

# TRŽIŠTE KAPITALA U FUNKCIJI FINANCIRANJA PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ

---

**Peić, Veronika**

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

**2019**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Polytechnic of  
Sibenik / Veleučilište u Šibeniku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:143:840763>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-03-12**

*Repository / Repozitorij:*

[VUS REPOSITORY - Repozitorij završnih radova  
Veleučilišta u Šibeniku](#)



**VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU**  
**ODJEL MENADŽMENT**  
**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**  
**MENADŽMENT**

**Veronika Peić**

**TRŽIŠTE KAPITALA U FUNKCIJI FINANCIRANJA**  
**PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

**Diplomski rad**

**Šibenik, 2019.**

**VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU**  
**ODJEL MENADŽMENT**  
**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**  
**MENADŽMENT**

**TRŽIŠTE KAPITALA U FUNKCIJI FINANCIRANJA**  
**PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

**Diplomski rad**

**Kolegij:** Financijske institucije i tržišta

**Mentor:** Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.

**Studentica:** Veronika Peić

**Broj indeksa:** 1219048681

**Šibenik, rujan 2019.**

# SADRŽAJ

|   |    |
|---|----|
| <b>1. UVOD</b> .....  | 1  |
| <b>2. POJMOVI, PODJELE I ULOGE TRŽIŠTA KAPITALA</b> .....                               | 2  |
| <b>2. 1. Pojam tržište kapitala</b> .....   | 2  |
| <b>2. 2. Podjele tržišta kapitala</b> .....   | 3  |
| <b>2. 3. Funkcije i uloga tržišta kapitala</b> .....                                    | 7  |
| <b>2. 4. Pretpostavke funkcioniranja tržišta kapitala</b> .....                         | 8  |
| <b>2. 5. Organizirano tržište kapitala</b> .....  | 9  |
| 2. 5. 1. Vrste burzi.....   | 10 |
| 2. 5. 2. Ciklusi bikovskog i medvjedeg tržišta .....                                    | 12 |
| 2. 5. 3. Burzovni indeksi.....  | 12 |
| <b>3. FINANCIRANJE PODUZEĆA</b> .....   | 14 |
| <b>3. 1. Struktura kapitala</b> .....   | 15 |
| <b>3. 2. Pribavljanje kapitala</b> .....  | 15 |
| <b>3. 3. Izvori financiranja poduzeća</b> .....   | 17 |
| 3. 3. 1. Izvori financiranja prema vlasništvu.....                                      | 17 |
| 3. 3. 2. Izvori financiranja prema ročnosti.....  | 19 |
| <b>4. TRŽIŠTE KAPITALA U FUNKCIJI FINANCIRANJA PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ</b> ..... | 23 |
| <b>4. 1. Specifičnosti razvoja hrvatskog tržišta kapitala</b> .....                     | 26 |
| <b>4. 2. Institucije tržišta kapitala</b> .....   | 27 |
| 4. 2. 1. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.....                           | 27 |
| 4. 2. 2. Središnje klirinško depozitarno društvo.....                                   | 29 |
| 4. 2. 3. Posrednici u prometu vrijednosnim papirima.....                                | 30 |
| <b>4. 3. Zakonski okvir i uređenje tržišta kapitala u RH</b> .....                      | 30 |
| 4. 3. 1. Zakon o tržištu kapitala.....  | 30 |
| 4. 3. 2. Zakon o investicijskim fondovima .....   | 32 |
| 4. 3. 3. Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima.....                         | 33 |
| 4. 3. 4. Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava .....                          | 33 |
| 4. 3. 5. Zakon o leasing .....  | 34 |
| <b>5. TRŽIŠTE KAPITALA U RH NA PRIMJERU ZAGREBAČKE BURZE</b> .....                      | 35 |
| <b>5. 1. Zagrebačka burza</b> .....   | 35 |
| <b>5. 2. Organizacija ZSE</b> .....   | 37 |
| <b>5. 3. Trgovanje na Zagrebačkoj burzi</b> .....                                       | 38 |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>5. 4. Pojam i indeksi Zagrebačke burze.....</b>       | <b>39</b> |
| <b>5. 5. Analiza trgovanja na Zagrebačkoj burzi.....</b> | <b>41</b> |
| <b>6. ZAKLJUČAK .....</b>                                | <b>43</b> |
| <b>LITERATURA.....</b>                                   | <b>45</b> |

# TEMELJNA DOKUMENTACIJSKA KARTICA

---

Veleučilište u Šibeniku  
Odjel: Menadžment  
Specijalistički diplomski stručni studij Menadžment

Diplomski rad

## TRŽIŠTE KAPITALA U FUNKCIJI FINANCIRANJA PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ

VERONIKA PEIĆ

Sulkovci 43a, 34310 Pleternica, [vpeic@vus.hr](mailto:vpeic@vus.hr)

### Sažetak

Tema ovoga rada je tržište kapitala općenito i tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj te njegova uloga u financiranju poduzeća. Kroz rad će se saznati nešto više o tržištu kapitala, investicijskim društvima, mjestima trgovanja, transparentnosti te drugim elementima financijskog tržišta i njegovog utjecaja, kako na poduzeća, tako i na cjelokupno tržište kapitala u Republici Hrvatskoj. U radu će se analizirati financijski sustav, odnosno, tržište kapitala koje zauzima posebno mjesto na financijskom tržištu, njegove institucije koje posreduju na istome, kao i financijski instrumenti kojima posluje na tržištu. Tržište kapitala dio je financijskog tržišta koje obuhvaća trgovinu financijskim instrumentima na uređenom tržištu i izvan njega. Na tržištu kapitala najčešće se trguje vrijednosnim papirima koji mogu biti kratkoročni i dugoročni, ovisno o tome je li dospijeće duga kraće ili duže od godinu dana. Važnu ulogu na hrvatskom tržištu kapitala imaju mirovinski i investicijski fondovi, osiguravajuća društva i poslovne banke koji najviše ulažu u instrumente tržišta kapitala. Kroz rad će se analizirati burzovna tržišta na kojima se trguje vrijednosnim papirima, a posebna pozornost posveti će se Zagrebačkoj burzi.

Rad je pohranjen u: Knjižnici Veleučilišta u Šibeniku

Ključne riječi: *tržište kapitala, financijski sustav, financijski instrumenti, vrijednosni papiri, burzovna tržišta*

Mentor: Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.

Rad je prihvaćen za obranu:

**CAPITAL MARKET IN THE COMPANY FINANCING FUNCTION IN  
THE REPUBLIC OF CROATIA**

VERONIKA PEIĆ

Sulkovci 43a, 34310 Pleternica, [vpeic@vus.hr](mailto:vpeic@vus.hr)

Abstract

The topic of this paper is the capital market in general and the capital market in the Republic of Croatia and its role in financing companies. Through the work, they will learn more about the capital market, investment firms, trading venues, transparency and other elements of the financial market and its impact, both on companies and on the overall capital market in the Republic of Croatia. The paper will analyze the financial system, that is, the capital market, which occupies a special place in the financial market, its institutions that mediate the same, as well as the financial instruments it operates on the market. The capital market is a part of the financial market that includes trading in financial instruments on and off the regulated market. In the capital market, the most commonly traded securities are short- and long-term securities, depending on whether the maturity of the debt is shorter or longer than one year. An important role in the Croatian capital market is played by pension and investment funds, insurance companies and commercial banks, which invest the most in capital market instruments. The paper will analyze the stock markets in which securities are traded, and special attention will be given to the Zagreb Stock Exchange.

Paper deposited in: Library of Polytechnic in Šibenik

Keywords: *capital market, financial system, financial instruments, valuable papers, stock markets*

Supervisor: Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.

Paper accepted:



## 1. UVOD

Predmet ovoga rada je tržište kapitala općenito te njegova funkcija u financiranju poduzeća u Republici Hrvatskoj. Njegov je cilj prikazati i pojasniti izvore i načine financiranja poduzeća te objasniti tržište kapitala i njegovu ulogu u financiranju poduzeća. Posebna važnost dat će se dugoročnom financiranju na tržištu kapitala na primjeru *Zagrebačke burze*.

Tržište kapitala je organizirano tržište na kojem se članovi tržišta, koji predstavljaju investitore, sastaju radi kupnje i prodaje vrijednosnih papira. U praksi je to mnogo kompleksnije te je isprepletenost tržišta kapitala i novčanog tržišta tolika da je teško jednoznačno iz definicije jednog te pojašnjenja značaja svakog od njih izdvojiti ulogu drugog.

U drugom dijelu rada objasnit će se pojam tržišta kapitala, njegova uloga u financiranju poduzeća, a zatim i podjele tržišta kapitala prema različitim autorima. Analizirat će se i pretpostavke funkcioniranja tržišta kapitala. Posebno će se opisati organizirano tržište kapitala, objasniti pojam burze i prikazati podjela burze te oprimjeriti s najvećim svjetskim burzama. Pozornost će se posvetiti karakteristikama burzi, burzovnim indeksima, *bear* i *bull* trgovanju na burzi.

U trećem dijelu rada definirat će se financiranje poduzeća, objasniti izvori financiranja poduzeća nakon čega će se veća pozornost pridodati tržištu kapitala kao izvoru financiranja poduzeća te njegovim mogućnostima i načinima djelovanja kojima utječe na financijski razvoj poduzeća, strukturi i pribavljanju kapitala. Prikazat će se vrste financiranja poduzeća prema vlasništvu i ročnosti te vrijednosnicama putem tržišta kapitala.

Četvrti dio objašnjava specifičnosti razvoja hrvatskog tržišta kapitala, njegove institucije i institucije za nadzor kao što su HANFA i SDKK. Donosi se i prikaz zakonskog okvira u uređenju tržišta kapitala u RH. Posebna pozornost posvećuje se *Zakonu o tržištu kapitala*, a opisuju se i drugi zakoni toga tržišta.

U petom dijelu proučava se tržište kapitala u Republici Hrvatskoj na primjeru *Zagrebačke burze*. Opisuje se organizacija ZSE, analizira trgovanje na burzi i objašnjavaju burzovni indeksi ZSE te navode primjeri. Analizira se trgovanje na *Zagrebačkoj burzi*. Kroz primjer *Zagrebačke burze* поближе će se prikazati kako tržište kapitala djeluje na financiranje poduzeća u Republici Hrvatskoj.

## 2. POJMOVI, PODJELE I ULOGE TRŽIŠTA KAPITALA

Pojmom *tržište kapitala* i ostalim pojmovima koji se javljaju uz njega bavili su se u svojim znanstvenim istraživanjima različiti autori, proučavali njihovu ulogu i karakteristike te analizirali podjele. U sljedećim poglavljima osvrnut ćemo se na pojedine dijelove iz djela pojedinih autora u kojima su se bavili ovom temom.

### 2. 1. Pojam tržište kapitala

Jedan od najvažnijih dijelova financijskog tržišta je *tržište kapitala* jer osigurava opći razvoj i izgradnju tržišnog gospodarstva neke zemlje. Uspostavljanjem makroekonomske stabilnosti i reintegracijom u svjetske privredne i financijske tokove, stvaraju se uvjeti za razvoj nacionalnog tržišta kapitala. Bez tržišta novca i tržišta kapitala ne bi moglo doći do ekonomskog rasta gospodarstva.

Prohaska *tržište kapitala* definira kao skup odnosa ponude i potražnje za financijskim sredstvima na rok duži od jedne godine. Ono je institucionalno uređeno i određeno zakonodavnom i pravnom regulativom u cilju uspostavljanja efikasnog, sigurnog i likvidnog tržišta.<sup>1</sup>

Uz pojam *tržište kapitala*, koristi se i pojam *sudionika* na tržištu kapitala, a najčešće se *sudionici* grupiraju kao:

a) **investitori** – posjeduju slobodna financijska sredstva, bez njih tržište ne bi moglo djelovati. Njihovo uspješno ulaganje temelji se na uspješnoj i točnoj prosudbi vrijednosti investicije u koju se ulaže. Bit uspješnosti je kupovanje u pravom vremenskom trenutku kad je cijena investicije niža u odnosu na svoju pravu vrijednost,

b) **korisnici kapitala** - trgovačka društva ili drugi pravni entiteti koji vrše emisiju vrijednosnih papira, oni su izdavatelji vrijednosnih papira koji u emisiji prikupljaju kapital za proširenje svoje djelatnosti. Do kapitala mogu doći na različite načine. Osim prodajom vrijednosnih papira, mogu se zadužiti kod banaka ili dobavljača opreme, a odabir financiranja emisijom

---

<sup>1</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Prohaska u: Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 18.-19., pregled. 15. 2. 2019.

vrijednosnih papira pokazuje da u bilanci žele imati što veću glavnice u odnosu na posuđenu imovinu,

c) **posrednici** – banke, burze, brokerska društva i ostale financijske institucije koje djeluju između investitora i korisnika kapitala na način koji je propisan zakonima i pod strogim je nadzorom državnih tijela. Nadzor i visoka profesionalnost brokera omogućavaju korisnicima kapitala da ne prevare investitore, eventualno uzimajući njihov novac za sumnjive projekte i osobno bogaćenje,

d) **država**.

*Tržište kapitala* organizirano je financijsko tržište određeno ponudom i potražnjom slobodnih vrijednosnih papira. Ono povezuje ponudu i potražnju za kapitalom u kojem se spajaju imatelji viška financijskih sredstava i tražitelji financijskih sredstava.

*Tržište kapitala* najzaslužnije je za prikupljanje dugoročnih novčanih sredstava potrebnih poduzeću za razvoj perspektivne dugoročne strategije. Takvi uvjeti omogućavaju pravnim subjektima s kredibilitetom prikupljanje kapitala u zamjenu za izdavanje vrijednosnih papira. Kapital koji predstavlja novac na tržištu kapitala ima ulogu korištenja u investicijske svrhe.<sup>2</sup>

*Tržište kapitala* (engl. *capital market*, njem. *Kapitalmarkt*) je tržište dugoročnog kapitala, odnosno tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Sa stajališta pribavljanja novca izuzetno je važno za poslovanje i proširenje poslovanja poduzeća jer se na tržištu kapitala zadovoljava najveći dio potreba poduzeća za kapitalom.

## 2. 2. Podjele tržišta kapitala

Tržište kapitala u najširem smislu riječi dijeli se na dvije sastavnice:

1. **tržište dionica**<sup>3</sup>, tj. vlasničkih vrijednosnih papira i
2. **tržište obveznica**<sup>4</sup>, tj. dužničkih vrijednosnih papira<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Prohaska u: Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 54., pregled: 15. 2. 2019.

<sup>3</sup> *Dionica* je vlasnički vrijednosni papir koji predstavlja pravo vlasništva u određenom dioničkom društvu., [http://www.poba.hr/get\\_file.php?d=brosura\\_financijski\\_instrumenti\\_i\\_pripadajuci\\_rizici.pdf](http://www.poba.hr/get_file.php?d=brosura_financijski_instrumenti_i_pripadajuci_rizici.pdf), pregled: 28. 3. 2019.

<sup>4</sup> *Obveznica* je dužnički vrijednosni papir, za razliku od dionice koja je vlasnički vrijednosni papir, što znači da imatelju obveznice u određenom roku pripada pravo na povrat određenog iznosa glavnice i pripadajuće kamate., [http://www.poba.hr/get\\_file.php?d=brosura\\_financijski\\_instrumenti\\_i\\_pripadajuci\\_rizici.pdf](http://www.poba.hr/get_file.php?d=brosura_financijski_instrumenti_i_pripadajuci_rizici.pdf), pregled: 28. 3. 2019.

<sup>5</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 54.

Osim financijskih tržišta dionica i obveznica, postoje i devizna financijska tržišta te tržišta derivatnih (izvedenih<sup>6</sup>) financijskih instrumenata.<sup>7</sup>

Druga je podjela u širem smislu na:

1. **dogovorno tržište** ili **tržište kredita** te
2. **tržište vrijednosnih papira**, koje se smatra i tržištem kapitala u užem smislu.

