

# PERSPEKTIVE RAZVOJA HRVATSKOG TRŽIŠTA OBVEZNICA

---

**Kresić, Maro**

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

**2018**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:545923>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-28**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



**SVEUČILIŠTE U SPLITU**  
**EKONOMSKI FAKULTET U SPLITU**

**ZAVRŠNI RAD**

**PERSPEKTIVE RAZVOJA HRVATSKOG  
TRŽIŠTA OBVEZNICA**

**Mentor:**

**Prof. dr. sc. Nikša Nikolić**

**Student:**

**Maro Kresić, bacc. oecc.**

**Split, rujan 2018.**

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD</b> .....	6
<b>1.1. Definiranje predmeta istraživanja</b> .....	6
<b>1.2. Ciljevi rada</b> .....	6
<b>1.3. Metode rada</b> .....	6
<b>1.4. Struktura (sadržaj) rada</b> .....	7
<b>2. OBILJEŽJA FINACIJSKOG TRŽIŠTA</b> .....	8
<b>2.1. Definiranje financijskog tržišta</b> .....	8
<b>2.2. Značaj financijskog tržišta za gospodarstvo</b> .....	10
<b>2.3. Vrste financijskog tržišta</b> .....	11
2.3.1. Primarno i sekundarno financijsko tržište (tržište kapitala) .....	11
2.3.2. Tržište kapitala.....	14
2.3.3. Tržište novca.....	16
2.3.4. Devizno tržište .....	18
<b>2.4. Instrumenti trgovanja na tržištu novca</b> .....	19
<b>3. VRSTE OBVEZNICA</b> .....	21
<b>3.1. Pojmovno definiranje obveznice</b> .....	22
3.1.1. Svrha i dijelovi obveznica.....	23
<b>3.2. Karakteristike i vrste obveznica</b> .....	24
3.2.1. Državne obveznice.....	26
3.2.2. Korporacijske obveznice.....	27
3.2.3. Municipalne obveznice .....	29
<b>4. ANALIZA TRŽIŠTA I MOGUĆNOSTI RAZVOJA OBVEZNICA U</b>	

<b>4.1. Analiza financijskog tržišta u RH.....</b>	<b>31</b>
4.1.1. Financijska tržišta u RH.....	31
<b>4.2. Razvoj obveznica u RH.....</b>	<b>35</b>
4.3. Mogućnosti razvoja obveznica u RH .....	39

## **5. ZAKLJUČAK**

### **LITERATURA**

## SAŽETAK

Cilj istraživanja je objasniti pojam, vrste i značenja obveznica. Također utvrditi ponudu i potražnju obveznica na hrvatskom tržištu, te analizirati glavne čimbenike o kojima ovisi razvoj toga dijela financijskog tržišta. Predmet rada je definiranje ograničenja i mogućnosti razvoja tržišta obveznica u Republici Hrvatskoj. Obveznice su dugoročni vrijednosni papiri kojima se trguje na financijskom tržištu. Služe prvenstveno za prikupljanje novčanih sredstava, a izdati ih može država, korporacije i regionalne jedinice. Obveznice prema tome mogu podijeliti na državne obveznice, korporacijske obveznice te municipalne. Obveznice se sastoje od kamatne stope, nominalne vrijednosti obveznice, serija i broj te kuponi. Financijsko tržište u RH nema sve preduvjete za razvoj, iako su sa oporavkom gospodarstva RH primjetni i oporavci financijskog tržišta. Nakon 2007. godine je došlo do drastičnog pada na financijskom tržištu, ali se iza te godine financijsko tržište počelo oporavljati i davati pozitivne pokazatelje napretka.

**Ključne riječi:** pojam i vrste obveznica, mogućnosti razvoja, financijska tržišta, preduvjeti za razvoj.

## SUMMARY

The aim of the research is to explain the term, type and meaning of bonds. Also to determine the supply and demand of bonds on the Croatian market and to analyze the main factors that depends on the development of that part of the financial market. The topic of the paper is to define the limits and opportunities for developing the bond market in the Republic of Croatia. Bonds are long-term securities traded on the financial market. They are primarily used for fundraising, and can be issued by states, corporations and regional units. Bonds can therefore be divided into government bonds, corporate bonds and municipal bonds. Bonds consist of interest rates, nominal value of bonds, series and number and coupons. The financial market in the Republic of Croatia does not have all the prerequisites for development, although with the recovery of the economy of the Republic of Croatia are noticed and the recovery of the financial market. After 2007, there was a drastic fall in the financial market, but after that year the financial market started to recover and give positive progress indicators.

# **1. UVOD**

## **1.1. Definiranje predmeta istraživanja**

Predmet ovog rada je definiranje ograničenja i mogućnosti razvoja tržišta obveznica u Republici Hrvatskoj.

## **1.2. Ciljevi rada**

Cilj ovog rada je objasniti pojam, vrste i značenja obveznica. Osim toga, cilj je utvrditi ponudu i potražnju obveznica na hrvatskom tržištu, te analizirati glavne čimbenike o kojima ovisi razvoj toga dijela financijskog tržišta.

## **1.3. Metode rada**

Metode koje se koriste u ovom radu su metoda prikupljanja informacija i podataka, metoda analize i sinteze te metoda deskripcije.

#### **1.4. Struktura (sadržaj) rada**

Završni rad se sastoji od pet cjelina, od čega se glavni dio rada sastoji od četiri cjeline, i to: Obilježja financijskog tržišta; Vrste obveznica; Pojmovno i sadržajno određivanje obveznica; Analiza tržišta i mogućnosti razvoja obveznica u RH.

Druga cjelina – Obilježja financijskog tržišta – bavi se definiranjem financijskog tržišta, značajem financijskog tržišta za gospodarstvo, vrstama financijskih tržišta te instrumentima trgovanja na tržištu novca.

Treća cjelina – Vrste obveznica – se bavi karakteristikama i vrstama obveznica. Osim toga, bavi se opisom procesa vrednovanja različitih tipova obveznica.

