko-34-milijardi-kuna/> (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

#### 4.1.2. Trgovanje na Zagrebačkoj burzi

Na uređenom tržištu Zagrebačke burze u 2017. trgovalo se dionicama i obveznicama, dok se na MTP-u trgovalo samo dionicama. Na kraju 2017. tržišna kapitalizacija uvrštenih financijskih instrumenata na uređenom tržištu iznosila je 236,1 milijardu kuna, što je porast od 1,6 % u odnosu na prethodnu godinu. Tržišna kapitalizacija financijskih instrumenata uvrštenih na MTP iznosila je 3,9 milijardi kuna, zabilježivši pad od 7,3 % u odnosu na 2016. godinu.<sup>81</sup>

<sup>81</sup> HANFA (2018), Godišnje izvješće za 2017. godinu, Zagreb: D.S.M. grafika, str. 22.

**Tablica 2.** Broj financijskih instrumenata na uređenom tržištu i MTP-u 31. prosinca 2017.

Vrsta tržišta	Broj financijskih instrumenata	31.12.2016.	31.12.2017.	Promjena u odnosu na 2016. (u %)
Uređeno tržište	Dionice	147	136	-7,5
	Službeno tržište	28	27	-3,6
	Redovito tržište	119	109	-8,4
	Obveznice	36	26	-27,8
	Službeno tržište	32	24	-25,0
	Redovito tržište	4	2	-50,0
	Komercijalni zapisi	0	0	0,0
	Službeno tržište	0	0	0,0
	Redovito tržište	0	0	0,0
	Strukturirani proizvodi	0	0	0,0
	Službeno tržište	0	0	0,0
	Redovito tržište	0	0	0,0
	MTP	MTP	24	22
Dionice		22	20	-9,1
Prava		2	2	0,0

Izvor: HANFA (2018), Godišnje izvješće za 2017. godinu, Zagreb: D.S.M. grafika, str. 22

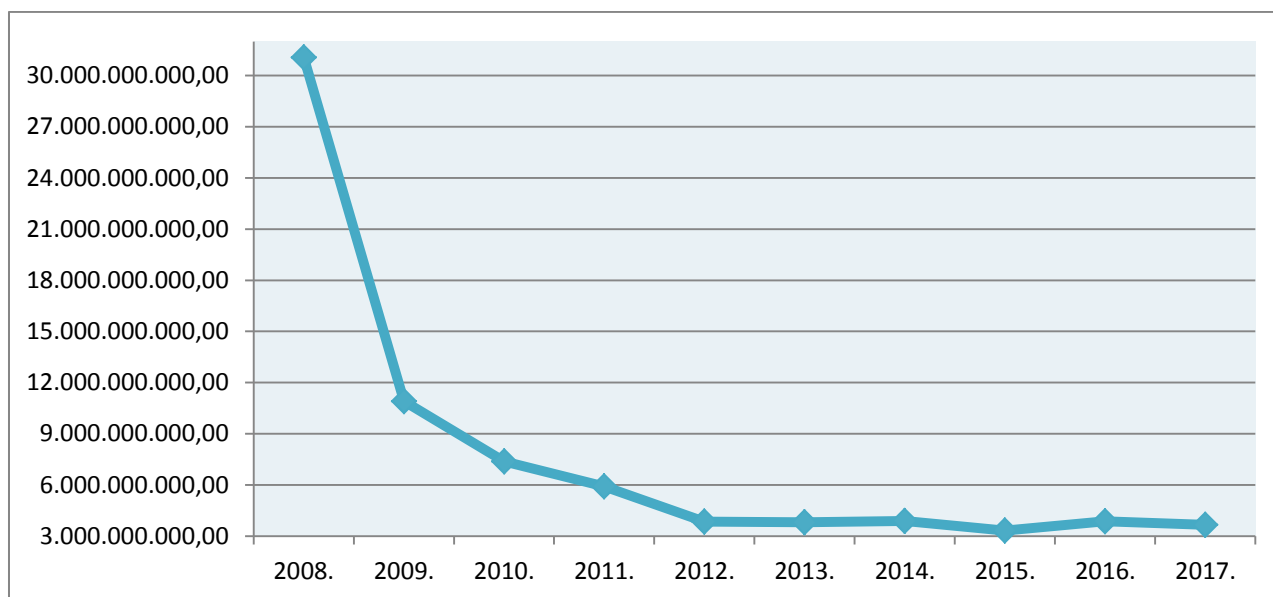
Podaci o rastu i padu prometa i tržišne kapitalizacije za vlasničke i dužničke vrijednosne papire na najbolji način oslikavaju opisana kretanja na domaćem tržištu kapitala.

Primjerice, prema podacima iz godišnjeg izvješća HANFA-e za 2017. godinu,<sup>82</sup> gospodarski oporavak u Republici Hrvatskoj nije značajno utjecao na investicijske aktivnosti, rast tržišnih pokazatelja i ukupno tržište kapitala. Problemi koncerna Agrokor d.d. kao najvećega privrednog subjekta u Republici Hrvatskoj i višemjesečna obustava trgovanja dionicama društava u kojima je taj koncern bio većinski dioničar obilježila je 2017. i značajno utjecala na trgovanje dionicama i na ukupno tržište.

Promet na Zagrebačkoj burzi imao je velike oscilacije te je promet počeo rapidno opadati nakon krize 2008. godine. Pad prometa prikazan je na grafikonu 2 koji nam pomaže u shvaćanju posljedica krize. Kriza je utjecala i na smanjenje broja plasmana vrijednosnih papira na burzi što je rezultiralo smanjenjem optimizma investitora te smanjenjem investiranja poduzeća putem tržišta kapitala. U 2008. godini kotirale su dionice 260 poduzeća, dok ih je u 2017. bilo 143, broj uvrštenih obveznica također je smanjen te ih je u 2017. bilo 32, dok su 2008. bile 54 uvrštene obveznice.

<sup>82</sup> HANFA, op. cit.

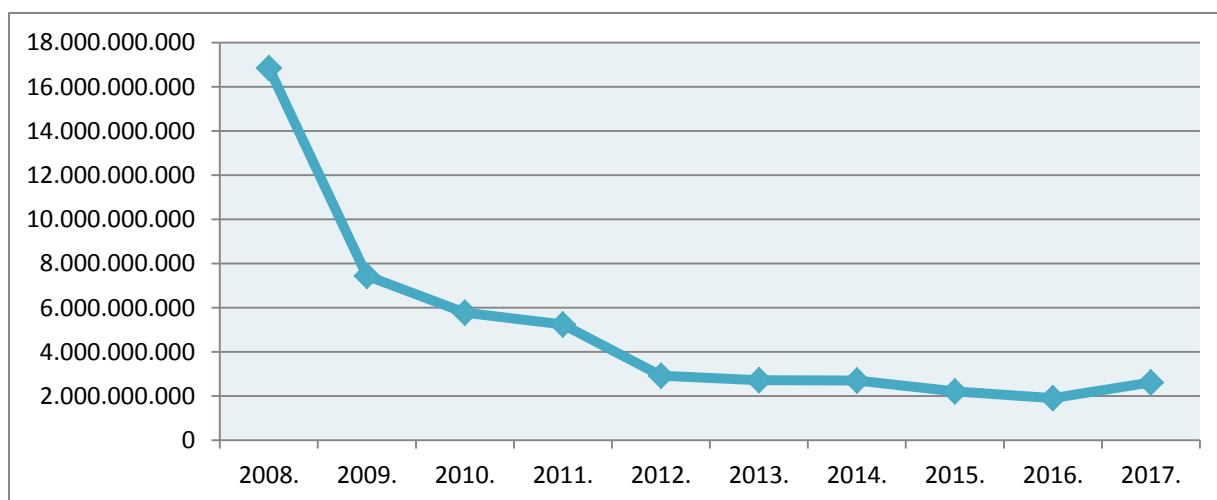
**Grafikon 2.** Kretanje prometa unutar knjige ponuda (mlrd. KN)



Izvor: Izrada studentice na temelju statističkih podataka dostupnih na ZSE, Opće karakteristike tržišta <http://zse.hr/default.aspx?id=44325> (pristupljeno 24. studenoga 2018.)

Na Grafikonu 7. prikazan je promet vrijednosnim papirima od 2008. do 2017. godine. Vidljivo je da se promet vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi drastično smanjio nakon krize 2008. godine. Nagli pad prometa dogodio se 2009. Godine kada je u odnosu na prethodnu godinu on bio manji za čak 64,9 %.