**Dogovorno tržište ili tržište kredita** je dio tržišta novca, odnosno ponude i potražnje financijskih sredstava s kratkim rokom raspolaganja, a još obuhvaća tržište kratkoročnih kredita, tržište kratkoročnih vrijednosnih papira i međubankovno tržište novca. Tržište novca i tržište kapitala zajedno čine **tržište kredita**.

**Tržište vrijednosnih papira** je spoj ponude i potražnje po vrijednosnim papirima, a pravila trgovanja unaprijed su određena (ovisno o tome je li *tržište organizirano* ili ne). Drugim riječima, to je mjesto na kojem se susreću burzovni posrednici i u ime svojih klijenata ili sebe kupuju i prodaju dionice i druge vrijednosnice. Vrijednosnice se obično dijele na:

1. **tržišne** - one s kojima se trguje na organiziranom tržištu (burzi),
2. **netržišne** - one koje ne kotiraju na organiziranom tržištu, već se poslovi s njima izvode direktno bez posrednika i nadzora bilo koje institucije. Često su netržišne vrijednosnice izuzetno nelikvidne i teško ih je prodati.<sup>8</sup>

Autorica B. Olgić Draženović dijeli tržište kapitala strukturno gledano u širem smislu na:

1. **tržište dugoročnih vrijednosnih papira, otvoreno tržište ili tržište efekata** - tržište na kojem je kapital dostupan cijeloj javnosti,
2. **tržište dugoročnih kredita ili ugovorno tržište** koje se zasniva na bilateralnim odnosima.<sup>9</sup>

U užem smislu se pod tržištem kapitala podrazumijeva **tržište dugoročnih vrijednosnih papira**. Ovo tržište važan je faktor tržišnog gospodarstva jer omogućava pristup kapitalu i potencijalnim

---

<sup>6</sup> Izvedenice ili derivatni financijski instrumenti svoju vrijednost izvode iz vrijednosti osnovnog instrumenta. To su opcije, budućnosnice, zamjene, financijski ugovori za razlike., [http://www.poba.hr/get\\_file.php?d=brosura\\_financijski\\_instrumenti\\_i\\_pripadajuci\\_rizici.pdf](http://www.poba.hr/get_file.php?d=brosura_financijski_instrumenti_i_pripadajuci_rizici.pdf), pregled: 20. 2. 2019.

<sup>7</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 18., pregled: 30. 3. 2019.

<sup>8</sup> <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/trziste-vrijednosnica.html>, pregled: 19. 01. 2019.

<sup>9</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 18., pregled: 30. 3. 2019.

ulagačima. Vrijednosni papiri, odnosno njihovo tržište, osiguravaju najvažnije osobine financijskog tržišta, a to su učinkovitost, transparentnost i kompetitivnost.<sup>10</sup> Može biti:

1. **primarno** - emisijsko tržište na kojem se vrijednosni papiri nude po prvi puta na kupnju investitorskoj javnosti.<sup>11</sup> Emisijom vrijednosnih papira prikuplja se nepotrošeni dohodak investitora i povećava kapital izdavatelja ako se radi o emisiji dioničkog kapitala. Dugoročno se posuđuje kapital ako se radi o emisiji duga ili obveznica. Primarna tržišta omogućavaju mobiliziranje decentralizirane štednje stanovništva u privredne svrhe, čime se povećava imovina privrede ili prihodi vlada i institucija javnog sektora. Većina transakcija odvija se putem investicijskih banaka.<sup>12</sup>

Ukoliko se određenim papirima trguje po prvi puta tada je riječ o primarnom tržištu.

Primarna tržišta su tržišta na kojima korisnici sredstava (npr. korporacije) prikupljaju sredstva putem novih emisija financijskih instrumenta - dionica i obveznica. Korisnici sredstava raspolažu novim projektima ili proširenim proizvodnim potrebama, no nemaju dovoljno sredstava koja sami stvaraju (npr. *zadržana dobit*<sup>13</sup>) da bi podržali te potrebe. Stoga izdaju vrijednosne papire na vanjskim primarnim tržištima da bi dobili dodatna sredstva.<sup>14</sup>

Izdavanjem vrijednosnih papira na primarnom tržištu uz pomoć investicijske banke, korisnik sredstava smanjuje rizik i troškove samostalnog stvaranja tržišta. Umjesto javne ponude, prodaja na primarnom tržištu može imati oblik privatnog plasmana. Uz pomoć privatnog plasmana, izdavač vrijednosnih papira pokušava pronaći institucionalnog kupca kao što je mirovinski fond ili skupinu kupaca radi kupovine cijele emisije.

Nakon izdavanja financijskih instrumenata, poput dionica, na primarnim tržištima, njima se dalje trguje odnosno ponovo ih se kupuje i prodaje na sekundarnim tržištima.

2. **sekundarno** - tržište na kojem se obavlja stalna kupoprodaja već emitiranih vrijednosnih papira koji su u ruke investitora došli rasprodajom na primarnom tržištu (**transakcijsko tržište**).<sup>15</sup> Kupci vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu su ekonomski

---

<sup>10</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 18., pregled: 30. 3. 2019.

<sup>11</sup> <https://www.agram-brokeri.hr/default.aspx?id=1981062>, pregled: 28. 3. 2019.

<sup>12</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 18., pregled: 30. 3. 2019.

<sup>13</sup> *Zadržana dobit* (engl. *retained earnings*, njem. *einbehaltener, unverteilter, nicht ausgeschütteter*) je dio vlasničke glavnice poduzeća koji je nastao akumuliranjem, zadržavanjem dijela ostvarene dobiti iz prethodnih obračunskih razdoblja. Nalazi se u pasivi bilance stanja i pokazuje vrijednost kapitala vlasnika običnih dionica., <http://www.poslovni.hr/leksikon/zadrzana-dobit-1584>, pregled: 11. 6. 2019.

<sup>14</sup> Mishkin, F. S., Eakins, S. G.: *Financijska tržišta + institucije*, Mate d. o. o., 2005., str. 19.

<sup>15</sup> <http://www.poslovni.hr/leksikon/sekundarno-trziste-1698>, pregled: 28. 3. 2019.

subjekti (potrošači, poduzetnici i vlada) s viškom sredstava. Prodavatelji financijskih instrumenata na sekundarnim tržištima su ekonomski subjekti kojima trebaju sredstva.<sup>16</sup>

Sekundarna tržišta nude pogodnosti dobavljačima, ali i korisnicima sredstava jer osiguravaju likvidnost i informacije o vrijednosti njihova ulaganja ili cijenama kao vrijednosti eminenta iz perspektive investitora. Funkcija sekundarnih tržišta je osiguravanje likvidnosti financijskih instrumenata i određivanje cijene u procesu trgovanja.<sup>17</sup> Bez toga bi funkcioniranje primarnog tržišta bilo dovedeno u pitanje.

Postojanje sekundarnog tržišta čini djelovanje primarnog tržišta efikasnijim.<sup>18</sup> Na sekundarnim tržištima omogućuje se unovčenje ranijih ulaganja, tj. likvidnost investitora uz relativno stabilne izvore financiranja za emitenta. Sekundarno tržište je posebno važno kod vrijednosnica tržišta kapitala, vrijednosnica koje imaju dugi rok dospijeca, uslijed veće mogućnosti promjene cijena vrijednosnica i činjenice da je unovčenje vrijednosnica daleko u budućnosti, odnosno da su očekivani gotovinski tijekovi vremenski udaljeniji. Zbog nelikvidnosti i veće neizvjesnosti u slučaju da svoja potraživanja ne mogu unovčiti na sekundarnom tržištu, investitori bi bili neskloni ulaganju sredstava u ovakve vrijednosnice, što bi se uveliko odrazilo na obujam primarnog tržišta.<sup>19</sup>

Sekundarno tržište dijeli se na spontano i organizirano, a na njih se vezuju tercijarno i kvartarno tržište.<sup>20</sup>

3. treće ili **tercijarno** tržište odnosi se na trgovanje preko OTC tržišta (engl. *over the counter markets* – putem šaltera) vrijednosnim papirima uvrštenim na burzu,

4. četvrto ili **kvartarno** tržište označava izravno trgovanje investitora velikim blokovima vrijednosnih papira uvrštenih na burzu, ali bez posredovanja brokera.<sup>21</sup>

Osnovna i najjednostavnija podjela kapitala je podjela na:

1. **nacionalno** i

2. **međunarodno** tržište kapitala.

---

<sup>16</sup> Saunders, A., Millon Cornett, A., *Financijska tržišta i institucije*, Naklada Ljevak, Zagreb, 2006., str. 3.-5.

<sup>17</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 18., pregled: 30. 3. 2019.

<sup>18</sup> Foley, J. Bernard, *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1993., str. 6.

<sup>19</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, RRiF, Zagreb, 2006., str. 110.

<sup>20</sup> Orsag, S., Dedi, L., *Tržište kapitala*, Alca script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 22.

<sup>21</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 18.-19., pregled: 30. 3. 2019.

Na *nacionalnom* tržištu susreću se ponuda i potražnja unutar jedne zemlje, a ponuda i potražnja obavljaju se u nacionalnoj valuti. Jedno nacionalno tržište sastavni je dio međunarodnog tržišta kapitala.

Na *međunarodnom* tržištu kapitala trguje se između različitih zemalja i u različitim valutama i tu se mogu nabaviti vrijednosni papiri pojedine zemlje. Pristup međunarodnom tržištu imaju samo ovlaštene pravne osobe kao što su brokerska društva, banke ili investicijski fondovi.<sup>22</sup> Glavni korisnici tržišta kapitala su poduzeća, suverene vlade i nadnacionalna tijela kao što su *Svjetska banka* ili *Europska investicijska banka*.<sup>23</sup>

Prijenos novčanih sredstava na tržištu kapitala može se vršiti od subjekata s viškom financija prema onima s manjkom. Pokrivanje manjka postiže se prodajom vrijednosnih papira onim subjektima koji su voljni investirati i prenijeti višak svojih financijskih sredstava iz štednje u aktivne gospodarske tokove.<sup>24</sup>

### 2. 3. Funkcije i uloga tržišta kapitala

*Tržište kapitala* ključno je za pribavljanje novčanih sredstava potrebnih za poslovanje i ekspanziju dioničkih društava, ali i drugih organizacijskih oblika poduzeća jer predstavlja tržište za najveći dio dugoročnih potreba. To je stoga jer je tržište kapitala određeno kao tržište dugoročnih vrijednosnih papira u užem smislu, ali u širem kao tržište koje obuhvaća i dogovorno tržište dugoročnih kredita, tržište financiranja rizičnih poslova, odnosno dogovorno tržište glavnica.<sup>25</sup>

Javni sektor svojim zaduživanjem na tržištu kapitala ostvaruje niže troškove financiranja i 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 stanovništvo i investitore tržište kapitala predstavlja profitabilnu ulagačku opciju i alternativu bankovnom depozitu.

Tržište kapitala omogućava efikasno alociranje<sup>26</sup> kapitala od suficitarnih na deficitarne ekonomske jedinice. Postoji još *signalna* funkcija koja omogućava pravovremeno

---

<sup>22</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 55.

<sup>23</sup> Foley, J. Bernard, *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1993., str. 7.

<sup>24</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 55.

<sup>25</sup> Orsag, S., *Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti financiranja*, Sarajevo, Revicon, 2011., str. 15.

<sup>26</sup> *Alokacija* ( lat. *allocatio*-smještanje, doznačivanje) znači raspoređivanje i uporaba sredstava, ljudi, troškova, vremena i dr., za različite namjene. Svrha joj je postići maksimalan učinak raspoloživim sredstvima, odnosno

prepoznavanje signala deformacija globalnog tržišta pa ekonomska politika tada treba poduzimati kolektivne mjere. Zadnja je funkcija *poboljšanje kreditnog rejtinga i održavanje likvidnosti poduzeća*. Tržište kapitala od velikog je značaja za novoosnovana, inovativna i ostala poduzeća koja imaju poteškoća u oslanjanju na klasične izvore financiranja.<sup>27</sup>

## 2. 4. Pretpostavke funkcioniranja tržišta kapitala

Tržište kapitala dio je cijelog financijskog tržišta neke zemlje u kojem se prometuje kapitalnim (dugotrajnim) ulaganjima, za razliku od tržišta novca koje obuhvaća kratkotrajne novčane transakcije. Da bi tržište kapitala normalno funkcioniralo, potrebne su sljedeće pretpostavke:

1. **državna politika** kojom se podupire razvoj tržišta kapitala,
2. **zakonska regulativa** kojom se uređuje poslovanje na tržištu kapitala,
3. **potreba investitora za ulaganjem,**
4. **potreba gospodarskih subjekata za prikupljanjem kapitala,**
5. **institucije koje omogućavaju izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima.**<sup>28</sup>

Tradicionalni način prikupljanja kapitala, koji koriste angloameričke zemlje je izdavanje dionica primarne emisije u trenutku osnivanja, a ponovljena izdanja dionica za kapitalne investicije. Tako prikupljena sredstva postaju vlasnički kapital i poduzeće nema obvezu vraćanja sve do likvidacije. To je najveća korist za poduzeća koja su izdala dionice: prikupljen je novac koji je postao temeljni kapital i više se ne vraća vlasnicima, a oni koji su kupili dionice, očekuju da će poduzeće dobro poslovati i ostvarivati dobitak. Iz njega investitori dobivaju dividende kao potvrdu dobrog poslovanja, ali su njihova očekivanja usmjerena na sekundarno trgovanje i kapitalni dobitak, razliku između cijene dionice koju su platili i više cijene te dionice u trenutku prodaje.

Da bi se postigla druga korist, dionice moraju biti likvidne, mora postojati mogućnost njihove prodaje u svakom trenutku. To se postiže djelovanjem svih sudionika i institucija na tržištu kapitala. Kupnju i prodaju dionica omogućavaju burze na strogo kontroliran način, čime

---

minimalan utrošak onoga čime se raspolaže. Maksimizacija korisnoga učinka i minimizacija troškova (u koje se ubrajaju i negativni izvanjski učinci) određuju kriterije racionalne alokacije., <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=1930>, pregled: 21. 3. 2019.

<sup>27</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 17., pregled: 30. 3. 2019.

<sup>28</sup> Klačmer Čalopa Marina, Čingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 56.



se štite interesi investitora i omogućuje opća društvena korist. To je **kriterij likvidnosti**, a osim njega tržišta moraju ispuniti **kriterij efikasnosti** pa tekuće tržišne cijene moraju brzo i točno odražavati sve dostupne informacije. Na promjenu cijena mogu utjecati **promjena regulative i tehnologija trgovanja**.<sup>29</sup>

Suvremenim tržištima dionice svojom infrastrukturom moraju osiguravati likvidnost, transparentnost i pouzdanost tržišta.

Ako menadžment tvrtke, zbog potreba dokapitalizacije, ne želi dirati postojeći vlasnički ustroj nego je pripravan vratiti sva prikupljena sredstva (i glavnice i kamate), tvrtka može uzeti bankovni zajam ili izdati obveznice, za koje se zna u kojem roku dospijevaju na naplatu pojedini dijelovi glavnice uz pripadajuću kamatu. Isto će postupiti i državne vlasti na različitim razinama kad izdavanjem obveznica trebaju prikupiti sredstva za financiranje posebnih i općedruštvenih projekata koji nadilaze mogućnosti redovitih proračuna.<sup>30</sup>

## 2. 5. Organizirano tržište kapitala

Glavna područja organiziranog tržišta kapitala su tržište dionica, tržište fiksno ukamaćenih vrijednosnica (obveznica) i emisija vrijednosnih papira<sup>31</sup>. Organizirano tržište je sekundarno i karakteriziraju ga precizno utvrđena pravila ponašanja i regulatorno-nadzorni okvir, koje postavlja zakonodavac (država), ali i same institucije na kojima se trguje: stroge burze i (nešto manje formalizirana) OTC tržišta.