Četvrta cjelina – Pojmovno i sadržajno određivanje obveznica – se bavi pojmovnim definiranjem obveznica i pitanjem njihove svrhe. Također se bavi i sastavnim dijelovima obveznice, kao što je nominalna vrijednost, kamatna stopa, serija i broj te kuponima.

Peta cjelina – Analiza tržišta i mogućnosti razvoja obveznica u RH – se bavi analizom financijskog tržišta u RH, te se bavi pitanjima razvoja i financijskog tržišta i tržišta kapitala. Osim toga, cjelina opisuje razvoj korporacijskih, državnih i municipalnih obveznica u RH, te opisuje mogućnosti razvoja obveznica u RH.

Uvod i Zaključak (prva i šesta cjelina) se bave uvođenjem čitatelja u problem istraživanja, ciljeve rada te metode istraživanja koje se koriste prilikom izrade završnog rada. U Zaključku se daju najvažnija saznanja i zaključci iz ovog završnog rada.



## 2. OBILJEŽJA FINANCIJSKOG TRŽIŠTA

### 2.1. Definiranje financijskog tržišta

Financijsko tržište je mjesto uređenog (organiziranog, normiranog) protoka novčanih sredstava. Poduzeće je u stalnoj interakciji s financijskim tržištima i institucijama, jer koristeći njihove usluge dobavlja novac potreban za sve svoje operacije, od dnevnog poslovanja, do velikih investicijskih poduhvata, tako da ne postoji način da se poduzeće odvoji od financijskog sustava i njegovih zakonitosti.<sup>1</sup>

Dimenzije financijskih tržišta su sljedeće:<sup>2</sup>

- primarna nasuprot sekundarnih tržišta,
- tržišta novca nasuprot tržišta kapitala.

Iako će o primarnim i sekundarnim tržištima, te o tržištu novca i tržištu kapitala više riječi biti u nastavku završnog rada, valja istaknuti sljedeće. Naime, primarna financijska tržišta podrazumijevaju tržišta na kojima se emitiraju novi financijski instrumenti. Sa druge strane, sekundarna financijska tržišta su ona na kojima se trguje već izdanim papirima, odnosno vrši se njihova preprodaja.

Treba istaknuti i razliku između tržišta novca i tržišta kapitala, a to je sljedeća. Naime, razlika je u tome što tržišta novca služe za trgovanje dužničkim instrumentima s rokom dospjeća manjim od godine dana, dok tržište kapitala služi za trgovanje vlasničkim udjelima (dionicama) te instrumentima s vremenom dospjeća većim od jedne godine.<sup>3</sup>

U principu, sam termin financijsko tržište je tržište gdje kupci i prodavači sudjeluju u trgovini imovinom kao što su dionice, obveznice, valute i derivati – shvaćen u širem smislu. Financijska tržišta obično se definiraju transparentnim određivanjem cijena,

---

<sup>1</sup> Sabolić, D. (2013): Financijska tržišta II. – Organizacija financijskih tržišta, Fakultet elektrotehnike i računarstva, Sveučilište u Zagrebu, Inzeko, str. 262.

<sup>2</sup>Ibidem.

<sup>3</sup>Sabolić, D. (2013): op. cit., str. 268.

osnovnim propisima o trgovanju, troškovima i naknadama te tržišnim silama koje određuju cijene vrijednosnih papira koje se trgovalo.

Valja istaknuti da veliki investitori imaju pristup velikim brojem financijskih tržišta i razmjenama koje predstavljaju širok spektar financijskih proizvoda. Neka od tih tržišta oduvijek su bila otvorena za privatne investitore, dok su ostala tržišta do kraja dvadesetog stoljeća ostala predodređena za međunarodne banke, financijske stručnjake i sl.

Također, financijsko tržište se može definirati i kao tržište za prodaju i kupnju dionica, obveznica, mjenica, robe, deviza, i tome slično, a funkcionira kao burza i kredit. Da bi financijski sustav bio stabilan, neophodna je njegova efikasnost.

Efikasan financijski sustav podrazumijeva takvo funkcioniranje sustava kod kojeg je sumasvih dobitaka od plasiranja sredstava, plaćanja i trgovine rizikom (koje uključuje osiguranje iterminske transakcije) maksimalna. Od svih financijskih posrednika jedino se komercijalne banke javljaju u svim aktivnostima financijskog sustava, plasiranju sredstava (najveći obujam transakcija se odnosi na njih (kod bankovno orijentiranog financijskog sustava, op.a.)), obavljanju poslova platnog prometa i trgovini rizika.<sup>4</sup>

Nadalje, treba istaknuti da je za efikasnost financijskog sustava u plasiranju sredstava bilo u direktnom plasiranju (obveznica i dionica preko tržišta) ili indirektnog (preko banaka i drugih financijskih posrednika) moraju biti ispunjene tri pretpostavke:<sup>5</sup>

- konkurentno utvrđivanje cijena,
- minimizirani troškovi transakcija,
- integrirani financijski sustav.

U slučaju da cijene nisu konkurentno utvrđene, može doći do neefikasnosti zbog toga što se ne bi mogli realizirati svi zajmovi, a to bi dovelo do neprofitabilnih investicija. Nadalje, ako troškovi transakcija nisu minimizirani, doći će do toga da će dobit od zajmova (zbog nerealiziranih zajmova) biti značajno niža. Konkurencija među financijskim posrednicima i tržištima daje poticaj za sniženje troškova i povećanje profita, a bez integracije financijski

---

<sup>4</sup>Mikulić, I. (2014.): Financijska tržišta u RH, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb, str. 4., Dostupno na: <https://www.scribd.com/doc/74924023/Financijska-tr%C5%BEi%C5%A1ta-u-RH#> (17.09.2017.)