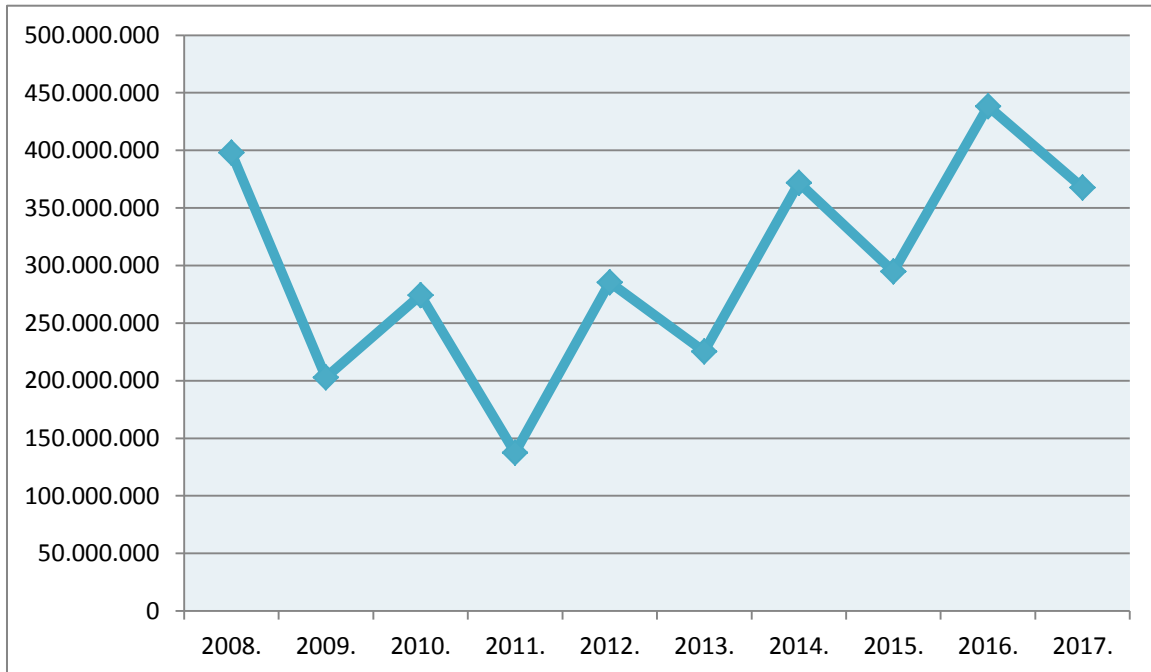
**Grafikon 3.** Kretanje prometa dionicama



Izvor: Izrada studentice na temelju statističkih podataka dostupnih na ZSE, Periodična izvješća trgovanja, <https://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 25. studenoga 2018.)

U razdoblju krize pojavljivalo se sve češće nepovjerenje ulagača te se u skladu s tim smanjio i interes investitora te prilika za poduzeća da se financiraju dionicama i obveznicama. Promet dionicama dostigao je svoj maksimum 2008. godine kada je iznosio 17 milijardi kuna, no 2009. godine on je pao za oko 56 % i iznosio 7,5 milijardi kuna.

**Grafikon 4.** Kretanje prometa obveznicama



Izvor: Izrada studentice na temelju statističkih podataka dostupnih na ZSE, Periodična izvješća trgovanja, <https://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 25. studenoga 2018.)

Zbog općeg nepovjerenja investitora smanjilo se ulaganje i u dužničke vrijednosne papire, tj. obveznice koje se smatraju sigurnijom vrijednosnicom od dionice. Iz priloženoga je vidljivo da je promet dionicama 2008. godine iznosio oko 400 milijuna, dok je 2009. pao za 50 % i iznosio oko 200 milijuna. Značajniji pad zabilježen je 2011. godine kada je promet iznosio oko 140 milijuna kuna, nakon čega slijedi razdoblje s povremenim usponima i padovima sve do 2016. godine kada promet iznosi oko 440 milijuna kuna.

#### **4.1.3. Uloga burze na gospodarstvo zemlje**

„Burza je barometar financijskog tržišta i mjesto na kojem se stvara novac za nove poslove. Ona reagira na sve važnije političke i ekonomske događaje u svijetu. Burza je pravo zrcalo vrijednosnih odnosa svjetske ponude i potražnje i regulator svjetskih cijena predmeta burzovnog poslovanja. Ponašanje burze prije svega se temelji na očekivanjima. Rast

vrijednosti dionica označava pozitivna očekivanja investitora dok pad vrijednosti dionica označava negativna očekivanja investitora.<sup>83</sup>

Burza se smatra barometrom nacionalnoga gospodarstva jer otkriva kratkoročna zbivanja u gospodarstvu. Kretanje cijena vrijednosnica na burzi izražavaju optimizam ili pesimizam o budućem razvoju gospodarske aktivnosti. Ako one rastu, znači da se stvari kreću u pozitivnom smjeru i obrnuto, ako padaju, znači da stanje u gospodarstvu postaje zabrinjavajuće. Burza na taj način nadilazi ulogu običnoga trgovačkog središta i postaje srcem kapitalizma.<sup>84</sup>

Možda je i najbolji primjer utjecaja burzi na gospodarstvo krah New York Stock Exchangea 1929. godine. U to vrijeme New York je bio centar financijskog i gospodarskog kapitala odakle se dirigiralo tržištima ostalih svjetskih metropola. Krizu na burzi pratila je i gospodarska kriza koja je tada zahvatila cijeli svijet iako se privredna kriza nije kretala usporedo s kretanjem vrijednosti vrijednosnih papira. Navedena kriza u SAD-u prebacila se i u Europu jer je razvoj europske privrede ovisio o američkom kapitalu. Uglavnom se radilo o kratkoročnim kreditima ulaganim u industriju, što je za ulagače imalo strašne posljedice. Velika nezaposlenost bila je prisutna u cijelome svijetu.

Navedene činjenice pravi su prikaz kako nekontrolirano i nerealno poslovanje na velikim svjetskim burzama može utjecati na ukupnu gospodarsku situaciju u svijetu.<sup>85</sup>

#### **4.1.4. Financiranje na tržištu kapitala**

Izvor financiranja ključan je faktor za rasta poduzeća jer osigurava realizaciju investicija i projekata ključnih za razvoj. Postoje unutarnje i vanjsko financiranje. Unutrnje izvore predstavlja zadržana dobit, rezerve i dionički kapital. Vanjski izvori financiranja mogu se pribaviti u obliku bankovnog kredita, kredita od dobavljača ili pak emisijom vrijednosnih papira. Zagrebačka burza i Europska banka za obnovu i razvoj 2016. godine započele su projekt razvoja regionalnog tržišta kapitala za mala i srednja poduzeća, koja u Europskoj uniji, ali i Hrvatskoj čine najveći dio ekonomije. Analizom poduzeća koja kotiraju na ZSE uočeno je da se ona uglavnom financiraju dugom i to s udjelom od 60 % u strukturi izvora. Uočeno je da se poduzeća financiraju u razdoblju prosperiteta malo više dugom, dok se u razdoblju krize financiraju vlastitim sredstvima.

---

<sup>83</sup> Andrijanić, I. (2015), Poslovanje na burzama: načela i praksa, Zagreb: Visoko učilište Effectus, str. 21.

<sup>84</sup> Pojatina, D. (2000), Tržište kapitala, Split: Ekonomski fakultet Split, str. 5.

<sup>85</sup> Andrijanić, I., op. cit., str. 19-20.