**Burza** (engl. *Exchange, Bourse*, njem. *Burse*) je trgovačka institucija, organizirano i javno tržište na kojem se trguje standardiziranom robom, uslugama, domaćom i stranom valutom. Trgovanje se odvija u točno određeno vrijeme i po unaprijed propisanim postupcima.

Naziv *burza* potječe iz 14. stoljeća, a smatra se da je nastao od imena plemićke obitelji Van der Burse koja je živjela u gradu Bruggeu u Belgiji. Kuća te obitelji nalazila se na trgu, a oko nje i u njoj sastajali su se trgovci radi obavljanja trgovačkih poslova.

Paralelno s poslovanjem robnog i novčanog prometa, razvijalo se i burzovno tržište. Na početku razvoja burze su bile mjesta na kojima su se sastajali tadašnji trgovci da bi sklapali kupoprodajne ugovore za trgovanje robom i vrijednosnim papirima.

---

<sup>29</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 56.

<sup>30</sup> isto, str. 57.

<sup>31</sup> <http://www.poslovni.hr/leksikon/trziste-kapitala-1051>, pregled: 11. 4. 2019.

Trgovina vrijednosnim papirima doživjela je vrhunac u 18. stoljeću kad su se počela osnivati dionička društva. Početak 19. st. smatra se vrhuncem tržišnog djelovanja kada su dionice postale najvažnija investicija. Zbog sve većih državnih investicija javila se potreba za uvođenjem državnih obveznica, a nakon nekog vremena trgovina vrijednosnim papirima odvojila se od tržišta roba i postala dijelom svakodnevnih burzovnih transakcija.<sup>32</sup>

## 2. 5. 1. Vrste burzi

Glavni sudionici tržišta kapitala i burze kao tržišta vrijednosnicama su poduzeća koja kotiraju na burzi i drugi pravni subjekti koji izdaju vrijednosnice, investitori - ulagači u vrijednosne papire, a uz njih se javljaju financijski posrednici koji sudjeluju u realizaciji transakcija na burzi.

Ovisno o motivu trgovanja razlikuju se ulagači investitori, špekulanti te arbitražeri.

**Investitori** izdvajaju sredstva u investicijske svrhe, realiziraju ulaganja nakon temeljite analize dioničkih društava i ulaganja obavljaju na principu diversifikacije<sup>33</sup>.

**Špekulant** je poput “kocakara” i promatra samo cijene vrijednosnih papira, a njegova analiza temelji se na grafikonu cijena. Za njegova ulaganja bitan je signal za prodaju ili kupnju koji se vidi iz povijesnih kretanja cijena dionica. Djeluje na kratki rok i odluke temelji na očekivanju kretanja cijena bez obzira na fundamentalne pokazatelje poduzeća.

**Arbitražeri** su vrsta špekulanata vezanih za kratke pozicije, a istodobno i kupuju i prodaju zauzimajući duge i kratke pozicije. Djeluju uz nizak stupanj rizika i nastoje zaraditi u različitim kretanjima cijena istih dionica na različitim tržištima.<sup>34</sup>

Burze se s obzirom na predmet burzovnog djelovanja dijele na:

1. **burze vrijednosnih papira**- specijalizirane burze za trgovanje obveznicama i dionicama, mogu biti specijalizirane tako da se na njoj trguje samo nekim vrstama vrijednosnih papira,
2. **novčane (devizne, valutne) burze** – na njima se odvija trgovina efektivnim novcem (London, Frankfurt),
3. **robne burze** – specijalizirane burze na kojima se trguje specijaliziranom vrstom robe (kava, pšenica – *Chichago Board of Trade*, Hamburg),

---

<sup>32</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 59.- 60.

<sup>33</sup> *Diversifikacija* (engl. *diversification*, njem. *Diversifikation*) je upotpunjenje ili proširenje proizvodnog (uslužnog ili prodajnog programa uključivanjem novih proizvoda ili usluga koje se razlikuju od dosadašnjih, <http://www.poslovni.hr/leksikon/diversifikacija-283>, pregled: 19. 6. 2019.

<sup>34</sup> Pojatina, D., *Tržište kapitala*, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000., str. 78.

4. **burze usluga** – specijalizirane burze na kojima se potpisuju specifični ugovori (npr. prijevoz tereta u međunarodnom zračnom prometu).<sup>35</sup>

Važnost burzi za gospodarski razvoj je velika jer se na burzama provodi transparentna prodaja vrijednosnih papira. Investitori imaju povjerenje da svi mogu trgovati pod jednakim uvjetima te da nitko nije privilegiran zbog viška novaca ili informacija.

Državni nadzorni organi zajedno s burzom nadziru trgovanje i paze na poštivanje svih pravila trgovanja i zaštitu investitora. Na burzama se svakodnevno odvija veliki broj transakcija i značajna novčana sredstva uključuju se u tržište kapitala. Poduzeća stalno mogu izdavati nove dionice i prikupljati novac za proširenje poslovanja. Novac uložen u vrijednosne papire investitori mogu opet pretvoriti u novac ako im hitno treba.

Manje formalni oblici tržišta su OTC, što znači preko pulta ili šaltera, a povezana su s početkom burzovnih transakcija ili s dionicama izdavatelja koji nisu u stanju ispuniti sve zahtjeve za službene burzovne konotacije. Imaju manje povjerenje investitora zbog slabijeg nadzora nad poslovanjem izdavatelja. Promet na tim tržištima bolje je uređen nego slobodan promet dionicama bez institucionalne kontrole.

Postoji još direktno trgovanje vrijednosnim papirima koji kotiraju na burzi, što je karakteristično za trgovanje velikim brojem dionica (blokovi) kako bi se postigla što niža provizija. Posljednje tržište odnosi se na direktnu trgovinu koja se odvija između investitora bez posredovanja brokerskih društava, a prihvatljivo je kod trgovanja velikim brojem vrijednosnih papira.<sup>36</sup>

Najpoznatije svjetske burze su njuroška, tokijska i londonska, poznatije kao NYSE, LSE i TSE:

1. **NYSE** je najveća burza vrijednosnih papira na svijetu, a sjedište joj je u New Yorku, na Wall Streetu. Osnovana je 1792., a čini je udruženje trgovaca i posrednika. Članstvo u udruženju se plaća. Glavni joj je indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA) koji se sastoji od 30 dionica s najjačim prometom, a objavljuje se od 1897. godine. NYSE kompozitni indeks mjeri performanse svih običnih dionica uvrštenih na NYSE.<sup>37</sup>

2. **London Stock Exchange (LSE)** osnovana je 1801. godina, a 1802. dolazi do deregulacije tržišta i spajanja šest regionalnih burzi Velike Britanije. FT-SE 100 (*Footsie*) je dominantan indeks od 100 dionica najvećih poduzeća uvrštenih na burzu, a obračunava svake minute.

---

<sup>35</sup> isto, str. 60

<sup>36</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 60.- 62.

<sup>37</sup> Orsag, S., Dedi, L., *Tržište kapitala*, Alca script d.o. o., Zagreb, 2014., str. 29.

Trgovci mogu djelovati i kao stvaratelji tržišta i kao agenti, ali pod uvjetom da su njihove brokerske kuće članovi LSE. Godine 1996. burza je uvela elektronički sustav trgovanja dionicama (*Sequence*) i elektronički sustav namire (*Crest*).<sup>38</sup>

3. **Tokyo Stock Exchange (TSE)** je najveća burza u Japanu i jedna od najaktivnijih tržišta vrijednosnih papira na svijetu. Osnovana je 1878. godine i radi kao kontinuirano akcijsko tržište.. Koristi FORES (*Floor Order-Routing and Exchange System*) – elektronički sustav za trgovanje 150 najaktivnijih domaćih dionica. Manje aktivnim dionicama trguje se u sustavu trgovanja CORES (*Computer- Assisted Order- Routing and Execution System*). Cjenovni indeks sastavljen je od svih dionica na prvoj kotaciji burze, podijeljenih po veličini u grupe (TOPIX – *Tokyo Stock Price Index*). Najvažniji indeksi su NIKKEI Stock Average: NIKKEI 225 i NIKKEI 500.

#### 2. 5. 2. Ciklusi bikovskog i medvjedeg tržišta

Porast vrijednosti dionica između trenutka njihove kupnje i prodaje zove se **kapitalni dobitak**. On je moguć zato jer se u svakom trenutku sve više kapitala uključuje u trgovanje, a poslovanje i cijene rastu. To je tzv. **bulls trgovanje** ili trgovanje u znaku bika kao burzovnog simbola. Bik znači stalno bujanje trgovine, porast cijena i vrijednosti burzovnog indeksa.

Drugi burzovni simbol je medvjed (*bear*), a **bear trgovina** pokazuje pad vrijednosti dionica, ukupne tržišne kapitalizacije i vrijednosti burzovnog indeksa.

Mnoge zemlje s razvijenim tržištem kapitala uvele su poreznu stopu na kapitalni dobitak.<sup>39</sup>

#### 2. 5. 3. Burzovni indeksi

**Burzovni indeksi** služe za procjenu tržišta kretanja kroz određeno razdoblje i koriste se za praćenje ponašanja unaprijed utvrđene grupe vrijednosnih papira. Indeks se izračunava unaprijed određenim matematičkim algoritmom sastavljenim od određenog broja vrijednosnih papira koji su reprezentativan uzorak promatranog tržišta. Pregledom prosječnog ponašanja određenih vrijednosnih papira, investitori mogu dobiti uvid u uspješnost veće skupine dionica.

---

<sup>38</sup> isto, str. 30

<sup>39</sup> isto, str. 62.

Najpoznatiji indeksi su: Dow Jones Industrial Average, S&P 500, NYSE Composite Index, Nasdaq Composite Index, FTSE 100 (Londonska burza/ISE), DAX (Frankfurtska burza), CROBEX (Zagrebačka burza) i dr.

Razlike između pojedinih indeksa su po broju i izboru elemenata za izračun indeksa, načinu određivanja relativne težine pojedine komponente te metodi izračuna indeksa. Najvažniji svjetski indeksi obuhvaćaju najveća i najkvalitetnija poduzeća.<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 61.- 62.

### 3. FINANCIRANJE PODUZEĆA

Poduzeća trebaju kapital za različite svrhe. Obrtni kapital služi za vođenje dnevnih operacija, a dugoročno financiranje potrebno je za formiranje fiksnih sredstava, financiranje proširenja i razvoj novih proizvoda ili procesa. Dugoročni kapital stvara se interno kroz tijek novca poduzeća, ili eksterno, kroz bankarski sustav ili javna tržišta kapitala ovisno o veličini ili prirodi poduzeća.<sup>41</sup>

Poduzeće koristi tržište kapitala s prednostima i nedostacima koje mu donosi prodaja kredita ili dionica kroz organizirane i priznate burze.

**Prednosti** su :

1. **rast** – nabavljanje dodatnog kapitala lakše je i uspješnije kada poduzeće kotira na burzi. Rast se ostvaruje kroz unutarnji organski proces ili stjecanjem drugih poduzeća,
2. **položaj** – kotacija<sup>42</sup> na burzi omogućava poduzeću dobivanje bankovnih kredita pod povoljnim uvjetima. To pomaže predstavljanju i reklamiranju poduzeća, a dovoljno veliko poduzeće koje kotira na burzi može koristiti međunarodne izvore kapitala posudbom ili emisijom trajnog kapitala,
3. **fleksibilnost** – raspoloživost financiranja kroz burzu omogućava fleksibilniju kapitalnu strukturu. Emisije se mogu organizirati za konvencionalne vrijednosne papire i za obveznice s opcijom konvertiranja u dionice u budućnosti,
4. **realizacija imovine** – prodaju dionica vlasnici poduzeća mogu koristiti kako bi realizirali dio svoje imovine jer se rast dionica odražava na vrijednost dionica i izvorno ulaganje.

**Nedostaci** su:

1. **izloženost javnosti** - odluka o kotaciji na burzi donosi i obvezu objavljivanja informacija o poduzeću, što se traži posebno u vrijeme emisije vrijednosnih papira kada treba napraviti detaljnu obavijest. To predstavlja dodatne troškove u obliku prikupljanja informacija i revizije,
2. **pritisak investitora** – ponekad se politika poduzeća mijenja zbog pritiska investitora,
3. **stjecanja** – sposobnost rasta putem stjecanja poduzeća otvara ranjivost prema prijetnji preuzimanja od naprednijeg menadžmenta,

---

<sup>41</sup> Foley J., Bernard, *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1993. , str. 7.

<sup>42</sup> *Kotacija* – na burzu se uvrštavaju vrijednosni papiri podijeljeni u nekoliko razreda (segmenata), a burzovne kotacije razlikuje se prema strogoći kriterija za uvrštenje i vrsti vrijednosnog papira. Često postoji **prva kotacija** za koju su uvjeti uvrštenja najstroži, i **podređena kotacija** s fleksibilnijim kriterijima uvrštavanja. Prema vrsti uvrštenih vrijednosnih papira kotacije se dijele npr. na dioničke kotacije, kotacije za obveznice, kotacije kratkoročnih vrijednosnica, financijskih derivata, itd., [http://www.ijf.hr/trziste\\_kapitala/index.htm](http://www.ijf.hr/trziste_kapitala/index.htm), *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala*, pregled: 28. 5. 2019.

4. **odavanje povjerljivih informacija** – praksa iskorištavanja privilegirane informacije osjetljive na cijenu da bi se kasnije postigla prednost kod kasnijih promjena cijena dionica.<sup>43</sup>

### 3. 1. Struktura kapitala

Tri su široka razreda kapitala poduzeća:

1. **trajni kapital** – obične dionice kao skup prava u nekom poduzeću, a označavaju stupanj vlasništva poduzeća i određuju iznos između dioničara (uobičajenije su u Europi),
2. **preferencijalni kapital** – isto čini dio trajnog kapitala poduzeća, ali daje određene povlastice za razliku od običnih dionica, čine ga preferencijalne dionice i imaju prioritet nad običnima, a vlasniku nude pravo na fiksnu dividendu. One su iskupive, a iskup se može izvršiti iz profita ili novcem iz emisije,
3. **posuđeni kapital (obveznice)** – uključuje zadužnice i neosigurane zajmove preko dionica. Kamata se plaća na obveznice neovisno o profitu poduzeća, a većina ovog kapitala je iskupiva. Zadužnice izdaje poduzeće, koristeći svoju imovinu kao osiguranje. One imaju najviši prioritet prilikom plaćanja kamata i isplata kapitala po likvidaciji. Postoje i konvertibilne obveznice koje se izdaju u brojnim oblicima kao konvertibilni neosigurani zajam ili konvertibilne preferencijalne dionice (*odgođeni trajni kapital*).<sup>44</sup>

### 3. 2. Pribavljanje kapitala

Poduzeća koja žele pribaviti kapital imaju brojne moguće izvore koji variraju ovisno o organizaciji. **Mala privatna poduzeća** moraju se osloniti na ograničenu grupu postojećih dioničara, bankarske kredite ili leasing. **Srednja javna poduzeća** koja kotiraju na tržištu, sposobna su prodati nove dionice ili uzeti kredit od postojećih dioničara ili novih upisnika. **Velike afirmirane kompanije**, koje kotiraju javno, mogu koristiti veću raznolikost izvora, uključujući u nekim slučajevima strana i međunarodna tržišta kapitala.

Novo **emisije**<sup>45</sup> uređuju se na nekoliko načina:

---

<sup>43</sup> Foley, J., Bernard, *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1993., str. 10.- 11.

<sup>44</sup> isto, str. 12.- 14.