<sup>5</sup>Ibidem.

sustav neće biti efikasan čak ni ako su ispunjene prve dvije pretpostavke, pa će ukupna neto dobit od plasiranja sredstava za gospodarstvo u cjelini biti niža. Treće, integrirani financijski sustav je također pretpostavka za efikasnost u plasiranju financijskih sredstava. Sustav je integriran ako se na jednake zajmove utvrđuju jednaki uvjeti neovisno o lokaciji.<sup>6</sup>

Glavni razlog neefikasnosti financijskog sustava je nedovoljna konkurencija, a kao razlozi nedovoljne konkurencije mogu se navesti: ekonomija obujma i prirodni monopol.<sup>7</sup>

## **2.2. Značaj financijskog tržišta za gospodarstvo**

U financijskom sustavu sredstva se kreću od onih koji imaju višak sredstava prema onima koji imaju manjak sredstava i to izravnim, tržišnim financiranjem ili neizravnim bankovnim financiranjem.

Financijski sustav obuhvaća sva financijska tržišta, instrumente i institucije, pa se može reći da tako definiran financijski sustav ima veliku ulogu za ekonomski odnosno gospodarski rast i razvoj. Mnoga istraživanja su se bavila pitanjem utjecaja financijskog sustava na gospodarski razvoj, te su došla do zaključka da postoji pozitivna veza između sustava i rasta.

Za industrije koje imaju kontinuirani tehnološki napredak je poželjno da se financira tržište dionica, dok je za ostale industrije poželjno bankovno financiranje. To se posebno odnosi na industrije koje su suočene s jakim asimetričnim informacijama. U zemljama s visokorazvijenim financijskim sustavom, primjetno je da je veći udio ulaganja namijenjen relativno brzo rastućim sektorima, a financiranje putem financijskih posrednika učinkovito je rješenje za nepovoljan odabir i probleme moralnog hazarda koji postoje između zajmodavaca i zajmoprimaca, a banke su razvile stručnost za razlikovanje dobrih i loših zajmoprimaca.

Financijski je sustav također osobito važan u preraspodjeli kapitala, čime se osigurava temelj za kontinuirano restrukturiranje gospodarstva koje je potrebno kao potpora za rast.

---

<sup>6</sup>Mikulić, I. (2014.): op. cit. str. 4.

<sup>7</sup>Ibidem.

## 2.3. Vrste financijskog tržišta

Kao što je ranije istaknuto, pod vrstama financijskog tržišta se mogu promatrati njegove dimenzije, i to primarna tržišta nasuprot sekundarnih tržišta, te tržišta novca nasuprot tržišta kapitala.

U ovoj cjelini završnog rada će se objasniti primarna i sekundarna tržišta, tržišta novca te tržišta kapitala.

Treba istaknuti da su i primarno i sekundarno, odnosno i tržište novca i tržište kapitala izrazito značajni u financijskom sektoru. Kada se govori o tržištu novca i tržištu kapitala, među njima nema razlike u njihovoj važnosti za pravilno funkcioniranje financijskog sustava (tržišta). Na tržištu novca trguje se izrazito likvidnim financijskim instrumentima, odnosno trguje senovčani instrumenti kratkoročne prirode. S druge strane, tržište kapitala je predodređeno za trgovanje dugoročnim vrijednosnim papirima, te se stoga smatra tržištem za vrijednosne papire sa izravnim ili neizravnim potraživanjem kapitala.

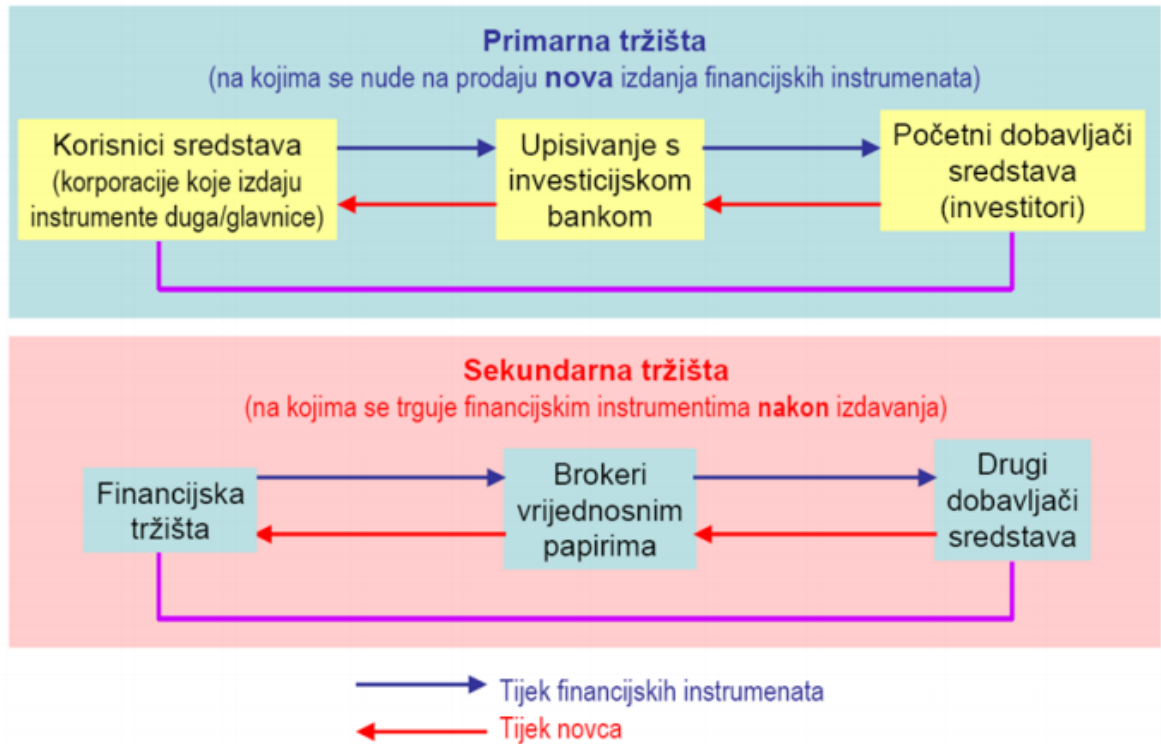
Tržište kapitala ima ključnu ulogu u razvoju gospodarstva jer pruža mogućnost mobilizacije sredstava dok sa druge strane, tržište novca posjeduje mnoštvo drugih operativnih značajki.