Premda male tvrtke čine 99 % svih poduzeća u Europskoj uniji i glavni su motor ekonomije, pristup kapitalu im je ograničen.<sup>86</sup>

**Slika 6.** Prednosti i nedostaci izlaska na tržište kapitala

	<b>Dioničko društvo</b>	<b>Privatna tvrtka</b>
<b>Pristup dodatnim sredstvima</b>	Lakše namicanje dodatnih sredstava izdavanjem dionica i obveznica.	Teže namicanje dodatnih sredstava uglavnom zaduženjem kod banaka i ostalih privatnih izvora.
<b>Naknade zaposlenicima</b>	Mogu ponuditi dionice kako bi zadržale najkvalitetnije kadrove.	Plaće, bonusi i ostali nematerijalne naknade. Zahtijeva dosta slobodnih sredstava u stvarnom vremenu.
<b>Izvjestavanje</b>	Iscrpnije, kvartalno i godišnje izvješće prema dioničarima, burzi i ostalim nadležnim tijelima.	Redovna izvješća (uglavnom godišnja) prema državnim tijelima. Ne moraju obavještavati ostale instance javnosti.
<b>Sloboda odlučivanja</b>	Ograničena, limitirana voljom dioničara i ostalih investitora.	Vrlo velika, vlasnik/vlasnici tvrtke odlučuje o svim strateškim i/ili operativnim odlukama.
<b>Poslovna orijentacija</b>	Kratkoročna, profitno orijentirana.	Dugoročna, strateški orijentirana.
<b>Vrijednosna procjena tvrtke</b>	Ovisi o tržišnoj kapitalizaciji	Uvijek manja nego kad je tvrtka dioničko društvo

Izvor: Svan consulting, *Dioničko društvo ili privatna tvrtka – stoljetna poduzetnička dilema*. Dostupno na: <http://www.svanconsulting.com/dionicko-drustvo-ili-privatna-tvrtka-stoljetna-poduzetnicka-dilema/> (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

Kao primjer onoga što tržište kapitala kao izvor financiranja može napraviti za rast i razvoj poslovanja kompanije istaknula je Atlantic Grupu, koja je počela kao lokalni distributer, a danas je jedna od vodećih regionalnih kompanija, što su joj, uz ostalo, omogućila sredstva prikupljena putem burze.

Drugi primjer je Ledo koji je 2012. godine uspješno proveo dokapitalizaciju – najveća transakcija javne ponude vlasničkih vrijednosnih papira na domaćem primarnom tržištu kapitala. Valjano je upisano i uplaćeno sveukupno 93.750 novih dionica po cijeni od 8.000 kn po dionici. Na taj način Ledo je prikupio ukupan iznos od 750.000.000,00 kuna, odnosno izdanje novih dionica društva LEDO provedeno je sa 100 %-tnom uspješnošću. Većinu izdanja upisali su mirovinski fondovi, oko 70 % svih upisanih dionica, no povjerenje LEDU i njegovoj poslovnoj strategiji dali su i ostali institucionalni investitori: osiguravateljske kuće,

<sup>86</sup> Poslovni dnevnik, *ZSE želi malim poduzetnicima otvoriti vrata tržišta kapitala*. Dostupno na: <http://www.poslovni.hr/burze/zse-zeli-malim-poduzetnicima-otvoriti-vrata-trzista-kapitala-314868> (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

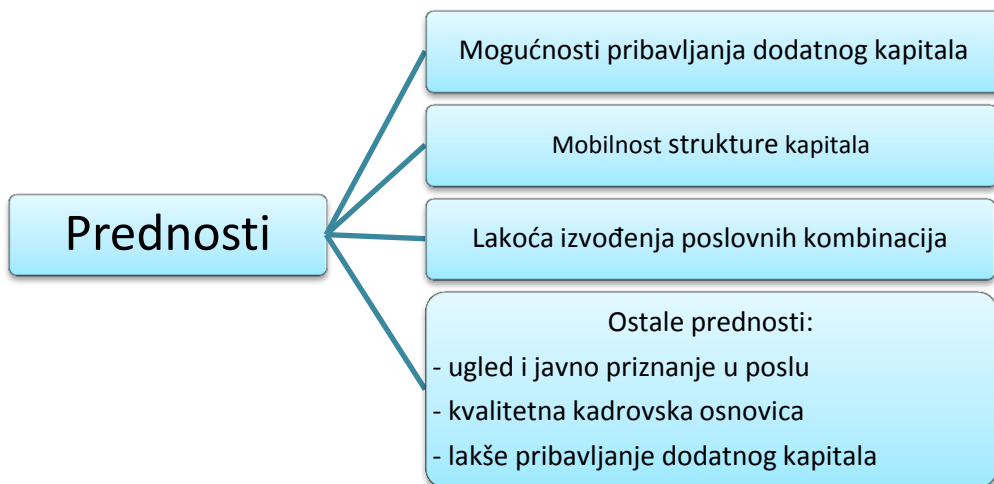


investicijski fondovi, brokerske kuće. LEDO je bio iznimno zadovoljan provedenom transakcijom, s obzirom na to da je prikupio 750 milijuna kuna što predstavlja najveću transakciju javne ponude vlasničkih vrijednosnih papira na domaćem primarnom tržištu kapitala, izuzevši velike privatizacijske IPO transakcije INA d.d. i Hrvatskog Telekoma d.d. Sredstva prikupljena dokapitalizacijom LEDO je iskoristio za akviziciju kompanija Frikom d.d. i Ledo d.o.o. Podgorica. Provedbom najavljenih akvizicija LEDO je postao regionalni lider u proizvodnji sladoleda i zamrznute hrane.<sup>87</sup>

#### 4.1.5. Prednosti i nedostaci primarne emisije dionica

Prednost pribavljanja kapitala emisijom vrijednosnih papira su mnogostruke. Najveća prednost ogleda se u mogućnosti pribavljanja veće sume kapitala nego što je to moguće s neposrednim kontaktima s pojedinačnim investitorima. Primarnom emisijom dionica dobiva se mogućnost širenja na sektor stanovništva, odnosno cjelokupno stanovništvo koje raspolaže značajnom, ali pojedinačno minijaturnom štednjom te ono postaje potencijalni investitor. Također, kupoprodajom dionica na sekundarnim tržištima kapitala, dionica postiže svoj najveći stupanj likvidnosti te se u svakom trenutku može mijenjati za novac (prodati), koristiti kao sredstvo garancije, osiguranje plaćanja i dr.

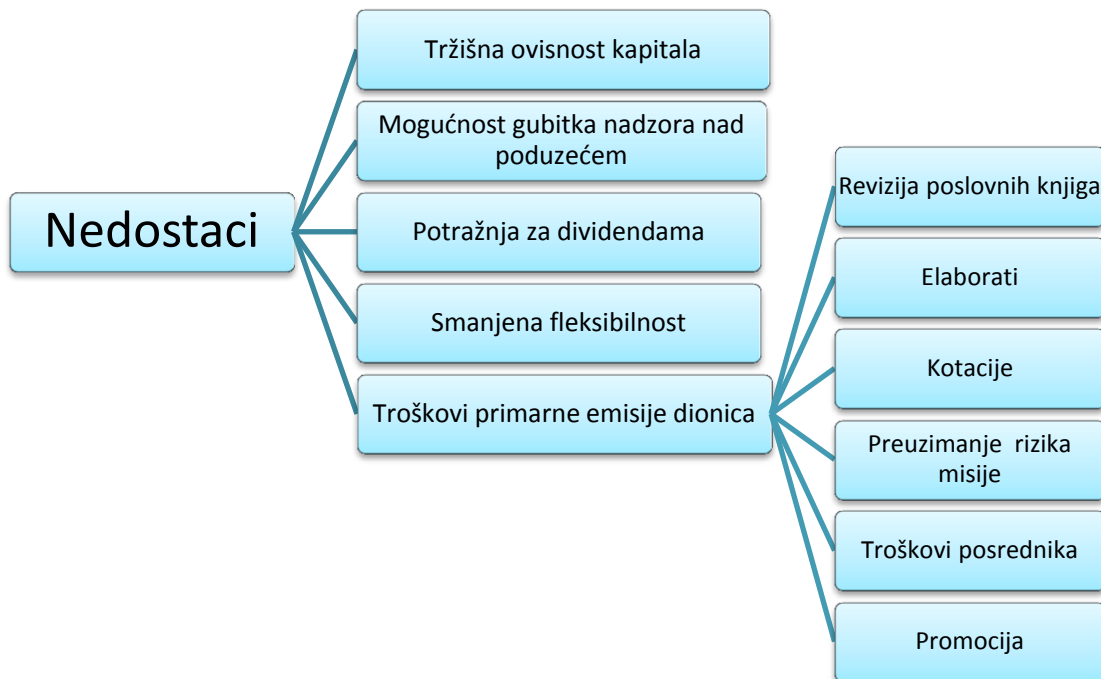
**Slika 7.** Prednosti emisije vrijednosnih papira



Izvor: Izrada studentice prema Klačmer M. (2009), Financijske institucije i tržište kapitala, Varaždin: Fakultet organizacije i informatike

<sup>87</sup> Poslovni savjetnik, Ledo prikupio 750 milijuna kuna. Dostupno na: <http://www.poslovni-savjetnik.com/aktualno/ledo-prikupio-750-milijuna-kuna> (pristupljeno 1. prosinca 2018.)