<sup>45</sup> *Emisija vrijednosnica* (engl. *securities issue*, njem. *Wertpapieremission*) je proces izdavanja vrijednosnih papira poduzeća (dionice), države (državne obveznice) ili bankarskih institucija (note, blagajnički zapisi, certifikati o depozitu) kojim se tako želi prikupiti dodatna novčana sredstva ili povećati osnivački kapital. Može se vršiti direktno ili indirektno. **Direktna emisija** postoji kada eminentni vrijednosnica sami izdaju i nude svoje efekte na upis ili kupnju fizičkim ili pravnim osobama, za razliku od **indirektno emisije** kada se upis i prodaja vrijednosnica

1. **privatnom emisijom ili prodajom** – puštanjem ponude u optjecaj kroz poslovnu banku ili brokera koji ima listu potencijalnih upisnika. Time se stvara povjerenje investitora i uspostavlja vlastita lista klijenata. Emisija se može osigurati, ali to poskupljuje proces, olakšava se daljnje posuđivanje bankovnog kapitala i manji su troškovi prodaje nego kod javne emisije,
2. **javnom emisijom** – nije toliko skupa, a može biti profitabilna za dovoljno bogate. Dio dioničkog kapitala postavljen je u javnu domenu,
3. **ponuda za prodaju**- fiksna cijena – ovdje prodaja može biti **direktna**, putem najave ili **indirektna**, dodjeljivanjem vrijednosnih papira brokeru koji organizira emisiju, a onda prodaje javnosti. Dionice se mogu prodavati i preko posredničkih poduzeća po najvišoj cijeni, a razlika sadrži proviziju,
4. **ponuda za prodaju - na tenderu** – je mehanizam za otkrivanje cijene. Broker određuje minimalnu cijenu dionica i poziva ponude iz javnosti po toj ili višoj cijeni. Kako ponude dolaze, dionice se prodaju po najvišoj cijeni, a nakon toga broker snizuje cijenu, prodajući dionice redom, nižim ponuđačima sve dok cijela emisija nije prodana. Time se bolje ispituje tržišna potražnja, postoji jedna cijena kupoprodaje i nema diskriminacije među dioničarima.
5. **uvođenje** – njime poduzeće konačno dolazi na listu burze, tada se ne provodi nova emisija jer vrijednosni papiri osiguravaju adekvatnu tržišnost. To je jednostavan i jeftin način osiguravanja međunarodne prisutnosti,
6. **emisija prava** – prikupljanje daljnjeg kapitala od postojećih dioničara, a uključuje alokaciju više dionica na proporcionalnoj osnovi po fiksnoj cijeni, obično nižoj od trenutne tržišne vrijednosti dionica. Takva se prava daju u relativno kratkom vremenskom roku,
7. **kapitalizacija emisije** – zove se još **bonus** ili dodatna emisija dionica. Poduzeće proporcionalno izdaje besplatne dionice postojećim dioničarima. To je knjigovodstvena operacija koja se poduzima kad su akumulirane rezerve poduzeća veće od emitiranog kapitala. Ako je cijena posebno visoka, ova emisija može poboljšati unovčivost dionice i povećati cijenu koja je ostvarena nakon kapitalizacije.<sup>46</sup>

---

vrši posredstvom bankovnih ili drugih financijskih institucija koje su specijalizirane ili specijalno ovlaštene da organiziraju cjelokupni proces emisije i prodaje vrijednosnih papira., <http://www.poslovni.hr/leksikon/emisija-vrijednosnica-400>, pregled: 16. 5. 2019.

<sup>46</sup> Foley J., Bernard, *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1993. , str. 20.- 25.



### 3. 3. Izvori financiranja poduzeća

*Financiranje* se u najširem smislu može definirati kao jedna od osnovnih funkcija svih poduzeća. Proces financiranja je dinamički proces pribavljanja, ulaganja i vraćanja uvećanog novca. On uključuje sve ostale funkcije pa je stoga od iznimne važnosti planirati i znati prednosti i nedostatke svih izvora financiranja. Odluke o financiranju donosi menadžment, odnosno financijski menadžer. Financiranjem poduzeće postaje financijski sustav u kojem se novac kontinuirano pretvara u drugu robu i obrnuto. Financijski sustav u poduzeću zapravo je krvotok poduzeća u kojemu se stalno isprepliću novčani i robni tokovi.<sup>47</sup>

Odluke o financiranju povezuju niz segmenata poslovanja, od strateškog planiranja do taktičkih zadataka jer upravljanje sredstvima te donošenje odluka o financiranju utječe na sve poslovne aktivnosti bez obzira na razinu. One uključuju odluke o tome koliko sredstava treba poduzeće za određeno razdoblje i ostvarenje pojedinih ciljeva i realizaciju projekata, odluku o izvorima sredstava, ročnosti sredstava te odluke o strukturi duga i vlastitih sredstava u izvorima financiranja.<sup>48</sup>

Odluke o financiranju moguće je iščitati iz bilance poduzeća uvidom u strukturu obveza i kapitala. Usmjeravanje izvora kapitala vidi se u aktivni bilance. Za kvalitetno donošenje tih odluka važno je da menadžment poduzeća poznaje obje sfere, ulaganje, tj. investiranje i pribavljanje sredstava i upravljanje dugom. Za procjenu je važno izabrati ona ulaganja čiji prinosi odgovaraju ciljevima poduzeća, ali i sklonosti riziku.<sup>49</sup>

#### 3. 3. 1. Izvori financiranja prema vlasništvu

Izvori financiranja su izvori iz kojih poduzeće pribavlja sredstva. Omjer vlastitih i tuđih sredstava ukazuje na stanje u poduzeću i moguće probleme s likvidnošću i solventnošću. Izvori financiranja poduzeća mogu se podijeliti prema mnogo kriterija, a neki od glavnih su **ročnost** i **vlasništvo**. Prema vlasništvu, izvori financiranja dijele se na **vlastite** i **tuđe** izvore. Prema ročnosti dijele se na **dugoročne** i **kratkoročne**.<sup>50</sup>

---

<sup>47</sup> Veselica, V., *Financijski sustav u ekonomiji*, Inženjerski biro d.d., Zagreb, 1995., str. 17.

<sup>48</sup> Buljan, I., *Poslovne financije*, Međimursko veleučilište Čakovec, Čakovec, 2014., str. 7.

<sup>49</sup> <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A287/datastream/PDF/view>, Malenica, Ana, *Tržište kapitala u funkciji financiranja poduzeća*, 2016., str.6., pregled: 15. 5. 2019.

<sup>50</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, V. Izdanje, RRIIF, Zagreb, 2006., str. 123.

**Vlastite izvore** čine sredstva poduzeća koja se u bilanci prikazuju kao stavka kapitala i rezervi, a obuhvaćaju: dionički kapital, rezerve, zadržanu dobit, dobit tekućeg razdoblja i sl. Ova sredstva omogućuju samofinanciranje poduzeća. Prednost vlastitih sredstava je što ona uza sebe ne vežu trošak kamata, dok je glavni nedostatak crpljenje gotovinskih tijekova poduzeća što smanjuje likvidnost.

**Tuđe izvore** čine dugoročne i kratkoročne obveze i to: obveze po kreditima banaka i obveze prema dobavljačima kao one s najvećim udjelom u strukturi. Tuđi izvori financiranja uza se vežu trošak pribavljanja i posudbe sredstava u vidu kamata. U slučaju zaduživanja kod banaka, poduzeće smanjuje opterećenje novčanih tijekova jer se kredit amortizira periodično, ali uza se veže i trošak kamata.

Kod **financiranja dužničkim vrijednosnicama**, obveznicama, poduzeće ima obvezu isplate kupona investitorima i nominale po dospelju obveznica. Ipak, prednost ovih izvora je smanjenje opterećenja novčanih tijekova i mogućnost planiranja priljeva i odljeva, nema razrjeđivanja zarada, što je slučaj kod financiranja dokapitalizacijom, tj. dodatnom emisijom dionica.<sup>51</sup>

**Financiranje dugom** znači posudbu novaca od banke podizanjem kredita ili prikupljanje sredstava dužničkim vrijednosnicama, obveznicama. Na obje vrste izvora plaća se kamata na posuđena sredstva, tj. na sredstva investirana u vrijednosnice poduzeća. Ove vrste izvora dijele se prema vjerovniku, ročnosti, osuguranju, namjeni, vrsti kamate.

Prema vjerovniku **kredit** se dijele na kredite dobavljača i kredite banaka.

**Kredit dobavljača** su krediti koje poduzeća dobivaju prilikom kupnje robe. Dobavljači na poslovnu suradnju i količinu odobravaju odgodu plaćanja i daju rabate. Krediti dobavljača spadaju u kratkoročno kreditiranje poduzeća i namijenjeni su financiranju obrtnih sredstava. Dostupni su poduzećima ovisno o odnosima s dobavljačima robe, veličini narudžbe i poziciji na polici trgovaca.

**Kredit banaka** su krediti koje odobravaju banke za financiranje projekata i investicija poduzeća, a dobivaju se temeljem poslovanja poduzeća, kreditnog rejtinga, namjene i svrhe kredita. Mogu biti dugoročni i kratkoročni. Oni su posredni krediti jer je banka posrednik koji alokira štednju suficitarnih subjekata prema onima koji su u deficitu financijskih sredstava.<sup>52</sup>

Kredit banaka dijele se i prema ročnosti, namjeni, kamtnoj stopi i načinu otplate.

**Kredit po ročnosti** su kratkoročni (do godine dana otplate), srednjoročni (do pet godina) i dugoročni (duže od pet godina).

---

<sup>51</sup> Buljan, I., *Poslovne financije*, Međimursko veleučilište Čakovec, Čakovec, 2014., str. 8.

<sup>52</sup> isto, str. 8.

**Kreditni prema kamatnoj stopi** su krediti s promjenjivom i fiksnom kamatom.

**Kreditni prema načinu otplate** su krediti koji se otplaćuju jednakim otplatnim kvotama i krediti koji se otplaćuju jednakim anuitetima.

**Kreditni prema instrumentu osiguranja** dijele se na osigurane i neosigurane. **Neosigurane** mogu ostvariti klijenti banaka s visokim rejtingom i dugogodišnjom suradnjom s bankom.

Vrste **osiguranih** kredita su hipotekarni i revolving krediti (srednjoročni), a česti su krediti po tekućem računu - banka odobrava sredstva poduzeća po računu do ugovorenog iznosa i unutar ugovorenog roka.

Banke mogu poduzećima odobriti i **transakcijske zajmove** pa po završetku i naplati zajmoprimac otplaćuje kredit.<sup>53</sup> Banka može odobriti i **kredit na temelju zaloga vrijednosnica iz portfelja poduzeća** kao postotak manji od založenih vrijednosnica, što se koristi kao privremeno rješenje dok se ne nađe bolji način.

Osim nekretnina, pokretnina i vrijednosnica, poduzeća mogu založiti i potraživanja. Provode ih banke i specijalizirane agencije. Kao alternativa zalogu potraživanja, poduzeća se mogu financirati prodajom poduzeća, tj. **faktoringom**. To je kredit koji banka odobrava poduzeću na temelju potraživanja u postotku od potraživanja koje se ustupa banci. Glavni nedostatak ovog financiranja su troškovi viši od klasičnog kredita i gubitak kontakata s kupcima. Faktoring ujedno i signalizira pogoršanje financijske situacije poduzeća jer se njime prepušta upravljanje poduzeća trećoj strani.

Postoje i ostale podvrste **kredita prema namjeni**: investicijski, potrošački, namjenski, ali bez obzira na vrste kredita, važno je reći da je financiranje dugom oblik financiranja s troškom (kamate), a s druge strane rasterećuje novčane tokove. Krediti ne zahtijevaju visok stupanj transparentnosti poslovanja prema javnosti, već samo prema banci.

### 3. 3. 2. Izvori financiranja prema ročnosti

Izvori financiranja prema ročnosti dijele se na:

- **kratkoročno financiranje** može se definirati kao posuđivanje novčanih sredstava na rok do jedne godine, a na njega se plaća kamata. Ono se koristi za financiranje kratkoročnih ulaganja, posebno u slučajevima povećanja kratkoročnih potraživanja od kupaca, sezonskih zaliha i sl. Za poduzeće može biti od velike važnosti usklađenost kratkoročne imovine s kratkoročnim izvorima zbog održavanja likvidnosti. Kratkoročno je financiranje vrlo važno za svako

---

<sup>53</sup> isto, str. 10

poduzeće u smislu trenutačnoga prevladavanja povremene nelikvidnosti, koje ima određenu cijenu (kamat).<sup>54</sup>Ova je vrsta financiranja važna pretpostavka solventnosti i profitabilnosti poduzeća, kao i njegovog uspješnog poslovanja.

**Optimalna solventnost** podrazumijeva sposobnost podmirenja svih dospjelih obveza u roku dospjeća, uz minimalan rizik insolventnosti i minimalno smanjenje profitabilnosti zbog držanja minimalne pričuve solventnosti. Radi postizanja optimalne solventnosti, poduzeće treba kratkoročne izvore financiranja koristiti samo za financiranje povremene kratkotrajne imovine.

2. **dugoročno financiranje** odnosi se na vremenski rok duži od pet godina, dakle izvori sredstava raspoloživi su duže od pet godina. To je financiranje kod kojeg izvori dugo traju i raspoloživi su više od pet godina. Mogu biti:

1. **ročni (tuđi)** što podrazumijeva da imaju rok dospjeća u razdoblju dužem od pet godina, a odnose se na dugoročne kredite te kapital priskrbljen emisijom obveznica i sl.,
2. **neročni (vlastiti)** koji nemaju rok dospjeća nego su trajno raspoloživi, a tu spadaju dionički kapital od emisije redovitih i povlaštenih dionica, zadržani dobitak i sl.

Ovi izvori predstavljaju temeljni kapital poduzeća i koriste se za financijsko ulaganje u dugotrajnu imovinu, odnosno razvoj poduzeća. Pravilo je da se ulaganje u dugotrajnu imovinu financira iz dugoročnih izvora, premda se privremeno, u očekivanju boljih tržišnih uvjeta, primjerice nižih kamatnih stopa na tržištu kapitala, ove investicije mogu financirati iz kratkoročnih izvora.<sup>55</sup>

### 3. 3. 2. 1. *Financiranje vrijednosnicama putem tržišta kapitala*

Ovo financiranje podrazumijeva izbor vrijednosnica te njihovu emisiju uvrštenjem na tržište kapitala. Danas je tržište kapitala virtualno i dostupno investitorima bez obzira na lokaciju. Poduzeća se najčešće financiraju dionicama ili obveznicama. Obje vrste su dematerijalizirane i više nisu pisane isprave, već elektroničko pravo i ulaganje koje investitorima donosi određena prava. Vrijednosnice su:

#### 1. **obveznice**

Kad se poduzeće odluči financirati obveznicama, ono se financira dugom te izdaje korporativne obveznice. Emisijom obveznica poduzeće je investitorima obvezno isplaćivati kupone te nominalnu vrijednost obveznice po dospjeću.. Kuponi se najčešće isplaćuju

---

<sup>54</sup> Vukičević, M., *Financiranje poduzeća*, Golden marketing – tehnička knjiga, Zagreb, 2006., str. 206.

<sup>55</sup> Vidučić Lj., *Financijski menadžment*, RRiF – plus, Zagreb, 2012., str. 170.

polugodišnje ili godišnje. U slučaju teškoća ili uslijed likvidacije, imatelji obveznica imaju prednost u naplati iz likvidacijske mase. Emitiranjem obveznice eminent se obvezuje da će vlasniku obveznice isplatiti dinamikom naznačenoj u obveznici, iznose novčanih sredstava naznačenih na obveznici.<sup>56</sup>

Obveznice su zapravo zamjena za kredite banaka jer omogućavaju prikupljanje veće količine sredstava uz manju kamatu u odnosu na bankovne kredite. Ako se poduzeće odluči emitirati obveznice, ono tada, ovisno o visini sredstava koje treba prikupiti, definira količinu obveznica koje treba izdati. Ovisno o kamatama na kredite i tržišnoj kamatnoj stopi definira i iznos kupona. Za plasman emisije poduzeće objavljuje **prospekt** i uvrštava obveznice na tržište kapitala. Prospekt je službeni dokument i sadrži podatke o nominalnoj vrijednosti, valuti izdanja, vrsti obveznice, dinamici isplate kupona, mogućnosti konverzije, zamjene za dionice eminenta te popis prava i obveza izdavatelja i investitora. Obveznice se dalje preprodaju na sekundarnom tržištu po cijeni koju određuje kretanje kamata, ponuda i potražnja. Ulagачi su spremni investirati u obveznice jer su najmanje riskantne. Za razliku od **korporativnih**, postoje obveznice koje izdaje država - **državne** i još su sigurnije jer država garantira isplatu. Obveznice, za razliku od dionica, ne daju pravo vlasniku obveznica na sudjelovanje u odlučivanju i udio u dobiti, ali daju pravo na povrat uložene glavnice za ugovorenu kamatu na obveznice u dogovorenom roku. Emisija obveznica ne vodi razrjeđivanju zarade jer vlasništvo nad poduzećem se ne mijenja u slučaju emisije običnih obveznica.