Ovdje dakako treba istaknuti da se tržište kapitala dijeli na primarno i sekundarno, pa se u nastavku ove cjeline obrađuje upravo ta dimenzija financijskog tržišta.

### 2.3.1. Primarno i sekundarno financijsko tržište (tržište kapitala)

Kao što je ranije objašnjeno, financijsko tržište se može podijeliti na primarno i sekundarno, te na tržište kapitala i tržište novca.

Razlike u primarnom i sekundarnom tržištu se mogu prikazati sljedećom slikom.



**Slika 1: Primarno i sekundarno tržište**

Izvor: Sabolić, D. (2013): Financijska tržišta II. – Organizacija financijskih tržišta, Fakultet elektrotehnike i računarstva, Sveučilište u Zagrebu, Inzeko, str. 263, prema Saunders, A., Cornett, M.M. (2006), Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb

Slika prikazuje ključne razlike u protokusredstava na primarnom i sekundarnom tržištu. Preciznije rečeno, prikazuje primarno tržište na kojem se nude na prodaju nova izdanja financijskih instrumenata te sekundarno, na kojem se trguje financijskim sredstvima nakon izdavanja.

Slika opisuje proces u kojem su korporacije koje izdaju instrumente duga odnosno glavnice korisnici sredstava, te prikazuje da oni sa jedne strane emitiraju financijske instrumente, dok sa druge strane primaju novac (crvena strelica) za emitirane instrumente. Emitirane instrumente korisnici sredstava moraju upisati s investicijskom bankom, koja je u izravnom odnosu sa investitorima – početnim dobavljačima sredstava. Oni daju novac u zamjenu za financijske instrumente (koje je banka nabavila od korisnika sredstava).

Sekundarno tržište podrazumijeva financijsko tržište sa kojeg financijske instrumente primaju brokeri vrijednosnim papirima, koji su pak u kontaktu sa drugim dobavljačima sredstava. Oni daju novac, koji preko brokera dolazi na financijska tržišta.

Primarno tržište izdaje nove vrijednosne papire na burzi, a poduzeća, Vlade i drugi financiranje ostvaruju putem duga ili vrijednosnih papira na osnovi dionica. Primarna tržišta se sastoje se od investicijskih banaka koje određuju početni cjenovni raspon, a zatim nadziru prodaju izravno investitorima.

Na primarnim tržištima investitori imaju priliku sudjelovati u novom izdanju vrijednosnih papira. Izdavaateljska tvrtka ili grupa ostvaruje novčani prihod od prodaje, koji se zatim koristi za financiranje operacija ili proširenje poslovanja.

Sekundarno tržište je mjesto gdje investitori kupuju vrijednosnice ili imovinu od drugih investitora, ali ne od samih izdavatelja. Komisija za vrijednosne papire registrira vrijednosne papire prije njihovog primarnog izdavanja, a zatim započinje trgovanje na sekundarnom tržištu na New York Stock Exchangeu, Nasdaq ili drugom mjestu gdje su vrijednosni papiri prihvaćeni za unos i trgovanje.

U Republici Hrvatskoj je tržište dionica organizirano na Zagrebačkoj burzi.<sup>8</sup>U Hrvatskoj se prati indeks Zagrebačke burze, CROBEX. Indeksi tržišta dionica daju vrijedne informacije ulagačima o općoj ulagačkoj klimi, tj. o očekivanim tržišnim kretanjima čitavog tržišta. S obzirom da najveći broj dionica više ili manje slijedi indekse, oni predstavljaju osnovne orijentire privatnim kupcima ili prodavačima dionica.<sup>9</sup>

Upravo se na sekundarnom tržištu događa najveći dio trgovinske razmjene na financijskom tržištu. Primarna tržišta mogu vidjeti povećanu volatilnost nad sekundarnim tržištima jer je teško precizno procijeniti potražnju ulagača sve do nekoliko dana trgovanja. Na primarnom tržištu cijene se često postavljaju unaprijed, dok na sekundarnom tržištu samo ponuda i potražnja određuju cijene.

---

<sup>8</sup>Dostupno na: <http://www.zse.hr/> (19.09.2017.)

<sup>9</sup>Sabolić, D. (2013): op. cit., str. 267.

Sekundarno tržište je specifično i po tome što novčani dobici idu izravno ulagaču, a ne izravnoj tvrtki/entitetu.

Na primarnom tržištu poduzeća vrše emisiju vrijednosnih papira i njihovu prvu prodaju na tržištu kapitala radi pribavljanja, prvenstveno, novčanih sredstava. Ovdje se odvija mobilizacija minijaturizirane štednje stanovništva u privredne svrhe, pa stoga primarno tržište povećava imovinu privrede. Na primarnom tržištu vrijednosnih papira emisije novih dionica uglavnom se odvijaju putem *zatvorene prodaje* – emisije dionica unaprijed poznatim kupcima.<sup>10</sup>

Sa druge strane, sekundarno tržište vrijednosnih papira predstavlja tržište na kojem se obavlja promet već postojećih dugoročnih vrijednosnih papira, tj. onih koji su već emitirani na primarnom tržištu. Ovdje se radi o njihovoj ponovnoj prodaji. Transakcije na sekundarnom tržištu kapitala pokrenute su različitim motivima. Prvenstveno se radi o investicijskom motivu koji se temelji na dugoročnom zarađivanju kroz ulaganje i upravljanje investicijama.<sup>11</sup>

### 2.3.2. Tržište kapitala

Kapital se može definirati kao novac koji se koristi u investicijske svrhe, pa shodno tome tržište kapitala predstavlja tržište gdje se trguje novcem koji se koristi u investicijske svrhe. Tržište kapitala određeno je kao tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Ono je najznačajnije sa stajališta pribavljanja novčanih sredstava potrebnih za poslovanje i ekspanziju poduzeća jer predstavljaju najveći dio dugoročnih potreba poduzeća.<sup>12</sup>

Tržište kapitala je tržište na kojem se kupci i prodavači bave trgovinom financijskih vrijednosnica poput obveznica, dionica i tome slično. Kupnju odnosno prodaju obavljaju sudionici, kao što su pojedinci i institucije. Tržišta kapitala pomažu kanalizirati višak

---

<sup>10</sup>Mahmutović, A. H. (2009): Finansiranje strateških projekata emisijom vrijednosnih papira u Bosni i Hercegovini, str. 2., Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/55892> (18.09.2017.)