**Slika 8.** Nedostaci emisije vrijednosnih papira



Izvor: Izrada studentice prema: Klačmer M. (2009), Financijske institucije i tržište kapitala, Varaždin: Fakultet organizacije i informatike

#### **4.2. Analiza izlaska na burzu naftnog poduzeća INA d.d.**

INA je osnovana 1. siječnja 1964. spajanjem Naftaplina (poduzeća za istraživanje i proizvodnju nafte i plina) s rafinerijama u Rijeci i Sisku. Godine 1990. postala je poduzeće u državnom vlasništvu, a 1993. INA postaje dioničko društvo. Temeljni kapital INA-e razdijeljen je na 10.000.000 redovnih dionica nominalne vrijednosti jedne dionice od 900,00 kn. Svaka redovna dionica INA-e daje pravo na jedan glas i pravo na dividendu.

Mađarskoj naftnoj kompaniji MOL 2003. godine prodano je 25 % plus jedna dionica. Stjecanjem udjela od 25 % plus jedne dionice MOL je postao INA-in strateški partner, a INA, d.d. je postala dijelom integriranog regionalnog partnerstva u industriji nafte i plina koji čine MOL, INA, d.d., Sloznaft i MOL Petrochemicals (TVK).

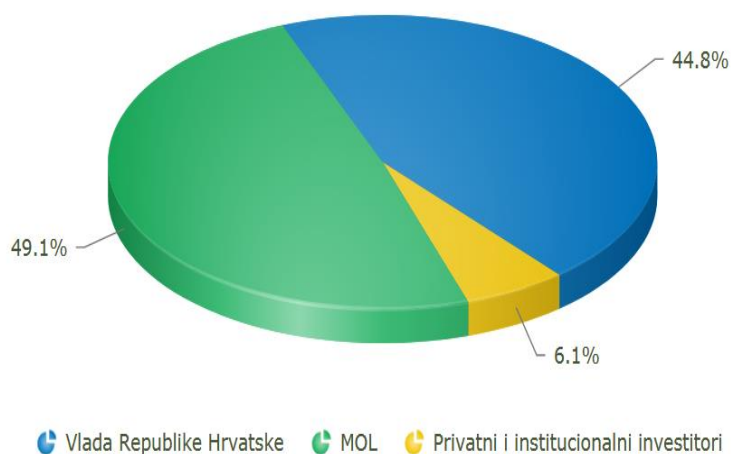
Dvije godine kasnije, 2005., 7 % dionica INA-e preneseno je na Fond hrvatskih branitelja Domovinskog rata i članova njihovih obitelji.

INA – Industrija nafte, d.d. uvrštena je na Službeno tržište Zagrebačke burze 30. studenog 2006. s oznakom trgovanja INA-R-A. Inim „GDR“-ovima (globalnim potvrđama o deponiranim dionicama) trgovalo se i na Londonskoj burzi sve do rujna 2014. godine.

Vlada RH 2007. godine donijela je odluku o prodaji do najviše 7 % dionica društva INA – Industrije nafte, d.d. (700.000 dionica) zaposlenicima i ranijim zaposlenicima.

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga objavila je u rujnu 2008. rješenje kojim odobrava objavljivanje ponude MOL-a za preuzimanjem javnog dioničkog društva INA-e, nakon čega je MOL-ov udio u vlasništvu porastao na 47,16 % ukupnog temeljnog kapitala. Potkraj 2010. MOL je izvršio dodatnu ponudu, kojom mu je udio porastao na 47,26 % temeljnog kapitala društva INA d.d.<sup>88</sup>

**Grafikon 5.** Dioničarska struktura INA-e



Izvor: INA – Godišnje izvješće 2017. Dostupno na: [https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2018/INA\\_AR\\_2017\\_cro\\_30\\_4%20FINAL.pdf](https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2018/INA_AR_2017_cro_30_4%20FINAL.pdf) (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

Vlasnička struktura INA-e na dan 2. prosinca 2018. je sljedeća:

- MOL 4.908.207 dionica – 49,08 %,
- Republika Hrvatska 4.483.552 dionice – 44,84 %,
- Institucionalni i privatni investitori 608.241 dionica – 6,08 %

<sup>88</sup> INA-Godišnje izvješće 2017. Dostupno na: [https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2018/INA\\_AR\\_2017\\_cro\\_30\\_4%20FINAL.pdf](https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2018/INA_AR_2017_cro_30_4%20FINAL.pdf) (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

**Grafikon 6.** Investicije INA-e od 2000. do 2009. godine

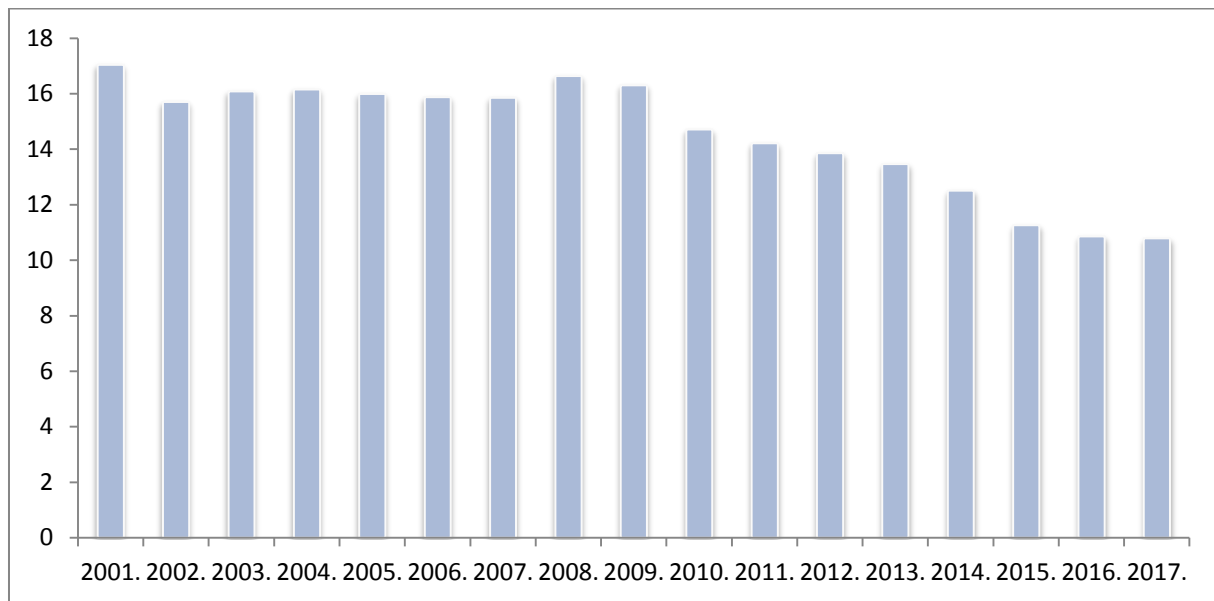


Izvor: Ina d.d., Ina u 2009. Dostupno na: [https://www.ina.hr/UserDocsImages/arhiva/investitori/objave/prezentacije//agm\\_prezentacija\\_hrv\\_180510.pdf](https://www.ina.hr/UserDocsImages/arhiva/investitori/objave/prezentacije//agm_prezentacija_hrv_180510.pdf) (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

Na Grafikonu 6. vidljiva je razina investicija u razdoblju od 2000. do 2009. godine izražena u milijunima kuna. Prosječna razina investicija prije strateškog partnerstva bila je oko milijardu kuna, a najveći dio odnosio se na investicije u istraživanje i razvoj. Godine 2005. ulaganja su bila na najnižoj razini s nešto više od milijardu kuna kao i prije strateškoga partnerstva. Nakon dobrovoljne javne ponude u 2008. i 2009. godini investicije su skočile na gotovo 4,5 milijardi kuna.

Na temelju Grafikona 6. može se zaključiti da je INA uz financijsku pomoć Mola povećala investicije za gotovo 50 % što je indirektno imalo pozitivan utjecaj na gospodarstvo RH.