Dodatno, eminent može privući ulagače izdavanjem obveznica s pravom konverzije koje zahtijeva izdavanje konvertibilnih obveznica, a one imatelju omogućavaju zamjenu obveznica za dionice poduzeća. Preduvjet emisije konvertibilnih obveznica je da poduzeće kotira na burzi, tj. da je dioničko društvo. Konvertibilne obveznice imaju manju kamatu, a njihovo izdavanje utječe na vlasničku strukturu i vodi mogućnosti razrjeđivanja zarada po dionici.<sup>57</sup>,

## 2. dionice

Za razliku od obveznica, dionice su vlasnički vrijednosni papiri u koje investitori ulažu da bi zaradili na cijeni i ostvarili prinos od dividendi koje se isplaćuju za dionice. Izdavatelj dionica nije obavezan isplaćivati kamate i dividendu investitorima, iako se dividenda najčešće isplaćuje. Ulagatelji u dionice nastoje zaraditi na temelju razlike u cijeni.

---

<sup>56</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, V. izdanje, RRiF, Zagreb, 2006., str. 125.

<sup>57</sup> <https://repositorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A287/datastream/PDF/view>, Malenica, Ana, *Tržište kapitala u funkciji financiranja poduzeća*, 2016., str. 10. - 11., pregled: 15. 5. 2019.

**Obične dionice** donose investitorima pravo glasa i sudjelovanje u odlukama poduzeća. S obzirom na prava koja nose, dionice se mogu podijeliti na obične i prioritetne, povlaštene. **Povlašten dionice** nemaju pravo glasa, ali nose veću dividendu i prednost na isplatu u likvidacijskoj masi.

**Emisija dionice** oblik je dugoročnog financiranja poduzeća vlastitim sredstvima jer ne nameću obvezu isplate eminentu za uložena sredstva investitoru. Emisija se provodi na primarnom tržištu, a određena je *Zakonom o tržištu kapitala* i pod državnom je kontrolom.<sup>58</sup>

Emisija se provodi u tri faze: pripremne radnje, raspis dionica i plasman dionica investitorima. Emisiji prethodi izrada elaborata, savjetovanje i procjene uz dodatne troškove. Prije objave emisije poduzeće vrijednosnice prijavljuje *Komisiji za vrijednosne papire RH*, a emitirane dionice vode se kod *Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d. d.* Reminent je obvezan kupcu dionica isplatiti određenu dividendu i pružiti mu temeljna prava koja mu pripadaju kupnjom dionica. Kupac tako postaje dioničar i dobiva pravo glasa za sudjelovanje na skupštini dioničara, pravo na dividendu i pravo na dio likvidacijske, stečajne mase u skladu s udjelom. *Komisiji za vrijednosne papire* podnosi se zahtjev za odobrenje prospekta vrijednosnih papira, a eminent je dužan priložiti i prospekt i tekst odluke nadležnog tijela izdavatelja o izdavanj vrijednosnih papira.<sup>59</sup>

---

<sup>58</sup> <https://www.hanfa.hr/regulativa/trziste-kapitala/>, *Zakon o tržištu kapitala*, pregled: 18. 5. 2019.

<sup>59</sup> <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A287/datastream/PDF/view>, Malenica, Ana, *Tržište kapitala u funkciji financiranja poduzeća*, 2016., str. 11.-12., pregled: 15. 5. 2019.

## 4. TRŽIŠTE KAPITALA U FUNKCIJI FINANCIRANJA PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Hrvatsko tržište kapitala od njegovog ustroja devedesetih godina do danas obilježila su razdoblja euforije i pesimizma investitora. Pod utjecajem privatizacijskog procesa i regulatornih odredbi, tržište kapitala pretežno se razvijalo kao sekundarno, dok je njegova uloga u financiranju poduzeća iz realnog sektora gospodarstva gotovo potpuno zanemarena.

Poduzeća su segmentirana na ona koja ne trebaju financijska sredstva, ona koja financijska sredstva mogu nabaviti zaduživanjem kod banaka te ona na koja ih zbog lošeg financijskog stanja ne mogu pribaviti uopće. Osim prema financijskoj snazi, poduzeća s uvrštenim dionicama na *Zagrebačkoj burzi* segmentirana su prema sektorskom i regionalnom ključu i kvaliteti korporacijskog upravljanja. Usvajanje europske pravne stečevine u sklopu pridruživanja Hrvatske Europskoj uniji i europska inicijativa za formiranjem pan-europskog tržišta kapitala namijenjenog bržem i lakšem prikupljanju kapitala za mala i srednja poduzeća, ne može natjerati hrvatska poduzeća na financiranje emisijama vrijednosnih papira.

Bez *delistanja*<sup>60</sup> javnih dioničarskih društava čije dionice kotiraju na hrvatskom tržištu kapitala isključivo temeljem regulatornih odredbi na način da na tržištu kapitala ostanu samo javna dionička društva koja žele poštivati pravila tržišta kapitala i graditi transparentan odnos prema svim investitorima, hrvatsko tržište kapitala i dalje će imati zanemarivu ulogu u financiranju poduzeća iz realnog sektora gospodarstva.<sup>61</sup>

Za puni razvoj malih i srednjih poduzeća u RH potrebno je stvoriti učinkovito i institucionalno okruženje. Mala i srednja poduzeća predstavljaju većinu svih registriranih poduzeća, generiraju zapošljavanje, pridonose povećanju proizvodnje, pokretači su razvoja i inovacija i pridonose povećanju konkurentnosti gospodarstva. Ona se u svom poslovanju susreću s brojnim problemima, a jedan od najvećih je pristup izvorima financiranja, osobito u hrvatskom bankocentričnom financijskom sustavu.

---

<sup>60</sup> *Delistanje* je micanje s popisa ili prijelaz listanih ili uvrštenih dionica u niži segment., [https://www.hanfa.hr/media/2793/20180530-prospekt-uvrstenja-final\\_komplet\\_potpisano.pdf](https://www.hanfa.hr/media/2793/20180530-prospekt-uvrstenja-final_komplet_potpisano.pdf), pregled: 20. 6. 2019.

<sup>61</sup> <https://www.bib.irb.hr/524830>, Grubišić Šeba, Mihaela, *Financiranje poduzeća na hrvatskom tržištu kapitala*, pregled: 28. 4. 2019.

S obzirom da mala i srednja poduzeća u RH imaju najveći udjel u ukupnome broju poduzeća, bankovni krediti najvažniji su eksterni<sup>62</sup> izvor financiranja. Najvažniji oblik financijske podrške razvoju poslovanja malih i srednjih poduzeća su poslovne banke. Za razliku od bankovnog kredita gdje se otplata kredita osigurava iz novčanog toka poduzeća, leasing je orijentiran na sposobnost primatelja leasinga da predmetom leasinga generira buduće novčane tokove iz poslovanja.

Jedan od novijih izvora financiranja poduzeća u RH su i fondovi EU. Financiranje rizičnim kapitalom gotovo da i ne postoji.<sup>63</sup>

Financijska tržišta tranzicijskih zemalja, uključujući i Republiku Hrvatsku prešla su dug put od kreiranja tržišta do sadašnjeg stupnja razvoja pa se po konfiguraciji, složenosti i djelotvornosti približavaju tržištima duge povijesti i tradicije. Poseban iskorak učinjen je razvojem institucionalnih investitora, potaknut procesima privatizacije i mirovinske reforme, čime je stvorena institucionalna potražnja i daljnji razvoj tržišta kapitala.

Hrvatsko tržište kapitala ima kratku povijest i može se označiti mladim tržištem, odnosno tržištem u nastajanju. Iako je veličina hrvatskog tržišta kapitala bila mala, trgovanje vrijednosnim papirima odvijalo se na dva uređena javna tržišta, od 1991. na *Zagrebačkoj burzi*, a od 1993. na Varaždinskom tržištu vrijednosnica, tj. *Varaždinskoj burzi*<sup>64</sup> od lipnja 2002. Smatralo se da će odvojeno funkcioniranje dviju burzi osigurati veću konkurenciju i snižavanje cijena usluga, a kao negativne posljedice isticale su se dupliranje fiksnih troškova burzi, preklapanje u pravilima uvrštenja te nesklad u metodologiji vođenja burzovnog prometa. Ipak, s obzirom na nerazvijenost domaćeg tržišta kapitala, razvoj tržišta odvijao se dalje u svjetlu revitalizacije postojećih burzi i njihovog spajanja 2007. s ciljem kvalitetnije usluge i smanjenja

---

<sup>62</sup> *Eksterni izvor financiranja* (engl. *external financing*, njem. *externe Finanzierung*) je oblik financiranja poduzeća od pravnih i fizičkih osoba izvan samog poduzeća. To je financiranje iz tuđih izvora i financiranje od vlasnika poduzeća., <http://www.poslovni.hr/leksikon/eksterno-financiranje-1217>, pregled: 20. 6. 2019.

<sup>63</sup> <https://hrcak.srce.hr/file/274024>, Grubišić Šeba Mihaela, *Ograničenja i mogućnosti financiranja malih i srednjih poduzeća u RH*, 2016., pregled: 28. 4. 2019.

<sup>64</sup> *Varaždinska burza – Varaždinsko tržište vrijednosnicama* (VTV) je uređeno javno tržište na kojem se trguje vrijednosnicama koje nisu uvrštene u redovite burzovne kotacije. To su OTC tržišta, nastala iz potrebe za trgovanjem vrijednosnim papirima društava koje ne ispunjavaju uvjete uvrštenja na burzu. Pravila uvrštenja na OTC manje su stroža od burzovnih pa manje i slabije poznata ili novija poduzeća mogu zadovoljiti uvjete uvrštenja. VTV je osnovano 1993. kao prvo hrvatsko uređeno javno tržište. Tada su jedva postojali vrijednosni papiri s kojima se moglo trgovati na zagrebačkoj burzi, a u ratnim uvjetima prve polovice devedesetih godina poduzeća su imala drugih briga. U isto vrijeme, brokerima je dolazio sve veći broj klijenata koji su željeli kupiti ili prodati dionice poduzeća koja nisu bila nigdje uvrštena. VTV je pokrenuta upravo s ciljem omogućivanja trgovine takvim dionicama. Zahtjev za uvrštenjem podnosili su brokeri, a uz dostavljanje nekoliko temeljnih podataka o izdavatelju, trgovina je mogla početi i bez njegova pristanka. Takve papire VTV je stavljao na listu ponude i potražnje. Nisu bilježeni spektakularni promet, ali je trgovina vrijednosnim papirima u RH uzela maha. Ubrzo je reagirala Zagrebačka burza i uspostavila TN kotaciju ili OTC tržište u sklopu burze. Na listi ponude i potražnje VTV-a postoji više od 200 društava, ali se samo s vrlo malim brojem trguje., [http://www.ijf.hr/trziste\\_kapitala/index.htm](http://www.ijf.hr/trziste_kapitala/index.htm), pregled: 16. 5. 2019.



troškova svih sudionika na tržištu, ravnopravnog pristupa svim zainteresiranim članovima, ali i odvajanja dioničarstva od članstva na burzi.

Hrvatsko tržište kapitala bilo je nerazvijeno jer su standardi korporacijskog upravljanja bili veoma niski. Primjena računovodstvenih standarda, izvještavanje investicijske javnosti i uloga nadzornih odbora nisu bili razvijeni u mjeri koja bi pobudila veće povjerenje ulagača u tržište kapitala. Vlasnička struktura u srednjim i velikim kompanijama i dalje je uglavnom koncentrirana.

Za ovo tržište karakteristična je i nazočnost dogovorne koordinacije između sudionika trgovanja obveznicama i dionicama koji je zakonom dopušten, često se koristi snaga i veličina institucionalnih investitora kod utjecaja na cijenu i dostupnost vrijednosnih papira. Hrvatsko tržište kapitala podložno je utjecajima koji se ne mogu realno predvidjeti, političkim odlukama i manipulacijama.

Portfolio<sup>65</sup> vrijednosnih papira kojima se trguje i koji se mogu označiti likvidnima ograničen je, a tržište nelikvidno. Visoka je koncentracija dionica s najvećim prometom i najvećom kapitalizacijom, kao i vrijednosni papiri uvršteni u najvišu burzovnu kotaciju. Vrijednosnim papirima iz drugih kotacija rijetko se trguje ili uopće ne trguje. Javnosti nedostaje investicijskih znanja i interesa za dugoročne investicije, dok su mali tržišni sudionici orijentirani na špekulativne aktivnosti.<sup>66</sup>

Tržište kapitala u Hrvatskoj razvijalo se pod utjecajem sljedećih čimbenika:

1. zakonske regulative,
2. privatizacije,
3. razvoja domaćeg tržišta javnog duga,
5. mirovinske reforme,
6. intenzivnog razvoja institucionalnih investitora od 2002. godine.<sup>67</sup>

Pod utjecajem privatizacijskog procesa i regulatornih odredbi, tržište kapitala pretežno se razvilo kao sekundarno, dok je njegova uloga u financiranju poduzeća iz realnog sektora gospodarstva gotovo potpuno zanemarena. Ono je regulirano u skladu s europskom pravnom

---

<sup>65</sup> *Portfolio* vrijednosnih papira je skup različitih vrijednosnih papira koji omogućava diversifikaciju rizika uz ostvarenje određenog prinosa što ga čini poželjnim ulaganjem., <http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ia-materijali/IA-04n-U%C4%8Dinkovita%20alokacija%20kapitala.pdf>, pregled: 16. 5. 2019.

<sup>66</sup> <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 166., pregled: 30. 3. 2019.

<sup>67</sup> <https://hrcak.srce.hr/105300166-167>, Mihaela Grubičić Šeba, *Troškovi izdavatelja vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala*, pregled: 12. 4. 2019.

stečevinom, ali ne ispunjava ciljeve europske ekonomske politike o omogućavanju lakšeg pristupa kapitalu poduzećima, osobito poduzećima male i srednje veličine. Izdavatelji dionica se, unatoč nedostatku financijskih sredstava, ne odlučuju na prikupljanje kapitala emisijom vrijednosnih papira.

#### **4. 1. Specifičnosti razvoja hrvatskog tržišta kapitala**

Republika Hrvatska odavno je poznavala institute tržišnog gospodarstva, a tijekom razvoja mnoge su domaće tvrtke uspješno nastupale u svjetskoj konkurenciji. Najčešći dugotrajni izvor novčane aktive bili su bankovni zajmovi, a odgode plaćanja dobavljačima postale su trajan izvor sredstava, ali i najveća kočnica gospodarskog razvoja.