<sup>11</sup>Ibidem.

<sup>12</sup>Mahmutović, A. H. (2009): op. cit., str. 2.

sredstava od štediša do institucija koje ih zatim ulažu u produktivnu upotrebu. Općenito, ovo tržište trguje uglavnom dugoročnim vrijednosnim papirima.

Riječ je o tržištima na kojima se izdaju vrijednosni papiri kao što su dionice i obveznice za podizanje srednjeg i dugoročnog financiranja te se, kao što je već istaknuto, trguje vrijednosnim papirima. Vrijednosnice može izdati poduzeće koje može izdavati dionice ili obveznice za prikupljanje novca, s tim da obveznice mogu izdati i drugi entiteti kojima je potrebna dugoročna gotovina, poput Vlade. Vrijednosnice se izdaju na primarnom tržištu, a njima se trguje na sekundarnom tržištu.

Tržište kapitala sastoji se od primarnih tržišta i sekundarnih tržišta. Primarna tržišta bave se trgovinom novih izdanja dionica i drugih vrijednosnih papira, dok se sekundarno tržište bavi razmjenom postojećih ili prethodno izdanih vrijednosnica, kao što je ranije opisano. Druga važna podjela na tržištu kapitala vrši se na temelju prirode trgovanja vrijednosnim papirima, tj. tržišta dionica i tržišta obveznica.

Tržišta kapitala su posebni pravni subjekti koji nude usluge uvrštenja vrijednosnih papira i trgovanja njima, pritom opslužujući dvije skupine klijenata:<sup>13</sup>

- Poduzeća koja su uvrštena na tržište kapitala, te
- Posrednike u procesu trgovanja.

Kao i u drugim područjima, tako je i tržište kapitala doživjelo promjenu uslijed promjena koje je doneslo moderno doba.

Iako je temeljna ideja tržišta kapitala ostala ista, treba reći da se poslovna okolina u kojoj djeluju tržišta kapitala znatno promijenila u nekoliko posljednjih desetljeća. Suvremeni izazovi iz poslovne okoline obuhvaćaju globalizaciju i integraciju tržišta kapitala, kontinuirane tehnološke inovacije, inicijative za uklanjanje regulacije te rast konkurencije.<sup>14</sup> Osim toga, došlo je do promjene u strukturi vlasništva, do tehnoloških

---

<sup>13</sup>Barbić, T. (2015): Suvremeni aspekti tržišta kapitala, Notitia – časopis za održivi razvoj, br. 1., str. 56.

<sup>14</sup>Ibidem., prema Hasan, I., Schmiedel, H. (2004): Networks and equity market integration: European evidence, International Review of Financial Analysis, br. 13., str. 601-619.



promjena uopće te do rastuće integracije koja se smatra ključnim čimbenikom koji je potaknut prekooceanskim i europskim povezivanjem tržišta kapitala.<sup>15</sup>

Na tržištu kapitala se sastaju različiti tipovi prodavatelja i kupaca, pri čemu posebnu pozornost treba posvetiti posrednicima jer oni imaju izrazito veliku ulogu u olakšavanju transakcija u situacijama u kojima se kupac i prodavatelj ne mogu dogovoriti, te čak i "proizvodi" tržište (kapital) jer koristi vlastiti kapital (imovinu) za vrijeme dok se ne može pronaći kupac i/ili prodavatelj, što kupcu odnosno prodavatelju omogućava obavljanje transakcija u tim uvjetima neovisno o stanju na tržištu.

### 2.3.3. Tržište novca

Na tržištu novca se vrši kupoprodaja dužničkih instrumenata. Za njih je specifično to da imaju rok dospijeca kraći od godinu dana, a to ujedno znači da je kod njih fluktuacija kamatnih stopa izrazito mala.

Tržište novca se odvija kroz izravne ugovore između strana u trgovini. Takvo se tržište naziva „tržištem preko šaltera“ (OTC, engl. *OverTheCounter*).<sup>16</sup>

Kratko rečeno, tržištem novca se smatra ono tržište koje djeluje relativno neorganizirano, odnosno moguće je u to tržište ubrojiti financijske institucije, brokere, potvrdu o depozitu, trezorske zapise i tome slično, pri čemu valja istaknuti da se sve nabrojeno ubraja u kratkoročne dužničke/financijske instrumente.

Kada se govori o predmetu trgovanja na tržištu novca, poseban naglasak se stavlja na to da su kratkoročni instrumenti iznimno likvidni, zbog čega je njihovo razdoblje otkupa najviše godina dana. Iako takvi instrumenti daju nizak povrat na investiciju, treba reći da imaju vrlo nizak rizik, zbog čega se može reći da su to relativno sigurni instrumenti za trgovanje.

Tržište novca pomaže u stvaranju obrtnog kapitala, i to na način da doprinosi cirkulaciji kratkoročnih sredstava u gospodarstvu.

---

<sup>15</sup>Ibidem.

<sup>16</sup>Sabolić, D. (2013): op. cit., str. 268.

Tržište novca se može jasnije pojmovno objasniti ako se sagledaju razlike između tržišta kapitala i tržišta novca. Naime, kao što je ranije istaknuto, na tržištu novca se trguje kratkoročnim vrijednosnim papirima, a na tržištu kapitala se stvara i trguje se dugoročnim vrijednosnim papirima.