**Grafikon 7.** Broj zaposlenih u INA Grupi po godinama



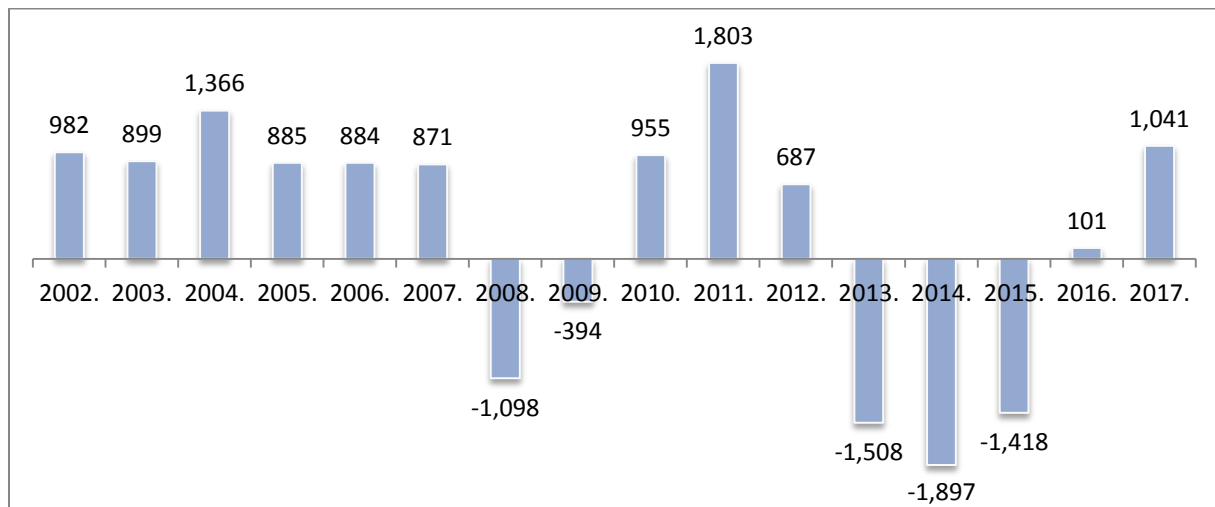
Izvor: Izrada studentice prema podacima dostupnih na: [https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2018/INA\\_AR\\_2017\\_cro\\_30\\_4%20FINAL.pdf](https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2018/INA_AR_2017_cro_30_4%20FINAL.pdf)

Na Grafikonu 7. vidljivo je kretanje broja zaposlenih od 2001. do 2017. godine. Može se vidjeti da je 2001. godine INA-Grupa je zapošljavala 17 038 zaposlenika. Nakon strateškog partnerstva taj broj iznosio je oko 16 tisuća ljudi sve do 2008. godine kada je broj zaposlenih zamalo dostigao 2001. godinu te nakon toga počeo bilježiti drastičan pad. Godine 2017. broj zaposlenih iznosio je 10 782 što je ujedno i najniži broj u promatranome razdoblju.

INA je smanjila i broj radnika, pa je tako u trenutku ulaska MOL-a u tu kompaniju ukupan broj zaposlenih u INA Grupe bio 16 084, dok je četrnaest godina kasnije smanjen na 10782, što je gotovo 33 % manje. Dio zaposlenih otišao je u mirovinu, dio uz poticajne otpremnine, a INA je gasila dio svoje proizvodnje u tvrtkama unutar Grupe. Kupujući dionice od radnika, hrvatskih građana i investicijskih fondova mađarska je kompanija istovremeno dobila i glavnu riječ u upravi INA-e.

No u obzir se mora uzeti i kriza koja je utjecala na cijelo gospodarstvo pa tako i na smanjenje zaposlenosti kako u INA-i tako i u drugim kompanijama.

**Grafikon 8. Dobit financijske godine u mil. kn**



Izvor: Izrada studentice prema Ina Godišnja Izvješća. Dostupno na: [https://www.ina.hr/press-centar/publikacij\\_e/godisnja-izvjesca/104](https://www.ina.hr/press-centar/publikacij_e/godisnja-izvjesca/104)

Grafikon 8. prikazuje dobit INA Grupe po godinama. U 2002. godini ostvarila je dobit od 982 milijuna kuna. U 2004. godini kao prvoj godini poslovanja sa strateškom partnerom MOL-om INA je ostvarila dobit od 1,366 milijuna kuna nakon čega dobit 2008. godine drastično pada pod utjecajem krize te je INA poslovanje završila s gubitkom.

Ponovni rast dolazi 2016. godine kada je financijska dobit iznosila 101 milijun kuna, a 2017. godine taj iznos je drastično porastao na 1,041 milijun kuna. Dionica INA na dan 29. studenoga 2018. iznosila je 3.280,700 kn.

Često se postavlja pitanje kakav je utjecaj privatizacije na gospodarstvo Republike Hrvatske, a na konkretnom primjeru INA-e jedan od odgovora ogleda se u energetsom sektoru svake države koji je veoma važan za nju te se prema njemu treba tako i odnositi. Veličina prometa roba i usluga sama za sebe od velikog je gospodarskog značaja za Republiku Hrvatsku, a INA je jedna od tvrtki koje su nositelji hrvatskoga gospodarstva te predstavlja jednu od najvažnijih infrastruktura cijele ekonomije Republike Hrvatske.

Ina osigurava oko 15 % sredstava za državni proračun u jednoj godini, a ako k tome nadodamo HEP onda te dvije kompanije čine 25 % proračuna što svakako nije zanemariv postotak. Ako uz sve navedeno nadodamo još i nesamostalnost Republike Hrvatske uzrokovanu iznosom javnog duga uz više od 90 % banaka u vlasništvu stranaca, navedena problematika postaje još važnija. Država koja ne zna raspolagati svojim bogatstvom ili ga se „olako“ odriče neće nažalost ulijeva niti previše povjerenja stranim investitorima.

### **4.3. Povezanost banaka i nebankovnih institucija u Republici Hrvatskoj**

Kako navodi Olgić Draženović: „Hrvatskim financijskim tržištem dominiraju banke ne samo po pretežitom udjelu u ukupnoj aktivni već i povezanošću i utjecajem na ostale institucionalne investitore. Tržište definiraju velike strane banke oko kojih se okupljaju ostale financijske institucije odnosno najvažniji institucionalni investitori. Njihovim neformalnim ujedinjavanjem stvaraju se financijski konglomerati ili financijske grupe u kojima su angažirani strani kapital i alternativni oblici domaće štednje integralno usmjeravaju na tržišta, s ciljem maksimizacije prinosa na razini konglomerata. Velike bankarske grupacije na taj način proširuju ponudu svojih proizvoda i na područja izvan njihove domene određene zakonodavnom regulativom i dobrom poslovnom praksom. Time nalaze nov način prikupljanja i plasiranja kapitala, koji je sve više koncentriran upravo u tim grupacijama.“<sup>89</sup>

Učinkovit nadzor utječe i na razvoj institucionalnih investitora, prije svega u smislu bolje zaštite investitora. Prvi i veliki korak učinkovitijem nadzoru ostvaren je 2006. godine osnivanjem HANFA-e kao jedinstvene regulatorne i nadzorne institucije za nedepozitne financijske institucije. Iste godine potpisan je i Sporazum o suradnji kojim je uređena razmjena informacija na koje se obvezuju dvije nadzorne institucije – HNB (Hrvatska narodna banka) i HANFA, u cilju uklanjanja negativnih efekata prouzročenih visokom konglomeracijom hrvatskoga financijskog sustava. Osnovan je Operativni odbor za nadzor financijskog sustava radi bolje koordinacije postupaka i aktivnosti dviju nadzornih agencija. Definirana je potreba i način razmjene informacija vezanih uz izdavanje/oduzimanje odobrenja za rad i suglasnosti, provođenje postupaka iz područja zaštite tržišnog natjecanja, planovima, nalazima i poduzetim mjerama kod subjekata nadzora kao i suradnja u iniciranju i donošenju zakonskih i provedbenih propisa. Zakonom je financijski konglomerat definiran kao grupa u kojoj „najmanje jedna osoba iz grupe pripada sektoru osiguranja i najmanje jedna osoba iz grupe pripada bankovnom sektoru ili sektoru investicijskih usluga“. Zakonom je utvrđena obveza o izvještavanju o koncentraciji rizika na razini grupe, kao i o značajnim transakcijama unutar konglomerata.<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 170.

<sup>90</sup> Ibid., str. 170-172.