Dionička društva nastajala su u pretvorbi administrativnim putem. Država je nekadašnje društveno vlasništvo pretvorila u državno vlasništvo time što je svaku uplatu za prodana poduzeća u pretvorbi usmjerila u svoje fondove. Zato poduzeća, izdavatelji dionica nisu stekla nikakvu korist od prodaje tih dionica u trenutku privatizacije te su još uvijek više sklona uporabi kredita za financiranje svog razvoja. Dogodila se privatizacija hrvatskih poduzeća i kuponska privatizacija tijekom koje su nastali privatizacijski investicijski fondovi koji su prvi predstavnici industrije fondova u RH.<sup>68</sup>

Hrvatska, kao i mnoge tranzicijske zemlje, prilagođavaju se procesima i uvjetima tržišta kapitala u razvijenim zemljama Europske unije. Svaka promjena samo je početak stvaranja i postizanja uvjeta za razvoj korporacijskog upravljanja. Jedan od pomaka u razvoju i prilagodbi tržišta kapitala bilo je oblikovanje kotacije javnih dioničkih društava (JDD) na tada još obje hrvatske burze (Zagrebačka i Varaždinska). Nova kotacija omogućila je da poduzeća koja su proizašla iz različitih privatizacijskih modela budu izložena javnosti čime se ostvaruje njihova transparentnost i dostupnost svim potencijalnim investitorima.

Kotacija javnih dioničkih društava osnovana je u ljeto 2003. godine. Poduzeća koja su zadovoljavala propisane uvjete uvrštenja imale su obvezu uvrstiti svoje dionice u kotaciju. prije formalnog uključenja poduzeća u burzovnu kotaciju, a Zagrebačka i Varaždinska burza su se kroz tzv. *road show* nadmetale koja će privući više poduzeća.<sup>69</sup>

---

<sup>68</sup> Klačmer Čalopa Marina, Čingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 69.-70.

<sup>69</sup> Klačmer Čalopa Marina, Čingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 271.-272.

## 4. 2. Institucije tržišta kapitala

Za promet vrijednosnim papirima, a i za uređenost tržišta kapitala posebno su važne tzv. samoregulirajuće institucije koje djeluju u skladu s državnim zakonima, ali bez izravne državne intervencije, što znači po svojim unutarnjim pravilima.

*Samoregulirajuće institucije* mogu biti burze i brokerska društva, ali je vrlo važno djelovanje i udruge brokera koja može djelovati temeljem kodeksa časti. Upravo pozivanje na ugled i poštenje brokerske struke može se unaprijediti tržište kapitala više nego sustavan državni nadzor. Ukoliko udruga brokera ima jasno definirana pravila koja se primjenjuju i štite ugled struke, povjerenje investitora bit će veće.

*Udruga brokera* kao najvažnija samoregulirajuća institucija ne razlikuje se od ostalih sličnih profesionalnih udruga (npr. udruga sudaca) te je u sferi svog djelovanja neposredno odgovorna za ostvarivanje interesa članova-osnivača, ali i svih ostalih sudionika u prometu vrijednosnim papirima. U Hrvatskoj *Udruga brokera* okuplja pojedince, tj. fizičke osobe (s položenim brokerskim ispitom) koje žele aktivno djelovati na tržištu kapitala.

### 4. 2. 1. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

**HANFA** je nastala temeljem *Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga*. Prema tom zakonu *Komisija za vrijednosne papire RH*, *Agencija za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja* i *Direkcija za nadzor društava za osiguranje* prestale su s radom 1. siječnja 2006. godine, a istim danom s radom je započela HANFA kao njihov pravni sljednik. HANFA je najvažnija nadzorna institucija na tržištu kapitala i njezina se funkcija izjednačava s *Hrvatskom narodnom bankom* koja predstavlja najvažniju nadzornu i regulativnu instituciju na tržištu novca. Temeljni ciljevi HANFA-e su promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava te nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora. U ostvarivanju ciljeva rukovodi se načelom transparentnosti, izgradnji povjerenja između sudionika financijskog tržišta i izvještavanju potrošača. HANFA-ine ovlasti su:

1. donošenje propisa o provedbi *Zakona o HANFA-i*, *Zakona o tržištu kapitala* i ostalim zakonima,
2. obavljanje nadzora nad poslovanjem burzi i uređenih javnih tržišta, ovlaštenih društava i izdavatelja vrijednosnih papira, društava za upravljanje fondovima, brokerskim društvima, investicijskim savjetnicima, institucionalnim ulagateljima, *Središnjim klirinškim depozitarnim*

*društvom, Središnjim registrom osiguranika, mirovinskih i osiguravajućih društava, pravnih osoba koje se bave leasingom i faktoringom,*

3. nalaganje mjera za otklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti,
4. izdavanje i oduzimanje dozvola, osiguranja i suglasnosti kada je za to ovlaštena zakonom o tržištu kapitala, licencije, autorizacije, odobrenja, suglasnosti,
5. poticanje, organiziranje i nadgledanje mjera za učinkovito funkcioniranje financijskog tržišta,
6. vođenje knjiga i registra u skladu s odredbama,
7. pokretanje inicijative za donošenje zakona i informiranje javnosti o načelima po kojima djeluje financijsko tržište,
8. donošenje podzakonskih akata unutar svog djelokruga,
9. davanje mišljenja o provedbi *Zakona* na zahtjev stranaka u postupku,
10. poduzimanje drugih mjera i obavljanje drugih poslova u skladu sa zakonskim ovlaštenjima,
11. izvještavanje ostalih nadzornih, upravnih i pravosudnih tijela o svim pitanjima koja se neposredno ili posredno tiču njihove nadležnosti.

Neke od nadzornih mjera koje provodi HANFA su: poništavanje transakcije, obustav prijenosa vlasništva, oduzimanje dozvola za upravljanje vlasničkom pozicijom računa vrijednosnih papira ako je istim raspolagao suprotno uputama vlasnika, izricanje javne opomene, izvanredna revizija.

HANFA-ini sektori su:

1. *Sektor za licenciranje i provođenje zakonskih mjera* izdaje i oduzima dozvole, odobrenja i suglasnosti, donosi propise i provodi druge mjere za sve djelatnosti koje se nalaze u nadležnosti HANFA-e (osiguravajuća društva, investicijski i mirovinski fondovi, leasing društva).
2. *Sektor za superviziju I* obavlja nadzor nad poslovanjem društava za osiguranje, mirovinskih osiguravajućih društava, osobama koje se bave poslovima leasinga i faktoringa, radi analizu nadzornih i finansijskih izvještaja subjekata nadzora.
3. *Sektor za superviziju II* obavlja nadzor nad poslovanjem organiziranog tržišta kapitala i svih institucija i posrednika koji djeluju na tržištu, *Središnjim klirinškim depozitarnim društvom*, društvima za upravljanje financijskim, mirovinskim fondovima i drugim oblicima investicijskih fondova te prikuplja, obrađuje, analizira nadzorne i finansijske izvještaje subjekata nadzora.
4. *Sektor za procjenu rizika, istraživanje i statistiku* izrađuje makroekonomske analize, procjenjuje potencijalne rizike, izrađuje aktuarske izračune i modele te prikuplja, obrađuje i objavljuje podatke od javnog interesa iz područja poslovanja nebankovnog financijskog sektora.

5. Sektor za suradnju i unaprjeđenje poslovanja surađuje s ostalim nadzornim, upravnim i pravosudnim tijelima u RH, s Hrvatskom narodnom bankom, srodnim inozemnim institucijama s ciljem zaštite potrošača i razvijanja međunarodne suradnje, upravlja i brine o edukaciji supervizora.<sup>70</sup>

#### 4. 2. 2. Središnje klirinško depozitarno društvo

**SKDD** je osnovano 18. travnja 1997. temeljem tada aktualnog *Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima i Zakonu o trgovačkim društvima* kao dioničko društvo. To je središnji registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira, tj. mjesto na kojem se u obliku elektroničkih zapisa u računalnom sustavu vode podatci o izdavateljima, vrijednosnim papirima i njihovim vlasnicima na razini cijele RH. Prije se zvala *Središnja depozitarna agencija (SDD)*.

Osnivači SKDD bila su brokerska društva i burze koje temeljem osnivačkih udjela imaju pravo sudjelovati u nadzoru društava, ali je zadaća društva u praćenju prometa na burzama najprije važna zbog omogućavanja bržeg i sigurnijeg prijenosa prodanih dionica na novog vlasnika. Središnja evidencija o vlasništvu nad dionicama isključuje mogućnost zlouporaba u pojedinim društvima izdavateljima čime se povećava povjerenje investitora u sustav trgovanja. Rad SKDD nadzire HANFA.

SKDD je nezaobilazna institucija svakog razvijenog, efikasnog i sigurnog tržišta kapitala koja pruža investitorima jamstvo da će se procesi prijeloja i namire<sup>71</sup> odvijati s punom pravnom sigurnošću. Druga uloga je vođenje registra vrijednosnih papira izdavatelja u RH, vođenje knjiga dionica za sva dionička društva u zemlji. Najveći vlasnik SKDD je Republika Hrvatska.<sup>72</sup>

---

<sup>70</sup> Klačmer Čalopa Marina, Čingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 82.-86.

<sup>71</sup> *Prijeboj i namira* – poslovi koje obavlja *Središnja depozitarna agencija*. **Prijeboj** je uspoređivanje podataka po sklopljenim pravnim poslovima s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima, utvrđivanje rokova podmirenja pravnih poslova te izračun obveza za podmirenje. **Namira** je posredovanje i nadzor plaćanja ili prijenosa vrijednosnih papira u svezi s pravnim poslovima s vrijednosnim papirima., [https://hr.wikipedia.org/wiki/Nematerijalizirani\\_vrijednosni\\_papiri](https://hr.wikipedia.org/wiki/Nematerijalizirani_vrijednosni_papiri), pregled: 16. 5. 2019.

<sup>72</sup> Klačmer Čalopa Marina, Čingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 87.-88.

#### 4. 2. 3. Posrednici u prometu vrijednosnim papirima

Fizička osoba ne može sama trgovati na burzi, već su za tu aktivnost potrebni posrednici koji će izvršiti nalog kupnje i prodaje nekog vrijednosnog papira. Posrednik je broker, a oni djeluju u okviru brokerskih društava. Osim brokera na tržištu su važne i investicijske banke koje pripremaju emisiju vrijednosnih papira.

U Republici Hrvatskoj temeljem *Zakona o tržištu kapitala*, HANFA je uredila i formalizirala uvjete te postupak registriranja brokera i brokerskih društava. Ona organizira obrazovanje za obavljanje poslova brokera, a prema hrvatskom zakonu brokeri osnivaju društva za promet vrijednosnim papirima (brokerska društva).<sup>73</sup>

#### 4. 3. Zakonski okvir i uređenje tržišta kapitala u RH

Tržište kapitala uređeno je zakonskim okvirom i propisima važnima za funkcioniranje financijskog tržišta i uspostavljanja legitimnih odnosa između strana uključenih u financijske transakcije. To su :

1. *Zakon o tržištu kapitala*,
2. *Zakon o investicijskim fondovima*
3. *Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima*,
4. *Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava*,
5. *Zakon o leasingu*

##### 4. 3. 1. Zakon o tržištu kapitala

*Zakon o tržištu kapitala* (Zakon, ZTK) stupio je na snagu 1. siječnja 2009. (Narodne novine, br. 88/08, 146/08, 74) te je u cijelosti zamijenio do tada važeći *Zakon o tržištu vrijednosnih papira* (ZTVP, Narodne novine br. 84/02, 138/06). Njegovim donošenjem u hrvatski pravni sustav preuzeta je europska pravna stečevina iz područja tržišta kapitala. Njegovo donošenje bilo je uvjetovano postupkom prilagodbe hrvatskog zakonodavstva europskoj pravnoj stečevini, iako je i prijašnji zakon već sadržavao neka rješenja kojima je ova prilagodba bila

---

<sup>73</sup> isto, str. 88.-98.

izvršena. Kako je europska stečevina na ovom području izuzetno složene, to karakterizira i ovaj zakon.

Usklađivanje s europskom pravnom stečevinom provedeno je ne samo kroz ovaj *Zakon*, nego i kroz brojne pravilnike koje je *Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga* (HANFA, Agencija) donijela temeljem zakonske ovlasti. Pojedine odredbe *Zakona* počele su se primjenjivati tek ulaskom Hrvatske u Europsku Uniju, a neke su se prestale primjenjivati.

*Zakon o tržištu kapitala* u Hrvatskoj je primarni zakon koji regulira djelovanje tržišta kapitala. Temeljna smjernica za pisanje *Zakona* bila je krovna direktiva za tržište kapitala *Direktiva o tržištima financijskih instrumenata* (broj 2004/39/EZ; odnosno MiFID) koja se putem implementacije u nacionalne zakone primjenjuje u tridesetak europskih zemalja.

MiFID obuhvaća nekoliko ključnih područja:

1. definiranje mjesta trgovanja, odnosno samog tržišta kapitala i moguće načine organiziranja trgovine financijskim instrumentima,
2. rad investicijskih društava koja djeluju na tom tržištu, njihovo licenciranje, organizacija i usluge koje pružaju klijentima,
3. zaštita investitora,
4. nadzor i regulacija tržišta kapitala putem nadzornih agencija.

*Direktiva* još propisuje pravila o izbjegavanju sukoba interesa, kategorizaciju klijenata investicijskih društava i primjenu različitih standarda postupanja, pravila izvršavanja naloga prije i nakon transakcija.

*Zakon o tržištu kapitala* podijeljen je na osam dijelova:

- 1. dio sadrži opće odredbe,
- 2. dio bavi se tržištem financijskih instrumenata,
- 3. dio propisuje ponudu vrijednosnih papira javnosti i objavljivanje propisanih informacija,
- 4. dio definira zlouporabu tržišta,
- 5. dio bavi se nematerijaliziranim vrijednosnim papirima i *Središnjim klirinškim deprozitarnim društvom*,
- 6. dio uređuje postupak nadzora koje provodi *Agencija*,
- 7. dio sadrži prekršajne odredbe,
- 8. dio sadrži prijelazne i završne odredbe. Svaki dio podijeljen je na glave i poglavlja.<sup>74</sup>

Od važnih novina koje je uveo ovaj *Zakon* je i uvođenje mjesta trgovanja. Tako se njime napustilo staro načelo koncentracije koje je podrazumijevalo da postoji jedno centralno mjesto

---

<sup>74</sup> Gračan, Tomislav, *Tržište kapitala*, Zgombić i partneri, Zagreb, 2011., str. 26.-28.

na kojem se spaja ponuda i potražnja pa je tako, osim na uređenom tržištu (burzi) moguće trgovanje putem sistematskog internalizatora<sup>75</sup> i multilateralne trgovinske platforme<sup>76</sup> (MTP). Ovaj zakon ima čak 610 članaka i gotovo četiri puta je duži od *Zakona o tržištu vrijednosnim papirima*. Primarno se orijentira na vrijednosne papire do kojih se došlo javnom ponudom, javnim pozivom (prospekt) na upis i kupnju vrijednosnih papira.

Najveća izmjena u *Zakonu* odnosi se na zaštitumalih investitora jer se zahtijeva od izdavatelja da u što kraćem roku objave točne i potpune, uz izdavatelja vezane, povlaštene informacije na način da ih svi mali investitori u vrijeme objave očekuju i da svi imaju jednake uvjete za reakciju na korporacijske novosti.

Također, *Zakon* predviđa i uspostavu *Fonda za zaštitu investitora* čiji su članovi sva društva koja se bave ulaganjima. Preduvjet zaštite investitora i potencijalnih dioničara poduzeća, naročito malih dioničara je učinkovito korporacijsko upravljanje koje onemogućava samovolju menadžera i provođenje njihovih ciljeva.<sup>77</sup>

#### 4. 3. 2. Zakon o investicijskim fondovima

*Zakonom o investicijskim fondovima* propisani su uvjeti za osnivanje fondova i društava za upravljanje investicijskim fondovima. Investicijski fond osniva se temeljem odobrenja HANFA-e. Investicijski fondovi najvažniji su predstavnici institucionalnih investitora i najveći sudionici procesa trgovanja na tržištu kapitala. To su financijske institucije nastale s ciljem javnog prikupljanja novčanih sredstava na način da izdaju udjele (otvoreni investicijski fondovi<sup>78</sup>) ili dionice (zatvoreni investicijski fondovi<sup>79</sup>). Pri tome treba uvažiti načela

---

<sup>75</sup> *Sistematski internalizator* (engl. *systematic internaliser*) definira se kao investicijsko društvo koje na organiziran, učestao i sustavan način trguje za vlastiti račun, izvršavajući naloge klijenata izvan uređenog tržišta ili MTP., Gračan, Tomislav, *Tržište kapitala*, Zgombić i partneri, Zagreb, 2011., str. 29.