Dok tržište kapitala ima visoku razinu organiziranosti tržišnog sustava, to sa tržištem novca nije slučaj. Na tržištu novca je prisutan nizak rizik na ulaganja, zbog čega stope rjeđe fluktuiraju, dok je sa tržištem kapitala upravo suprotno (npr. likvidnost je manja nego na tržištu novca). Kao što je ranije istaknuto, tržište novca je formirano od banaka, brokera i tome slično (npr. poslovne banke, središnje banke, nefinancijske institucije i tome slično), a tržište kapitala od burze, komercijalnih banaka, te također nekih nebankarskih institucija.

Konačno, tržište novca poduzećima omogućava brz pritek kapitalu, odnosno pruža im obrtni kapital, dok sa druge strane tržište kapitala je specijalizirano za ispunjavanje zahtjeva za dugoročnim kreditima, i to primjerice fiksnim kapitalom za kupnju zemljišta, građevinskih objekata i tome slično.

Naposljetku, tržište novca omogućava vrlo brzo pretvaranje instrumenata u gotov novac, pa se može reći da je za njega karakteristična visoka likvidnost.

Osnovna djelatnost tržišta novca je organizirano povezivanje ponude i potražnje instrumenata novčanog tržišta, i to:<sup>17</sup>

- novca (kuna i deviza),
- kratkoročnih vrijednosnih papira,
- dugoročnih vrijednosnih papira u posljednjoj godini dospijeća,
- ostalih instrumenata novčanog tržišta.

Djelatnost tržišta novca regulirana je različitim zakonima, statutima i pravilnicima, kao što su Zakon o tržištu kapitala<sup>18</sup> kojim se uređuje djelatnost tržišta novca, dok Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) donosi mnogobrojne pravilnike kojima se dodatno uređuje tržište kapitala, a statut donose financijske institucije te ga dostavljaju

---

<sup>17</sup>Mikulić, I. (2014.): op. cit., str. 34. prema Tržište novca, Dostupno na: <http://www.trzistenovca.hr/Home/SysHtmlPage?sistemskaInstancaPodatakaId=1>

<sup>18</sup>Zakon o tržištu kapitala, pročišćeni tekst zakona NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16, 131/17

Agenciji. HANFA je donesla pravilnike kao što su pravilnici za investicijska društva, za mjesta trgovanja, korporativno upravljanje, i tome slično, od čega je važniji npr. Pravilnik o planovima oporavka investicijskih društava (NN, br. 26/15). Sudionici tržišta novca, u skladu sa Zakonom, mogu biti banke i ostale financijske institucije (stambene štedionice, osiguravajuća društva, društva za upravljanje investicijskim imirovinskim fondovima, fondovi i ostali), Hrvatska narodna banka te Ministarstvo financija.<sup>19</sup>

#### 2.3.4. Devizno tržište

Devizno tržište je tržište za trgovanje valutama, te se na njemu određuje tečaj valuta, a uključuje sve aspekte kupnje, prodaje i razmjene valuta po tekućim ili određenim cijenama. Obujam trgovanja deviznih tržišta je globalni, odnosno riječ je o najvećem svjetskom tržištu (uz financijsko tržište).

Najveći i najvažniji sudionici deviznog tržišta su međunarodne banke, a središta deviznih tržišta (burze) su posrednici u trgovanju valutama.

Forex (*foreign exchange*) ili devizno tržište ili spot tržište je međubankovno tržište ustanovljeno 1971. godine kada su uvedeni plivajući tečajevi, a podrazumijeva zamjenu valute jedne zemlje po cijeni valute druge zemlje (po tečaju). Forex je grupa od otprilike 5000 institucija koje se bave trgovanjem valutama, što uključuje međunarodne banke, centralne banke, financijske institucije i pojedince, a preko njega se vrši plaćanje izvoza i uvoza te kupnja i prodaja imovine u stranim zemljama. Ovo je potrošački ('*consumer*') segment tržišta, a postoji i 'špekulativni' segment, koji čini preko 90% svih transakcija na ovom tržištu. Svrha ovog posla je zarada na bazi predviđanja kretanja tečajeva.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup>Ibidem.

<sup>20</sup>Maričić, Z. (2011): Forex – karakteristike, trgovanje, tehnička i fundamentalna analiza, Veleučilište "M. Marulić" u Kninu, str. 2., dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/106218/> (03.07.2018.)

## 2.4. Instrumenti trgovanja na tržištu novca

Instrumenti trgovanja na tržištu novca su mnogobrojni, a neki od njih su nabrojani i u prethodnoj cjelini završnog rada. Primjerice, na tržištu novca u Zagrebu se susreću sljedeći instrumenti:<sup>21</sup>

- novac (kune i devize, kratkoročne pozajmice),
- kratkoročne vrijednosnice,
- trezorski zapisi Ministarstva financija,
- komercijalni zapisi.

Osim toga, postoje **derivatni instrumenti**, i to:<sup>22</sup>

- promptni ugovori (engl. *spot*),
- terminski ugovori (engl. *forwards*),
- ročni ugovori (engl. *futures*),
- opcijski ugovori (engl. *options*),
- razmjenski ugovori (engl. *swaps*).

Riječ je o ugovorima između dviju strana o razmjeni (obično) standardne količine aktive (financijske imovine) po unaprijed određenoj cijeni na određeni datum u budućnosti. Stoga se vrijednost derivativnog instrumenta mijenja s vrijednošću instrumenta u podlozi. Financijskim derivatima trguje se na tržištima derivativnim instrumentima.<sup>23</sup>

U suštini, instrumenti trgovanja se mogu podijeliti na kratkoročne pozajmice, kratkoročne vrijednosnice te na ostale instrumente trgovanja. Pod kratkoročnim pozajmicama se podrazumijevaju one u valuti RH (HRK) te devize, a kratkoročnim vrijednosnicama se podrazumijevaju trezorski zapisi te komercijalni zapisi.

Kratkoročne pozajmice imaju strukturu dospijea koja je usklađena sa međunarodnim standardima. Treba istaknuti da su one češće u kunama, dok se na trgovanje deviznim depozitima nailazi znatno rjeđe. Kratkoročnim pozajmicama se trguje preko tržišta novca

---

<sup>21</sup>Ibidem.

<sup>22</sup>Sabolić, D. (2013): op. cit., str. 269.