#### 4.4. Nadzor financijskog sustava u Republici Hrvatskoj

Hrvatski financijski sustav star je kao i samostalna Republika Hrvatska. Leko navodi: „Već 1991. godine provedena je valutna reforma, a po uzoru na razvijenije zemlje formirana je vlastita središnja banka, tadašnja narodna banka Hrvatske, neovisna o državnoj administraciji, a odgovara parlamentu – Hrvatskom državnom saboru.“<sup>91</sup> Vidljivo je kako je Hrvatska od samih početaka htjela stvoriti vlastiti neovisni financijski sustav koji će biti moderan i u skladu s financijskim sustavima modernih zemalja Europe. Napori za uvođenje samostalnoga financijskog sustava nastavljeni su sve do smanjenja inflacije te uvođenja hrvatske kune kao službenog novca u državi. Od svojeg osnivanja HNB ulaže napore kako bi uredila svoje odnose s Pariškim klubom, odnosno Londonskim klubom banaka. Hrvatska je primljena u privremeno članstvo MMF-a te IBRD-a 1993. godine. Nakon navedenih promjena Hrvatska se odlučuje na uvođenje i donošenje zakona koji uređuju bankarsku i financijsku djelatnost.<sup>92</sup>

Zakonom o izdavanju i prometu vrijednosnih papira iz 1995. uređuje se tržište vrijednosnih papira te se u skladu s tim pridonosi razvoju burza: „Postojeća Zagrebačka burza u dosadašnjem djelovanju služila je kao servis države u procesu privatizacije postojećih poduzeća.“<sup>93</sup>

Financijski sustav Republike Hrvatske se ubrzano profilira i poprima konfiguraciju financijskih sustava razvijenih zemalja. Razvoj hrvatskoga financijskog sustava od osamostaljenja Hrvatske do danas bio je određen mnogobrojnim događajima: usvajanje zakonodavne regulative, cijeli niz privatizacija financijskih institucija, restrukturiranje bankovnog sustava, reforma platnog prometa u zemlji, liberalizacija deviznog poslovanja, zaduživanje države na domaćem financijskom tržištu, mirovinska reforma, globalna financijska kriza i mnogi drugi.<sup>94</sup>

Kao Olgić Draženović, i Leko ističe da dominantnu poziciju u financijskom sustavu tradicionalno čine poslovne banke odnosno bankovni sektor, usprkos sporijim stopama rasta od ostalih financijskih institucija. Banke su prisutne dugi niz godina na domaćem tržištu, dok se druge financijske institucije pojavljuju posljednjih petnaest i manje godina, zbog čega je i razumljivo da se poduzeća i dalje većinom financiraju klasičnim bankovnim kreditima.

---

<sup>91</sup> Leko, V. (2004), Financijske institucije i tržišta (pomoćni materijali za izučavanje), Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 136.

<sup>92</sup> Ibid., str. 130.

<sup>93</sup> Ibid., str. 139.

<sup>94</sup> Leko, V., op. cit.



Usprkos bankocentričnom sustavu, nedepozitni sektor je od relativno malog i nediversificiranog dijela hrvatskoga financijskog sustava prerastao u snažnog, fleksibilnog i značajnog sudionika s brojnim mogućnostima ulaganja financijskih sredstava. Danas se na nedepozitni sektor odnosi više od četvrtine tržišta zahvaljujući aktivnostima najznačajnijih institucionalnih investitora odnosno ubrzanom rastu i razvoju mirovinskih fondova, turbulentnom razvoju investicijskih fondova i stabilnom tržištu osiguranja, uz brz razvoj leasing institucija.<sup>95</sup>

Uočava se da je s globalnom financijskom krizom došlo do usporavanja procesa brzog rasta nebankovnog sektora u odnosu na banke i ponovnog jačanja bankocentričnosti sustava. Trend su ublažili mirovinski fondovi, čija imovina u najvećoj mjeri ne ovisi o utjecaju krize već se povećava zbog obveznog mjesečnog izdvajanja doprinosa u II. mirovinski stup. Sve ostale nedepozitne institucije suočile su se s pojačanim oprezom ulagača, utjecajem recesije, poljuljanim povjerenjem i investicijskim raspoloženjem, što su posebice osjetili akteri u segmentu otvorenih investicijskih fondova koji su i najviše smanjili svoj značaj u financijskom sustavu.<sup>96</sup>

Globalizacijski procesi rezultirali su ubrzanim financijskim razvojem i vlasničkim transformacijama gotovo svih vrsta financijskih institucija u Republici Hrvatskoj, odnosno sve većim udjelom inozemnog kapitala u vlasništvu. Može se zaključiti da u Republici Hrvatskoj prevladava relativno razvijena struktura financijskih institucija po pojedinim vrstama uz dominantnu funkciju banaka i nerazvijeno tržište kapitala. Ovakav bankocentričan sustav financiranja ne odgovara potrebama gospodarstva organiziranog na načelima tržišne ekonomije te bi se proces diversifikacije sustava financijskog posredovanja, institucija, oblika i instrumenata trebao intenzivirati.<sup>97</sup>

---

<sup>95</sup> Olgić Draženović, B. (2012), op. cit., str. 123.

<sup>96</sup> Ibid., str. 124-125.

<sup>97</sup> Ibid., str. 128.

#### **4.5. Utjecaj države na rast, razvoj i konfiguraciju hrvatskoga financijskog sustava**

Struktura financijskog sektora u Republici Hrvatskoj pod utjecajem je dramatičnih promjena od osamostaljenja Republike Hrvatske pa danas domaći financijski sustav odlikuje prisutnost gotovo svih osnovnih vrsta depozitnih i nedepozitnih financijskih institucija koje su integralni dio financijskih sustava razvijenih zemalja. Ipak, prema snazi aktive posebno se ističu bankovne institucije te se kontinentalni model bankovno temeljenog financijskog sustava karakterističan za većinu europskih zemalja, može prepoznati i na primjeru hrvatskoga financijskog sustava. Treba istaknuti da je financijski sektor najvećim dijelom u vlasništvu ili pod utjecajem inozemnih financijskih konglomerata, što im daje velik utjecaj na domaćem tržištu i u financijskom sustavu. Zakonska regulativa i porezna pravila imaju znatan utjecaj na razvoj institucionalnih investitora pa će se nedepozitni segment financijskog sustava brže razvijati od depozitnog ako su porezna pravila takva da ih čine atraktivnima za ulaganje u usporedbi s primjerice, depozitima.<sup>98</sup>

U Hrvatskoj je jedan od ograničavajućih činitelja daljnjeg razvoja institucionalnih investitora nedovoljno razvijeno tržište kapitala, visoka razina javnog duga te nedovoljna potražnja za nedepozitnim ulaganjima zbog visoke averzije prema riziku. Procjenjuje se da će usprkos sve većem utjecaju nedepozitnih financijskih institucija, daljnjem širenju tržišta, novim financijskim uslugama i stručnosti investitora, udio bankovnog sektora u ukupnom financijskom sustavu Hrvatske i dalje ostati dominantan i relativno stabilan.

Poseban poticaj razvoju nove strukture hrvatskoga financijskog sustava ostvaren je osnivanjem obveznih mirovinskih fondova koji su uvelike utjecali na rast potražnje na domaćem tržištu kapitala. Činjenica je da su velikim priljevom štednje mirovinski fondovi akumulirali velike iznose kapitala što se reflektira na aktivnije trgovanje vrijednosnim papirima, a posebno obveznicama. U dugom roku ako se ne smanji visoka stopa zaduživanja države mirovinski fondovi se izlažu potencijalnom riziku nesolventnosti države. Znatan utjecaj na rast i razvoj hrvatskoga financijskog tržišta u posljednjih nekoliko godina imali su i investicijski fondovi. Očekuje se daljnje povećanje broja i vrsta fondova (fondovi koji ulažu u nekretnine, fondovi rizičnog kapitala itd.).

---

<sup>98</sup> Ibid., str. 175.

Na hrvatskim tržištima kapitala još uvijek se trguje osnovnim vrstama vlasničkih ili dužničkih vrijednosnih papira, ali u nezadovoljavajućem opsegu i prometu. Stoga je potrebno raditi na jačanju tržišta i uvođenju novih tržišnih instrumenata, unaprjeđivanjem institucija i organizacija nužnih za funkcioniranje tržišta kapitala. Potrebna je koordinirana i usmjerena akcija svih sudionika tržišta, a posebno Ministarstva financija, regulatornih i nadzornih tijela te financijskih posrednika.<sup>99</sup>

Usporavanje gospodarskog rasta, porast nezaposlenosti i smanjenje realnih dohodaka ugrožavaju razvoj financijskog sustava. Sudjelovanje na tržištu kapitala moglo bi se potaknuti uvrštavanjem dionica najvećih kompanija te provođenjem financijske edukacije javnosti.