<sup>76</sup> *MTP* (engl. *multilateral trading facilitie*) definira se kao multilateralni sustav kojim upravlja investicijsko društvo ili tržišni operator, a koji spaja ponudu i potražnju za financijskim instrumentima više zainteresiranih trećih strana. Spajanje ponude i potražnje odvija se unaprijed utvrđenim jednoznačnim pravilima. Ustvari predstavlja alternativno tržište koje se od uređenog razlikuje po nižim zahtjevima koji se postavljaju pred izdavatelja, s time da se trgovanje na MTP-u odvija na indentičan način kao i na uređenom tržištu., Gračan, Tomislav, *Tržište kapitala*, Zgombić i partneri, Zagreb, 2011., str. 29.-30.

<sup>77</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 71.-74.

<sup>78</sup> *Otvoreni investicijski fond* definira se kao zasebna imovina, bez pravne osobnosti, a uz odobrenje HANFA-e, osniva ga društvo za upravljanje fondovima kojemu je predmet poslovanja isključivo prikupljanje novčanih sredstava. Oni ne izdaju dionice, već udjele kojima se ne ostvaruju vlasnička prava, već samo prava na dobit iz plasmana fonda. Vrijednost ovog fonda ne smije pasti ispod 5.000.000,00 kuna tijekom tri uzasopna kalendarska mjeseca, a ako se to dogodi fond mora biti likvidiran ili pripojen nekom drugom fondu., Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 75.

<sup>79</sup> *Zatvoreni investicijski fond* definira se kao dioničko društvo što ga uz odobrenje HANFA-e osniva i njime upravlja društvo za upravljanje fondovima kojemu je predmet poslovanja prikupljanje novčanih sredstava i



sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti i diversifikacije rizika. *Zakonom* su propisani godišnji financijski izvještaji koje je društvo obvezno podnositi HANFA-i, a treba sadržavati pregled imovine, račun dobiti i gubitka te izvještaj o djelatnosti protekle poslovne godine.<sup>80</sup>

#### 4. 3. 3. Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima

*Privatizacijski investicijski fondovi* više na tržištu ne posluju u svom inicijalnom obliku, već su njihovu ulogu preuzeli pravni sljednici, a to su klasični zatvoreni investicijski fondovi i holding društva. U Hrvatskoj je inicijalno bilo osnovano 7 investicijskih privatizacijskih fondova i svi su se oni u zakonskom roku transformirali u holding društva (5), a dva fonda nastavila su svoje djelovanje kao fondovi zatvorenog tipa. Uz to što su bili osnovni instrument provedbe kuponske privatizacije, PIF-ovi su potaknuli razvoj industrije investicijskih fondova te je iz tog razloga njihova uloga na tržištu kapitala još važnija.

Privatizacijski fondovi bili su definirani kao dioničko društvo što ga uz odobrenje *Komisije za vrijednosne papire* (pravni sljednik HANFA), osniva i njime upravlja društvo za upravljanje fondovima javnim prikupljanjem privatizacijskih kupona i njihovom zamjenom za privatizacijske dionice u kuponskoj privatizaciji. Za nove fondove karakteristično je da društvo koje ih je osnovalo ne smije upravljati samo jednim fondom, za razliku od društva koje osniva i upravlja klasičnim investicijskim fondovima. Fond je mogao trajati najduže pet godina od dana upisa u sudski registar.<sup>81</sup>

#### 4. 3. 4. Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava

Ovim se zakonom uređuju uvjeti kod davanja ponude za preuzimanje dioničkog društva, postupak preuzimanja dioničkih društava te prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja dioničkih društava. Preuzimanje se oglašava kad druga strana preuzme 25% + 1 dionicu (kontrolni paket) u vlasništvu nekog društva. Tada se ostale dionice moraju otkupiti po istoj cijeni po kojoj je kupljena posljednja dionica, uz uvjet da ostali vlasnici pristanu prodati svoje

---

imovinskih stvari javnom ponudom svojih neograničeno prenosivih dionica i ulaganje tih sredstava. Ovaj fond ne smije izdavati povlaštene dionice. Njegove dionice mogu se uplatiti u novčanim sredstvima, vrijednosnim papirima i pravima, ali njihov iznos mora biti u cijelosti uplaćen prije nego se osnivanje fonda upiše u sudski registar. Dionicama ovog fonda trguje se na sekundarnom tržištu., Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 76.

<sup>80</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 74.-77.

<sup>81</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 77.-78.

dionice po toj cijeni. Time se štiti interes manjih vlasnika koji bi u slučaju preuzimanja paketa dionica i prekida otkupa, ostali bez ikakve mogućnosti prodaje svojih dionica. Ovaj problem ne postoji na tržištima koji imaju razvijen promet. U slučaju zadovoljavajuće likvidnosti opet se mora proglasiti preuzimanje. HANFA ima pravo uvida u svu dokumentaciju povezanu s postupkom za preuzimanje te pravo nadziranja postupanja sudionika u postupku za preuzimanje dioničkih društava.<sup>82</sup>

#### 4. 3. 5. Zakon o leasing

Prema ovom zakonu, *leasing društvo* je pravna osoba sa sjedištem u RH koja je upisana u sudski registar na temelju odobrenja HANFA-e za obavljanje poslova leasinga. Može biti osnovana kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću. Posao leasinga je pravni posao u kojem davatelj leasinga na temelju kupoprodajnog ugovora s dobavljačem objekta leasinga stječe pravo vlasništva na objektu leasinga i primatelju leasinga, na temelju ugovora odobrava pravo korištenja tog objekta na određeno razdoblje, a ovaj za to plaća određenu naknadu. Temeljni kapital leasing društva ne smije biti manji od jednog milijuna kuna i mora biti uplaćen u novcu prije osnivanja ili upisa povećanja temeljnog kapitala leasing društva u sudski registar. Ako je leasing društvo osnovano kao dioničko društvo, dionice društva moraju glasiti na ime, a povlaštene dionice leasing društva osnovanog kao dioničko društvo mogu biti do najviše 25% ukupnih dionica. Dionice moraju biti izdane u nematerijaliziranom obliku. Odobrenje za poslovanje leasing društva daje HANFA, ona obavlja i nadzor.<sup>83</sup>

---

<sup>82</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 78.-79.

<sup>83</sup> isto, str. 79.-80.

## 5. TRŽIŠTE KAPITALA U RH NA PRIMJERU ZAGREBAČKE BURZE

Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj su:

1. ulagatelji u financijske instrumente (građani, trgovačka društva, investicijski i mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, kreditne institucije- banke i dr.),
2. posrednici u trgovini – investicijska društva, kreditne institucije,
3. izdavatelji financijskih instrumenata (kompanije koje nude financijske instrumente radi trgovanja),
4. *Središnje klirinško deponitarno društvo d. d. Zagreb (SKDD)*,
5. *Zagrebačka burza d. d. Zagreb.*<sup>84</sup>

### 5. 1. Zagrebačka burza

*Zagrebačka burza (ZSE)* je u svom povijesnom obliku osnovana 3. prosinca 1918. godine pod nazivom *Zagrebačka burza za robu i vrednote*. Na njoj se tada osim vrijednosnim papirima, trgovalo i drugom robom, npr. sirovinama, valutama, metalima. Gospodarska kriza tridesetih godina odrazila se na cijeli svijet pa i na *Zagrebačku burzu* gdje je 1931. godine napušteno trgovanje vrijednosnim papirima, dok se trgovina raznom robom nastavila sve do kraja 2. svjetskog rata, 1946. godine. Nakon rata burza je zatvorena jer je za postojeći režim predstavljala simbol neprihvatljivog kapitalističkog društva. Ponovno oživljavanje *Zagrebačke burze* moralo je čekati gotovo pola stoljeća.

*Zagrebačka burza* u današnjem obliku osnovana je 1991. godine kao izraz stremljenja stabilnog i suvremenog financijskog tržišta. Osnovao ju je 25 banaka i osiguravajućih društava koji su htjeli uložiti vlastita financijska sredstva u reanimaciju burze. Na *Zagrebačkoj burzi* trguju brokerska društva koja su članice burze u svoje ime i za svoj račun ili po nalogu klijenta, vlasnika vrijednosnih papira. Članovi burze su disperzirani po cijeloj Hrvatskoj.<sup>85</sup> Nešto kasnije, 1993. utemeljeno je *Varaždinsko tržište vrijednosnicama*, kasnije preimenovano u

---

<sup>84</sup> <https://www.hanfa.hr/getfile.ashx/?fileId=42497>, *Tržište kapitala*, HANFA, Zagreb, str. 5., pregled: 28. 4. 2019.

<sup>85</sup> Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 64.-65.

*Varaždinsku burzu* koja je kasnije pripojena Zagrebačkoj burzi 2006. godine. Uz varaždinsko, osnovano je i *Osječko tržište*, ali ono nije opstalo zbog manjka transakcija.

Danas je na burzi više od 150 društava, a Burza upravlja vama tržištima: uređenim tržištem i MTP.

U samim počecima trgovalo se na velikim dražbama koje su organizirane u sjedištu Burze na Ksaveru i na kojima su svi brokери bili fizički prisutni. Te trgovine su, za razliku od današnjih, zahtijevale fizičku prisutnost brokera.

Danas se trgovina vrijednosnim papirima (dionicama i obveznicama) na *Zagrebačkoj burzi* odvija putem elektroničkog trgovinskog sustava koji je uveden 1994. godine. Ona je centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u RH. Brokerske kuće, članice Burze, povezane su posebnim telekomunikacijskim vezama sa sjedištem Burze i unose naloge za kupnju ili prodaju izravno iz svojih ureda te zaključuju transakcije s ostalim brokerima. Dakle, ne postoji jedno fizičko mjesto (tradicionalni *floor*) gdje se odvija trgovina vrijednosnim papirima, već ona teče putem elektronički povezanih trgovaca. Svi brokери članovi imaju pristup trgovinskom sustavu u realnom vremenu (bezvremenskog kašnjenja/pomaka) kako bi bili u jednakom položaju glede istodobnog primanja informacija o trenutačnoj ponudi vrijednosnih papira.<sup>86</sup> Pokazatelj važnosti razvoja informatičkih i telekomunikacijskih tehnologija te njihove implementacije u sustav burze pokazuju da se od uvođenja elektroničkog sustava trgovanja od 1995. do 2000. godine vrijednost tržišta *Zagrebačke burze* povećala gotovo 10 puta (982,6%)<sup>87</sup>

Elektronski trgovinski sustav *Zagrebačke burze* naziva se OMX X – Stream, a kupljen je od švedske burze i u poslovanje burze uveden 23. studenog 2007. godine. Novi trgovinski sustav zamijenio je sustave *Zagrebačke burze* MOST i BTS.<sup>88</sup>

Od 2001. *Zagrebačka burza* uvela je novitete na domaće tržište kapitala: pokrenuta je specijalistička trgovina (*market making*) i započelo je trgovanje strukturiranim proizvodima. Burza je počela upravljati *Multilateralnom trgovinskom platformom*, uvedeno je 8 novih indeksa, a započelo je i izdavanje LEI<sup>89</sup> oznaka. Utemeljila je nagrade za najbolje odnose s ulagateljima i godišnje *Nagrade Zagrebačke burze*. Uz potporu *Europske banke za obnovu i*

---

<sup>86</sup> Alajbeg D., Bubaš Z., *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane*, Institut za javne financije, Zagreb, 2001., str. 15.

<sup>87</sup> <https://www.zse.hr/>, pregled: 12. 4. 2019.,

Klačmer Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009., str. 68.

<sup>88</sup> isto, str. 68

<sup>89</sup> *LEI oznaka (Legal Entity Identifier)* predstavlja kod koji omogućava identifikaciju pravnih subjekata koji sudjeluju na financijskim tržištima. Dodjeljivanjem LEI-a bave se različite institucije, od burzi preko depozitorija, banka, statističkih zavoda, a moraju imati odobrenje LEI ROC (LEI Regulatory Oversight Committee) - odboru sastavljenom od institucija i organizacija iz čitavog svijeta (nacionalne banke, ministarstva financija, itd.), <https://www.zse.hr/default.aspx?id=56232>, pregled: 16. 5. 2019.

razvoj 2010. osnovana je *Akademija Zagrebačke burze* kroz koju je prošlo više od 6000 polaznika. Zajedno s *Bugarskom* i *Makedonskom burzom* 2014. godine osnovala je društvo SEE LINK s ciljem stvaranja regionalne infrastrukture za trgovanje dionicama uvrštenima na ta tri tržišta. SEE LINK platforma postala je operativna u prvom kvartalu 2016. godine.

Krajem 2015. godine uspješno je završila preuzimanje Ljubljanske burze od *CEE Stock Exchange Group*. Ima dvadesetpostotni udio u društvu *Funderbeam South-East Europe*, osnovanom u rujnu 2016. godine. To je *crowdfunding* platforma za *startup kompanije* na kojoj ulagatelji odmah nakon inicijalne faze ulaganja mogu trgovati svojim udjelima, a zahvaljujući inovativnom sustavu temeljenom na *bitcoin tehnologiji*.

Već 25 godina *Zagrebačka burza* predvodi trendove u razvoju regionalnog tržišta kapitala omogućujući transparentnu, sigurnu, učinkovitu i održivu trgovinu vrijednosnicama, održavajući najveću razinu kvalitete usluga tržišta kapitala kako bi se zadovoljile potrebe dioničara, ulagatelja, izdavatelja, članova i svih zainteresiranih strana.<sup>90</sup>

## 5. 2. Organizacija ZSE

Organizacija Zagrebačke burze sastoji se od:

1. Statuta društva,
2. Nadzornog odbora,
3. Uprave društva,
4. Odjela i funkcije.

ZSE je organizirana prema sektorima i to: *Sektor tržišta i nadzora*, *Sektor informatičkih tehnologija i poslovnog razvoja*, *Sektor poslovne podrške* te *Sektor pravnih i općih poslova*. Svaki od tih sektora čine odjeli koji olakšavaju upravljanje. Prikaz upravljačke organizacije Zagrebačke burze prikazan je na Slici 1.

---

<sup>90</sup> <https://www.zse.hr/>, pregled: 19. 5.2019.

Slika 1. Upravljačka organizacija ZSE



Izvor: Sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=27>, pregled: 19. 5. 2019.

### 5. 3. Trgovanje na Zagrebačkoj burzi

Trgovanje na Zagrebačkoj burzi podijeljeno je na tri segmenta: <sup>91</sup>

#### 1. uređeno tržište

Uređeno tržište je trgovinski segment kojim upravlja *Zagrebačka burza* i na kojem je moguće trgovanje uvrštenim vrijednosnim papirima. Ono je podijeljeno na tri segmenta:

- a) vodeće tržište,
- b) službeno tržište i
- c) redovito tržište.

<sup>91</sup> <http://zse.hr/default.aspx?id=36768>, pregled: 19. 5. 2019

**Redovito tržište** obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih informacija propisanih *Zakonom o tržištu kapitala*, dok za **Službeno i Vodeće tržište** postoje dodatne obveze propisane Pravilima Burze.