<sup>23</sup>Sabolić, D. (2013): op. cit., str. 269.

i/ili izravno, a najčešće i preko tržišta novca i izravno – javno povezivanje ponude i potražnje instrumenata te sa druge strane, izravno trgovanje u kontekstu trgovinskog odnosa sudionika koji inače nisu na tržištu novca.

Sa druge strane, vrijednosnice se mogu najjednostavnije objasniti kao pisane isprave iz kojih proizlaze neka prava koja, u pravilu, bez pisane isprave ne mogu nastati, bez prijenosa tog papira ne mogu biti prenijeta, a bez predaje papira dužniku ostvarena. Ovako čvrsta povezanost između papira i prava koje iz njega proizlazi naziva se načelo inkorporacije prava u papir. Vrijednosnice prema vrsti prava koja iz njih proizlaze dijele se na sljedeće:<sup>24</sup>

- korporacijske,
- stvarnopravne(s podvrstom tradicionalnih),
- obligacijske.

Skupinu korporacijskih vrijednosnica čine oni vrijednosnici koji daju kakva prava u trgovačkom društvu, a primjer su dionice, te neke vrste *obveznica*. U tradicionalne vrijednosne papire učvršćuju se one vrijednosnice u kojima je zapisano pravo tražbine na predaju stvari, kao što su primjerice skladišnica, teretnica i prenosivi tovarni list.<sup>25</sup>

Jedan od primjera kratkoročnih vrijednosnica je i blagajnički zapis, kao jedan od vrijednosnih papira koji su kratkoročno utrživi, što znači da imaju rok dospijeaća do godinu dana, ili tzv. kratkoročna zadužnica.

---

<sup>24</sup>Effect za reviziju i ekonomski konzalting, Vrijednosnice, Dostupno na: [http://www.effect-dubrovnik.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=961%3Avrijednosnice&Itemid=106](http://www.effect-dubrovnik.com/index.php?option=com_content&view=article&id=961%3Avrijednosnice&Itemid=106) (20.09.2017.)

<sup>25</sup>Effect za reviziju i ekonomski konzalting, Vrijednosnice, Dostupno na: [http://www.effect-dubrovnik.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=961%3Avrijednosnice&Itemid=106](http://www.effect-dubrovnik.com/index.php?option=com_content&view=article&id=961%3Avrijednosnice&Itemid=106) (20.09.2017.)

### 3. VRSTE OBVEZNICA

U samom početku treba istaknuti jednu od važnijih zadaća / svrha obveznica, a to je pribavljanje financijskih sredstava za razvoj i unapređenje poduzeća.

Treba istaknuti i to da se obveznice koriste kao vanjski izvor pribavljanja sredstava. Kao što rezultati nekih istraživanja pokazuju, pribavljena financijska sredstva putem emisije obveznica, za razliku od ostalih instrumenata financiranja, omogućavaju snažniji zamah u povećanju efikasnosti i efektivnosti poslovanja, ali uz uvjet da ono mora biti dugoročno održivo. Navedene zaključke potvrđuju i svjetska iskustva koja ukazuju na činjenicu da je potrebno kontinuirano razvijati strateške planove daljnjeg razvoja utemeljene na realnoj tržišnoj osnovi i mogućnostima pribavljanja sredstava iz vanjskih izvora uz uvažavanje tržišnih specifičnosti i zakonitosti.<sup>26</sup> Da bi se trgovanje obveznicama na financijskom tržištu moglo bolje razumjeti, te da bi se mogle razumjeti perspektive razvoja tržišta obveznica u Hrvatskoj, neophodno je objasniti karakteristike i vrste obveznica.

No, prije pojmovnog definiranja obveznica se valja osvrnuti na financijsku imovinu. Naime, financijska imovina je komad papira ili, još formalnije, vrijednosni papir koji predstavlja pravni zahtjev na buduće isplate gotovine. Subjekt koji je pristao da napravi isplate je izdavalac (emitent), a primalac je investitor. Često je korisno da se napravi daljnja razlika između financijske imovine ovisno o tome da li je zahtjev (potraživanje) na buduće isplate određen u pogledu novčanog iznosa i dinamike ili ostatkom, što znači da investitor ne dobiva nikakvu gotovinu dok se ne plate svi prethodni fiksni zahtjevi.<sup>27</sup>

Dužnički instrumenti nude fiksna potraživanja, dok obične dionice nude rezidualna potraživanja. Isto tako, postoje vrijednosni papiri, kao što su konvertibilne preferencijalne dionice, koje nude ni čisto fiksna ni čisto rezidualna potraživanja.<sup>28</sup>

Neki od najznačajnijih razloga za analizu dužničkih vrijednosnih papira uključuju moguću kupovinu ili prodaju dužničkih vrijednosnih papira, razmjenu vlasničkih za dužničke, porez

---

<sup>26</sup>Jugović, A., Debelić, B., Lončar, S. (2009): Izdavanje obveznica kao instrumenata pribavljanja financijskih sredstava za potrebe razvoja i unapređenja poduzeća, Pomorstvo 23(2), str. 441.

<sup>27</sup>Omerhodžić, S. (2014): Vrednovanje obveznica, Tranzicija, 15(32), str. 114.