---

<sup>99</sup> Olgic Drazenovic, B. (2012), op. cit., str. 176.

## 5. ZAKLJUČAK

Odgovor na prvo istraživačko pitanje „Što je kapital i koje vrste tržišta postoje?“ otkriva da je tržište kapitala dio financijskog tržišta koje obuhvaća trgovinu financijskim instrumentima na uređenom tržištu i izvan njega. Najčešće se na tržištu kapitala trguje dionicama i obveznicama s rokom dospijeca duljim od jedne godine. Ono ima funkciju prijenosa sredstava od ekonomskih subjekata s viškom prema ekonomskim subjektima s manjkom financijskih sredstava, a sve u vidu daljnjeg investiranja prikupljenih sredstava. Tržište kapitala dijeli se na dogovoreno tržište i tržište vrijednosnih papira. Tržište vrijednosnih papira podijeljeno je na primarno i sekundarno tržište. Postoje dva tipa sekundarnih burzi, a to su organizirane burze i izvan burzovna tržišta. Burza i OTC tržište dio su organiziranih burzi.

Odgovor na drugo i treće istraživačko pitanje „Koliki utjecaj ima tržište kapitala na gospodarstvo neke zemlje?“ te „Koliki je utjecaj tržišta kapitala na gospodarstvo Republike Hrvatske?“, je da je utjecaj poprilično velik. Burza se smatra jednom od najrelevantnijih mjera financijskog tržišta koje ponajprije stvara novac potreban za poslovanje, bilo postojeće ili početno. Rast ili pad vrijednosnih papira pokazatelj je pozitivnog odnosno negativnog očekivanja investitora.

Tržište kapitala smatra se mjerom nacionalnoga gospodarstva zato što otkriva kratkoročna zbivanja u gospodarstvu, bila ona pozitivna ili negativna. Najbolji primjer takvog zbivanja je najveći privatni subjekt koncern Agrokor d.d. koji je zbog svojih problema uzrokovao stagniranje investicijskih aktivnosti te rasta tržišnih pokazatelja. Negativna zbivanja dovela su do višemjesečne obustave trgovanja dionicama društva u kojima je taj koncern bio većinski dioničar. Navedena zbivanja obilježila su gospodarske rezultate 2017. godine te utjecala na trgovanje dionicama i na ukupnom tržištu.

Kretanje cijena na burzi izražava pozitivno ili negativno mišljenje o budućem razvoju gospodarske aktivnosti. Ako one rastu, znači da se stvari kreću u pozitivnom smjeru i obrnuto, ako padaju, znači da stanje u gospodarstvu postaje zabrinjavajuće

Jedan od primjera je i krah na Wall Streetu 2008. godine. Krizu na burzi pratila je i gospodarska kriza koja je tada zahvatila i druge zemlje.

Posljedice te krize vidljive su se na primjeru INA-e kao i na gospodarstvu u tom razdoblju.

Navedene činjenice pravi su pokazatelji pozitivnih i negativnih učinaka burze na gospodarstvo. S jedne strane nekontrolirano i nerealno poslovanje na burzama može utjecati

na ukupnu gospodarsku situaciju, a s druge pomoću tržišta kapitala poduzeća i države mogu vrlo brzo doći do financijskih sredstava po povoljnijim uvjetima koji ih pomažu u daljnjem razvitku kao na primjeru tvrtke Ledo d.o.o.

## POPIS LITERATURE

### Knjige

1. Andrijanić, I. (2015), Poslovanje na burzama: Načela i praksa, Zagreb: Visoko učilište Effectus
2. Belak, V. (2008), Tajne tržišta kapitala, Zagreb: Belak excellens d.o.o.
3. Čačić, B. (2014), Financijska tržišta i institucije u Republici Hrvatskoj, Osijek: Sveučilište J. J. Strossmayera
4. Foley, B. J. (1998): Tržišta kapitala, Zagreb: Mate d.o.o.
5. Grizelj, S. (2016), Utjecaj financijskog sustava na gospodarski rast, Split: Ekonomski fakultet
6. Grubišić, Z. (2008), Osnovi finansijskih tržišta, Beograd: Univerzitet Braća Karić
7. Ivanov, M. (2005), Financijski sustav i makroekonomska stabilnost, Zagreb: Adverta
8. Jeremić, Z. (2012), Finansijska tržišta i finansijski posrednici, Beograd: Univerzitet Singidunum.
9. Jurkić, Z. (2016), Stabilnost hrvatskog financijskog sustava, Koprivnica: Sveučilište sjever
10. Klačmer, M. (2009), Financijske institucije i tržište kapitala, Varaždin: Fakultet organizacije i informatike
11. Leko, V. (2004), Financijske institucije i tržišta I, pomoćni materijali za izučavanje, Zagreb: Mikrorad
12. Lovrinović, I. (1997), Novčano tržište: srce financijskog tržišta, Zagreb: O-tisak
13. Mishkin, F., Eakins, S. (2005), Financijska tržišta i institucije – četvrto izdanje, Zagreb: Mate d.o.o.
14. Nikolić, N., Pečarić, M. (2007), Osnove monetarne ekonomije, Split: Naklada Protuđer
15. Novak, B. (1999), Financijska tržišta i institucije, Osijek: Grafika
16. Novak, B. (2005), Financijska tržišta i institucije, Osijek: Ekonomski fakultet
17. Olgić Draženović, B. (2007), Državne obveznice i utjecaj na razvoj hrvatskog financijskog tržišta, Zagreb: Ekonomski fakultet
18. Olgić Draženović, B. (2012), Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, Rijeka: Ekonomski fakultet
19. Pojatina, D. (2000), Tržište kapitala, Split: Ekonomski fakultet Split

20. Prohaska, Z. (1996), Analiza vrijednosnih papira, Zagreb: Infoinvest
21. Sabolić, D. (2013), Organizacija financijskih tržišta, Zagreb: FER
22. Samuelson A. (1992), Ekonomija, četrnaesto izdanje, Zagreb: Mate

### **Znanstveni članci**

1. Dabić S., Penavin S. (2009), Utjecaj obujma trgovanja na kretanje tržišnog indeksa Crobex. *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, Vol. XXII, No. 1
2. Davis, E. P. (2001), Multiple Avenues of Intermediation, *Corporate Finance and Financial Stability*, IMF Working paper, WP/01/115, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01115.pdf>
3. Cherif, M., Gazdar, K. (2010), Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis, *International Journal of Banking and Finance*, 1, 8, str.139-159.
4. Levine, R. (1997), Financial development and economic growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35, str. 688-786
5. Nižetić, R. (2011), Tržište novca – mjesto organiziranog trgovanja likvidnošću, *Zbornik radova konferencije: Hrvatski javni dug – upravljanje i izazovi tržišta*, Bajo, A., Ott, K., Mihaljek, D. (ur.), Zagreb: Institut za javne financije, str. 128-141.
6. Olgić Draženović, B. et al. (2015), Značaj institucionalnih investitora u evoluciji financijskih sustava, *Praktični menadžment*, Vol. VI, br. 1

### **Internetski izvori**

1. Hanfa, Što je tržište kapitala. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/getfile/39373/Što%20je%20tržište%20kapitala.pdf> (pristupljeno 9. listopada 2018.)
2. HNB, Financijski sustav RH. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh> (pristupljeno 29. rujna 2018.)
3. Hrportfolio, ZSE: u 2006. godini promet povećan 30,5%. Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/vijesti/trziste-kapitala/zse-u-2006-godini-promet-povecan-30-5-posto-2558> (pristupljeno 2. prosinca 2018.)