**Vodeće tržište** je najzahtjevniji tržišni segment u smislu zahtjeva koje postavlja pred izdavatelja, osobito glede transparentnosti. Redovito tržište obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih informacija propisanih *Zakonom o tržištu kapitala*, dok za Službeno i Vodeće tržište postoje dodatne obveze propisane pravilima burze,

## 2. Multilateralna trgovinska platforma

*Multilateralna trgovinska platforma* (MTP) podijeljena je na domaći MTP i inozemni MTP. Sukladno odredbama *Zakona o tržištu kapitala*, nema isti status kao uređeno tržište. MTP ima niže zahtjeve koji se postavljaju pred izdavatelje instrumenata,

## 3. OTC – transakcije

OTC transakcije predstavljaju transakcije izvršene izvan uređenog tržišta ili MTP-a, koje se prijavljuju Burzi u svrhu javne objave transakcije. Sudionici transakcije samostalno dogovaraju transakciju i provode namiru.

## 5. 4. Pojam i indeksi Zagrebačke burze

**Burzovni indeks** je instrument koji pokazuje skupno kretanje vrijednosnih papira na određenom tržištu. Njime se na vrlo jednostavan način nastoji ocijeniti kretanje pojedinog tržišta. Indeksi se mogu izračunavati pomoću svih vrijednosnih papira ili na temelju određenog broja vrijednosnica za koje je utvrđeno da predstavljaju cijelo tržište. Na indeks najviše utječe ona dionica koja ima najveću težinu u indeksu.

*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.

Kao i svaka organizirana tržišta na svijetu i Zagrebačka burza d.d. ima svoj indeks vrijednosti – CROBEX.

**CROBEX** je dionički službeni indeks Zagrebačke burze d.d., počeo se objavljivati 1. rujna 1997. godine, a bazna vrijednost je 1000. CROBEX je vagan tržišnom kapitalizacijom najlikvidnijih dionica hrvatskih poduzeća na osnovi *free float* pri čemu je udio pojedine dionice ograničen na 15% i kao takav revidira se dva puta godišnje. Revizija indeksa obavlja se po

završetku trgovine, svakog trećeg petka u ožujku i rujnu, a primjenjuje se od sljedećeg trgovinskog dana. Ako se dionica isključuje iz Indeksa, u Indeks će se uključiti dionica s najvećim vaganim udjelom.<sup>92</sup>

**CROBEX 10** je indeks cijena dionica na *Zagrebačkoj burzi*, a počeo se primjenjivati 7. 9. 2009. godine. Bazni datum je 31. 7. 2019. godine, a bazna vrijednost iznosi 1000. U njegov sastav ulazi 10 dionica iz indeksa CROBEX s najvećom *free float* tržišnom kapitalizacijom i prometom. Vagan je na osnovi *free float* tržišne kapitalizacije, pri čemu je udio pojedine dionice ograničen na 20%. Ako se nekoj od dionica koje čine CROBEX 10 nije trgovalo predmetnog dana, uzima se prethodna zadnja cijena. Revizija indeksa obavlja se po završetku trgovine, tjedan dana nakon revizije CROBEX-a.<sup>93</sup>

**CROBIS** je službeni obveznički indeks *Zagrebačke burze d.d.* koji se počinje objavljivati 1. listopada 2002. godine. Bazni datum utvrđen je 30. 9. 2019. godine, a bazna vrijednost postavljena je na 100 bodova. CROBIS je cjenovni indeks vagan na osnovu tržišne kapitalizacije, pri čemu težina pojedine obveznice u indeksu ne može prijeći 35 %.<sup>94</sup> Indeks se računa na kraju svakog trgovinskog dana tako da se koristi prosječna dnevna cijena ponderirana količinom za sve obveznice koje se nalaze u indeksu, bilo da je trgovanje izvršeno trgovinskim sustavom MOST ili se radi o prijavljenim transakcijama.<sup>95</sup>

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 obveznicama trgovalo. U indeks se uključuju državne obveznice i obveznice državnih agencija koje su uvrštene na *Zagrebačku burzu* uz potrebne uvjete.<sup>96</sup>

**CROBEX PLUS** je sektorski indeks koji uzima dionice uvrštene na uređeno tržište koje ima više od 70% dana trgovanja u šestomjesečnom razdoblju i kojima je *free float* tržišna kapitalizacija veća od 10 milijuna kuna.

---

<sup>92</sup> <https://www.zse.hr/>, pregled: 18.5. 2019.

<sup>93</sup> <https://www.zse.hr/>, pregled: 18.5. 2019.

<sup>94</sup> <http://zse.hr/default.aspx?id=44101&index=CROBEX>, pregled: 19. 5. 2019.

<sup>95</sup> <https://www.zse.hr/>, pregled: 18.5. 2019.

<sup>96</sup> <https://www.zse.hr/>, pregled: 18. 5. 2019.



## 5. 5. Analiza trgovanja na Zagrebačkoj burzi

Promet na ZSE značajno je smanjen u razdoblju krize od 2008. godine, a kriza je utjecala i na smanjenje broja plasmana vrijednosnih papira na burzi zbog smanjenja optimizma investitora pa su i poduzeća smanjila financiranja putem tržišta kapitala. Broj uvrštenih dionica počeo se smanjivati s prvim udarom krize 2008. godine. Prije krize kotirale su čak 260 dionice poduzeća, a danas ih je 146. Smanjen je i broj uvrštenih obveznica i iznosi 36. Najveći pad od 13% vidio se u 2014. godini kada je broj dionica smanjen za 19 u donosu na raniju godinu. Prosječan pad od 8% bio je sve do 2015. godine po stopi od 6%, a najveći pad bio je 2012. godine.

Za razliku od dionica i obveznica, strukturirani vrijednosni papiri bilježili su rast u razdoblju krize, a osobito se rast vidi od 2014. To ukazuje na preferencije investitora na burzi i zaštitu strukturiranih vrijednosnica od rizika baznih vrijednosnica. Njihov rad pokazatelj je pada atraktivnosti dionica i obveznica te povjerenja investitora, pokazatelj smanjenja sklonosti poduzeća da se financiraju na tržištu kapitala.<sup>97</sup> Promet dionicama dosegnuo je maksimum od oko 18 000 milijuna kuna 2008. godine, nakon čega se drastično smanjio za 300% već 2009. godine. Od 2008. godine smanjio se i promet obveznicama, ali se brzo oporavio i brzo pao već 2011. godine. Nakon toga promet je oscilirao oko razine od 700 milijuna kuna, a u 2015. godini opet pada na 25 milijuna kuna. Otada se zadržava na razini do 110 milijuna kuna.

U rujnu 2019. ukupni i redovni promet bio je oko 15.729.618 kn, promet dionicama bio je 14.458.618 kn, a obveznica 1.271.000 kn, dok je OTC promet bio 116. 498.299 kn. Najveću cijenu dionica imao je Kraš<sup>98</sup>.

Iz dijela navedenih podataka vidi se da postoji potencijal za širenjem i razvojem tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj i njegovim većim sudjelovanjem u financijskim potrebama poduzeća.<sup>99</sup>

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj mlado je tržište u razvoju u odnosu na razvijenije zemlje EU što dovodi do dodatnog ograničavanja pojedinih poduzeća u odluci izlaska na tržište. Ipak, valja istaći da se tržište, s obzirom na brojne društvene i političke promjene te krizno razdoblje, polako oporavlja, a to je znak da se vratio interes investitora za sudjelovanjem

---

<sup>97</sup> <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A287/datastream/PDF/view>, Malenica, Ana, *Tržište kapitala u funkciji financiranja poduzeća*, 2016., str. 26.-27., pregled: 15. 5. 2019.

<sup>98</sup> <https://www.zse.hr/>, pregled: 19. 5. 2019.

<sup>99</sup> <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A287/datastream/PDF/view>, Malenica, Ana, *Tržište kapitala u funkciji financiranja poduzeća*, 2016., str. 37., pregled: 15. 5. 2019.

na tržištu kapitala. Bit će potrebno još neko vrijeme da se tržište vrati na razdoblje prije udara krize, kako bi ono bilo pouzdan izvor financiranja kojeg odlikuje interes investitora.

## 6. ZAKLJUČAK

Financiranje poduzeća je značajan segment upravljanja poslovanjem. Velika poduzeća, posebno ona koja su organizirana kao dionička društva, imaju pristup tržištu kapitala. To im osigurava mogućnost prikupljanja vlasničkih i dužničkih sredstava putem emisije dionica i obveznica.

To se osobito vidi na ulasku i povećanju broja investitora na *Zagrebačkoj burzi*, koja bilježi porast i čiji se broj članova povećao, a sama burza znatno napredovala u informatičkom smislu, izradi projekata, sudjelovanju u različitim projektima EU i razvoju vlastite Akademije. Ona danas ima veoma učinkovitu tehnologiju, tj. tehnologiju budućnosti. Sustavi na kojima se trgovina odvijala do 2007. bili su i više nego zadovoljavajući za tadašnji stupanj razvoja hrvatskog tržišta kapitala, a osobito su bili značajni jer je na kreiranju koncepta i razvoju radio isključivo domaći tim stručnjaka koji je do današnjih dana znatno unaprijedio poslovanje *Zagrebačke burze*.

Na tržištu kapitala u funkciji financiranja poduzeća u Republici Hrvatskoj vidljivi su noviji procesi i sistemi rada, a neki od njih se još moraju razvijati i prilagođavati suvremenom financijskom tržištu, kao npr. djelatnost osiguranja koja bi trebala postati važan segment stabilnosti, održivog razvoja gospodarstva i cijele društvene zajednice. Njihova kvaliteta mora se podizati, a u budućnosti bi jedan od ciljeva trebao biti privlačenje investitora na tržište kapitala i smanjivanje dugova.

Ojačavanje tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj trebalo bi dovesti i do potrebe ulaganja stranih investitora, što bi pojačalo gospodarski rast i razvoj manje razvijenih gospodarskih grana u Republici Hrvatskoj. To se dobro vidi na primjeru automobilske industrije Mate Rimca koji je svoje poduzeće organizirao po pravilima tržišta kapitala i svjetskog tržišta i polako napreduje, iako još uvijek nije na dobitku. Njegovo se poduzeće financira kreditima i emisijom vrijednosnih papira sudjeluje na burzi.

Druga poduzeća, a i država svojim potporama trebaju poraditi na sudjelovanju na tržištu kapitala. Za puni razvoj malih i srednjih poduzeća u RH potrebno je stvoriti učinkovito i institucionalno okruženje. Mala i srednja poduzeća predstavljaju većinu svih registriranih poduzeća, generiraju zapošljavanje, pridonose povećanju proizvodnje, pokretači su razvoja i inovacija i pridonose povećanju konkurentnosti gospodarstva. Ona se u svom poslovanju

susreću s brojnim problemima, a jedan od najvećih je pristup izvorima financiranja, osobito u hrvatskom bankocentričnom financijskom sustavu, što bi trebalo mijenjati.

Isto tako, u budućnosti bi trebalo smanjiti utjecaj političkog djelovanja i različitih manipulacija u procesu razvoja tržišta kapitala. Hrvatske se i dalje treba prilagođavati procesima i uvjetima tržišta kapitala u razvijenim zemljama Europske Unije. U tom procesu polako napreduje i stvara uvjete za razvoj korporacijskog upravljanja.

## LITERATURA

1. Alajbeg D., Bubaš Z., *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane*, Institut za javne financije, Zagreb, 2001.
2. Buljan, I., *Poslovne financije*, Međimursko veleučilište Čakovec, Čakovec, 2014.
3. Foley, J. Bernard, *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1993.
4. Gračan, Tomislav, *Tržište kapitala*, Zgombić i partneri, Zagreb, 2011.
5. Klačmer Orsag, S., Dedi, L., *Tržište kapitala*, Alca script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 22.
- Čalopa Marina, Cingula Marijan, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009.
6. Mishkin, F. S., Eakins, S. G., *Financijska tržišta + institucije*, Mate, Zagreb, 2005.
7. Orsag, S., Dedi, L., *Tržište kapitala*, Alca script d.o.o., Zagreb, 2014.
8. Orsag, S., *Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti financiranja*, Sarajevo, Revicon, 2011
9. Saunders, A., Millon Cornett, A., *Financijska tržišta i institucije*, Naklada Ljevak, Zagreb, 2006.
10. Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2006.
11. Vukičević, M., *Financiranje poduzeća*, Golden marketing – Tehnička knjiga, Zagreb, 2006.

### Internetski izvori:

1. <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A287/datastream/PDF/view>, Malenica, Ana, *Tržište kapitala u funkciji financiranja poduzeća*, 2016., str. 26.-27., pregled: 15. 5. 2019.
2. <https://www.zse.hr/>, pregled: 19. 5. 2019.
3. <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, Prohaska u: Olgić Draženović, Bojana, *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, Rijeka, 2012., str. 18.-19., pregled. 15. 2. 2019.
4. [http://www.poba.hr/get\\_file.php?d=brosura\\_financijski\\_instrumenti\\_i\\_pripadajuci\\_rizici.pdf](http://www.poba.hr/get_file.php?d=brosura_financijski_instrumenti_i_pripadajuci_rizici.pdf) pregled: 28. 3. 2019.

5. <https://www.hanfa.hr/getfile.ashx/?fileId=42497>, *Tržište kapitala*, HANFA, Zagreb, pregled: 28. 4. 2019.
6. [http://www.poba.hr/get\\_file.php?d=brosura\\_financijski\\_instrumenti\\_i\\_pripadajuci\\_rizici.pdf](http://www.poba.hr/get_file.php?d=brosura_financijski_instrumenti_i_pripadajuci_rizici.pdf), pregled: 28. 3. 2019.
7. [http://www.poba.hr/get\\_file.php?d=brosura\\_financijski\\_instrumenti\\_i\\_pripadajuci\\_rizici.pdf](http://www.poba.hr/get_file.php?d=brosura_financijski_instrumenti_i_pripadajuci_rizici.pdf), pregled: 20. 2. 2019.
8. <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/trziste-vrijednosnica.html>, pregled: 19. 01. 2019.
9. <https://www.agram-brokeri.hr/default.aspx?id=1981062>, pregled: 28. 3. 2019.
10. <https://www.hanfa.hr/regulativa/trziste-kapitala/>, *Zakon o tržištu kapitala*, pregled: 18. 5. 2019.
11. <http://www.poslovni.hr/leksikon/sekundarno-trziste-1698>, pregled: 28. 3. 2019.
12. <https://hrcak.srce.hr/105300166-167>, Mihaela Grubičić Šeba, *Troškovi izdavatelja vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala*, pregled: 12.4. 2019.
13. [https://www.hanfa.hr/media/2793/20180530-\\_prospekt-uvrstenja-final\\_komplet\\_potpisano.pdf](https://www.hanfa.hr/media/2793/20180530-_prospekt-uvrstenja-final_komplet_potpisano.pdf), pregled: 20. 6. 2019.
14. <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=1930>, pregled: 21. 3. 2019.
15. <https://www.zse.hr/>, pregled: 12. 4. 2019.,
16. <https://www.zse.hr/default.aspx?id=56232>, pregled: 16. 5. 2019.
17. <http://zse.hr/default.aspx?id=44101&index=CROBEX>, pregled: 19. 5. 2019.
18. [http://www.ijf.hr/trziste\\_kapitala/index.htm](http://www.ijf.hr/trziste_kapitala/index.htm), *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala*, pregled: 28. 5. 2019.
19. <http://www.poslovni.hr/leksikon/eksterno-financiranje-1217>, pregled: 20. 6. 2019.
20. [http://www.ijf.hr/trziste\\_kapitala/index.htm](http://www.ijf.hr/trziste_kapitala/index.htm), pregled: 16. 5. 2019.
21. [https://hr.wikipedia.org/wiki/Nematerijalizirani\\_vrijednosni\\_papiri](https://hr.wikipedia.org/wiki/Nematerijalizirani_vrijednosni_papiri), pregled: 16. 5. 2019.
22. <http://www.poslovni.hr/leksikon/trziste-kapitala-1051>, pregled: 11. 4. 2019.
23. <http://www.poslovni.hr/leksikon/emisija-vrijednosnica-400>, pregled: 16. 5. 2019.
24. <http://www.poslovni.hr/leksikon/diversifikacija-283>, pregled: 19. 6. 2019.