4. Hrvatska narodna banka, Uloga hrvatske narodne banke. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/uloga> (pristupljeno 2. studenoga 2018.)
5. HNB, financijski sustav RH. Dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh> (pristupljeno 26. rujna 2018.)
6. INA-Godišnje izvješće 2017. Dostupno na: [https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2018/INA\\_AR\\_2017\\_cro\\_30\\_4%20FINAL.pdf](https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2018/INA_AR_2017_cro_30_4%20FINAL.pdf) (pristupljeno 2. prosinca 2018.)
7. Izvor: Ina d.d., Ina u 2009. Dostupno na: [https://www.ina.hr/UserDocsImages/arhiva/investitori/objave/prezentacije//agm\\_prezentacija\\_hrv\\_180510.pdf](https://www.ina.hr/UserDocsImages/arhiva/investitori/objave/prezentacije//agm_prezentacija_hrv_180510.pdf) (pristupljeno 2. prosinca 2018.)
8. Narodne novine (2018), Zakon o tržištu kapitala, Zagreb, Narodne Novine d.d., 65/2018. Dostupno na: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018\\_07\\_65\\_1329.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_07_65_1329.html) (pristupljeno 24. studenoga 2018.)
9. Poslovni dnevnik, ZSE želi malim poduzetnicima otvoriti vrata tržišta kapitala. Dostupno na: <http://www.poslovni.hr/burze/zse-zeli-malim-poduzetnicima-otvoriti-vrata-trzista-kapitala-314868> (pristupljeno 2. prosinca 2018.)
10. Poslovni dnevnik, Leksikon, Tržište novca. Dostupno na <http://www.poslovni.hr/leksikon/trziste-novca-1052> (pristupljeno 29. rujna 2018.)
11. Poslovni dnevnik, financijske institucije, <http://www.poslovni.hr/leksikon/financijske-institucije-208>, (pristupljeno 7. listopada 2018.)
12. Poslovni dnevnik, tržište kapitala, <http://www.poslovni.hr/leksikon/trziste-kapitala-1051> (pristupljeno 12. listopada 2018.)
13. Poslovni dnevnik, emitent, <http://www.poslovni.hr/leksikon/emitent-300> (pristupljeno 15. listopada 2018.)
14. Poslovni dnevnik, dionice, <http://www.poslovni.hr/leksikon/dionice-277> (pristupljeno 20. listopada 2018.)
15. Poslovni dnevnik, obveznica, <http://www.poslovni.hr/leksikon/obveznica-987>, (pristupljeno 20. listopada 2018.)
16. Poslovni savjetnik, Ledo prikupio 750 milijuna kuna. Dostupno na: <http://www.poslovni-savjetnik.com/aktualno/ledo-prikupio-750-milijuna-kuna>, (pristupljeno 1. prosinca 2018.)



17. Tržište novca, <http://www.trzistenovca.hr/Home/SysHtmlPage?sistemskaInstancaPodatakaId=1> (pristupljeno 27. listopada 2018.)
18. ZSE, Povijest Zagrebačke burze, Dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=26> (pristupljeno 24. studenoga 2018.)
19. ZSE, Vlasnička struktura Zagrebačke burze, Dostupno na: <http://www.zse.hr/userdocsimages/vlas/2018-10-31%20Vlasni%C4%8Dka%20struktura.pdf> (pristupljeno 24. studenoga 2018.)
20. ZSE, Indeks CROBIS, Odluka o obvezničkom indeksu Zagrebačke burze. Dostupno na: [http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti\\_indeksi/CROBIS\\_20130219130236-CROBIS-odluka.pdf](http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti_indeksi/CROBIS_20130219130236-CROBIS-odluka.pdf) (pristupljeno 24. studenoga 2018.)
21. ZSE, Indeks CROBEXplus, Odluka o indeksu CROBEXplus i sektorskim indeksima. Dostupno na: [http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti\\_indeksi/CROBEXplus\\_20130219132003-2012-02-07-CROBEXplus-Odluka.pdf](http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti_indeksi/CROBEXplus_20130219132003-2012-02-07-CROBEXplus-Odluka.pdf) (pristupljeno 24. studenoga 2018.)
22. ZSE, Indeks Crobex10, Odluka o indeksu CROBEX10. Dostupno na: [http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti\\_indeksi/CROBEX10\\_20170209142623-2017-CROBEX10-Odluka.pdf](http://www.zse.hr/UserDocsImages/dokumenti_indeksi/CROBEX10_20170209142623-2017-CROBEX10-Odluka.pdf) (pristupljeno 24. studenoga 2018.)

## **Ostalo**

1. Miloš Sprčić, D. (n.d.), Osnove financiranja poduzeća: financijsko okruženje poduzeća, dostupno na: [http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofp-materijali/OFP-2.FINANCIJSKO\\_OKRUZENJE.pdf](http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofp-materijali/OFP-2.FINANCIJSKO_OKRUZENJE.pdf) (pristupljeno 17. listopada 2018.)
2. Zakon o tržištu kapitala, NN 65/18, dostupno na: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018\\_07\\_65\\_1329.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_07_65_1329.html) (pristupljeno 20. listopada 2018.)
3. HANFA (2018), Godišnje izvješće za 2017. godinu, Zagreb: D.S.M. grafika, [https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017\\_web.pdf](https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf) (pristupljeno 20. listopada 2018.)

## POPIS SLIKA, GRAFIKONA I TABLICA

### Slike

Slika 1. Kružni tok gospodarstva .....	6
Slika 2. Ustroj financijskog tržišta .....	13
Slika 3. Tržište kapitala u najširem smislu.....	19
Slika 4. Primarno i sekundarno tržište kapitala.....	25
Slika 5. Poslovni rezultat sedam najvećih kompanija u 2017. godini.....	40
Slika 8. Prednosti i nedostaci izlaska na tržište kapitala .....	45
Slika 6. Prednosti emisije vrijednosnih papira .....	46
Slika 7. Nedostaci emisije vrijednosnih papira .....	47

### Grafikoni

Grafikon 1. Vlasnička struktura Zagrebačke burze na dan 31. listopada 2018.....	36
Grafikon 2. Kretanje prometa unutar knjige ponuda (mil. kn).....	42
Grafikon 3. Kretanje prometa dionicama .....	42
Grafikon 4. Kretanje prometa obveznicama .....	43
Grafikon 5. Dioničarska struktura INA-e.....	48
Grafikon 6. Investicije INA-e od 200. do 2009. godine.....	49
Grafikon 7. Broj zaposlenih u INA-Grupi po godinama.....	50
Grafikon 8. Dobit financijske godine u mil. kn.....	51

### Tablice

Tablica 1. Sastav CROBEX-a .....	38
Tablica 2. Broj financijskih instrumenata na uređenom tržištu i MTP-u 31. prosinca 2017. ..	41

# ŽIVOTOPIS



## Europass Životopis

### Osobni podaci

Prezime / Ime

Adresa(e)

Broj mobilnog telefona

E-mail

Državljanstvo

Datum rođenja

Spol

### Radno iskustvo

#### Studentski poslovi

1. 2018. – danas

### Obrazovanje osposobljavanje

### Banjeglav Lea

Prilaz Kovačima 7, 10408 Velika Mlaka, Hrvatska

+385 91 9767222

banjeglav.lea@gmail.com

Hrvatsko

9. 9. 1993.

Žensko

### Poslovna tajnica

Opis posla:

Administrativni poslovi:

- URA, IRA, pripremanje dokumenata za knjigovodstvo
- knjiženje URA/IRA, materijalnih troškova zaposlenika
- putni nalozi
- nabava uredskih potrepština
- administrativna podrška upravi
- poslovna korespondencija

Logistika i nabava:

- korespondencija s klijentima, procesuiranje i realizacija naloga
- naručivanje i kontrola međunarodnog i domaćeg prijevoza

KUMAL S d.o.o.

Proizvodnja i prodaja građevinskih materijala

### Povremeni studentski posao

Opis posla:

2017. – 2018.

- unošenje reklamacija u portal
- unošenje garantnih listova u SAP
- administrativni poslovi

VISSMANN d.o.o.

Trgovina, instalacijski radovi i grijanje

i Međunarodno sveučilište Libertas  
Diplomski stručni studij  
Smjer: Menadžment

10. 2012. – 2. 2016.

**Stručni prvostupnik ekonomije**

Ekonomski fakultet Zagreb

Preddiplomski stručni studij „Poslovna ekonomija“

Smjer: Trgovinsko poslovanje

**Osobne vještine i kompetencije**

Materinski jezik

Hrvatski

Drugi jezici

	Razumijevanje		Govor		Pisanje
	Slušanje	Čitanje	Govorna interakcija	Govorna produkcija	
Engleski	<b>B2</b>	<b>B1</b>	<b>B1</b>	<b>A2</b>	<b>B1</b>
Njemački	<b>A2</b>	<b>A2</b>	<b>A1</b>	<b>A1</b>	<b>A2</b>

(\*) *Zajednički europski referentni okvir za jezike*

Društvene vještine i kompetencije

Komunikativnost, timski rad

Organizacijske vještine i kompetencije

Organiziranost, fleksibilnost

Računalne vještine i kompetencije

Microsoft office

Druge vještine i kompetencije

Upornost, rad pod pritiskom

Vozačka dozvola

B kategorija