<sup>28</sup>Ibidem.

na poklon i porez na posjed dužničkih vrijednosnih papira, alokaciju vrijednosti poslovnog subjekta između duga i ostalih vrsta vrijednosnih papira i podešavanja bilanca stanja za dužničke vrijednosne papire koji su u vlasništvu ili se duguju.<sup>29</sup>

### 3.1. Pojmovno definiranje obveznice

Osim državnih, korporativnih, municipiranih i dugoročnih obveznica koje će se spominjati u nastavku, valja istaknuti i diskontne obveznice (engl. *Discountbonds*), odnosno obveznice koje obećavaju jednu isplatu po dospijeću (nominalna vrijednost obveznice (engl. *face valueofthebond*)), dok se sa druge strane obveznice koje obećavaju više plaćanja prije dospijeća i jednu isplatu prilikom dospijeća zovu kuponske obveznice (engl. *couponbonds*), a isplate kuponski anuiteti (engl. *couponpayments*).<sup>30</sup>

Anuitetna kamatna stopa (engl. *coupon rate*) je omjer kuponskog anuiteta i nominalne vrijednosti, a tekući prinos (engl. *currentyield*) je omjer kuponskog anuiteta i cijene obveznice.<sup>31</sup>

Kupnjom obveznice podrazumijeva se fiksna kamatna stopa za neko određeno razdoblje. Ako bi tržišna kamatna stopa porasla od datuma kupnje obveznice, cijena obveznice bi u skladu s tim padala. Tada dolazi do spuštanja cijene obveznice da bi se održao niži prinos koji investitori imaju na obveznicu, što dovodi do rizika kamatne stope, odnosno rizika da će se cijene obveznica pasti sa porastom kamatnih stopa.

Tržišne kamatne stope su funkcija nekoliko čimbenika kao što su potražnja i ponuda novca u gospodarstvu, stopa inflacije, poslovni ciklus, kao i vladina monetarna i fiskalna politika.

Obveznica kao dugoročni dužnički vrijednosni papir kojim investitor na određeno vrijeme posuđuje novac izdavatelju uz određenu kamatnu stopu u sadašnjem vremenu predstavlja

---

<sup>29</sup>Ibidem., prema Pratt, S.P., Reilly, R.F., Schweihs, R.P., (2002): *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, McGraw-Hill, New York, str. 528-529.

<sup>30</sup>Blanchard, O. (2006): *Financial Markets and Expectations* (Chapter 15): *Macroeconomics*, Prentice Hall Business Publishing, Slajd 8, Dostupno na: [www.poslovnih.hr/media/PostAttachments/419665/obveznice.ppt](http://www.poslovnih.hr/media/PostAttachments/419665/obveznice.ppt) (18.09.2017.)

<sup>31</sup>Ibidem.

važan element za osiguranje financijskih sredstava za potrebe rasta i razvoja poduzeća. Obveznica se u kontekstu strateških poslovnih odnosa može promatrati i kao dužnički vrijednosni papir gdje izdavatelj posuđuje određenu svotu od kupca obveznice, te se obvezuje na isplatu te svote kupcu ili pravnom imatelju obveznice uz uvećanje za ugovorenu kamatu.<sup>32</sup>

Obveznica se može definirati i kao pisano i potpisano obećanje da će se platiti određeni iznos novca na određeni datum ili da će se ispuniti određeni uvjet. Treba istaknuti da su svi dokumentirani ugovori i ugovori o zajmu obveznice.

### 3.1.1. Svrha i dijelovi obveznica

Svrha obveznice se ogleda u tome što se ona koristi kao dokaz za postojanje neke obveze (vjerovniku), te kao potvrda da postoji obaveza, koju je dužnik preuzeo na sebe (priznao).

Obveznice se izdaju radi prikupljanja financijskih sredstava u korporacijama, državi te na regionalnoj (lokalnoj) razini, pa se i u tome ogleda njihova svrha. Primjerice, kada je riječ o korporativnim obveznicama, svrha njihovog izdavanja je rast i razvoj poduzeća (eksternim financiranjem).

Isto tako, rezultati istraživanja emisije korporativnih obveznica upućuju na činjenicu da pribavljena financijska sredstva putem emisije obveznica, za razliku od ostalih instrumenata financiranja, omogućavaju snažniji zamah u povećanju efikasnosti i efektivnosti poslovanja, ali uz uvjet da ono mora biti dugoročno održivo,<sup>33</sup> pa se i u tome ogleda njihova svrha. One su zamjena kreditu, te predstavljaju brži i jednostavniji način financiranja poslovanja a isto dakako vrijedi i za državne i municipalne obveznice.

Prema nekoj drugoj definiciji, obveznica je kreditni instrument i u biti je ugovor o kreditu, a u slučaju da je izdavalac država, može *služiti* i kao platežno sredstvo prema državi za poreze i druge dažbine. Može glasiti na ime ili na donosioca, a izdaje se u gotovim

---

<sup>32</sup>Jugović, A., Debelić, B., Lončar, S. (2009): op. cit., str. 442., prema Foley, B. J., (1998): Tržišta kapitala, Zagreb, MATE, str. 75-90.

<sup>33</sup>Jugović, A., Debelić, B., Lončar, S. (2009): op. cit., str. 441.



apoenima. U razvijenim zemljama razvio se golem broj različitih vrsta obveznica koje osim države izdaju i banke, te razne financijske kuće. Osiguravajuća društva u svojem financijskom poslovanju često ulažu u obveznice s ciljem da se zaštite i oplemene novac prikupljen iz premije osiguranja i ostalih vrsta prihoda.<sup>34</sup>To ukazuje na činjenicu da je obveznica u nekim bitnim elementima slična kreditu – vrsta dugoročnog vrijednosnog papira, pa je njezina svrha u tome da se koristi kao zamjena kreditu.

Kod obveznica je moguće definirati nominalnu vrijednost obveznice, fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, dinamiku isplate (periodično ili jednokratno), pokriće, te druge stavke. Odnosno, najjednostavnija podjela dijelova obveznice je sljedeća:

- nominalna vrijednost,
- kamatna stopa,
- serija i broj,
- kuponi.

Od navedenih posebno treba istaknuti kamatnu stopu, obzirom da je ona prinos obveznice. Kamatna stopa je vrijednost tokova novca. Vrijednost obveznice se mijenja suprotno od kretanja promjene zahtijevanog prinosa.

Nominalna vrijednost je iznos novca koji se vraća imatelju obveznice (nakon roka dospjeća obveznice), a kupon je kamatna stopa koju imatelj prima na ime isplate kamate.

### **3.2. Karakteristike i vrste obveznica**

Za razliku od ranije spominjanih kratkoročnih instrumenata, obveznice su dugoročni vrijednosni papiri, što je jedna od njihovih najznačajnijih specifičnosti. Treba istaknuti i to da je za njih karakteristično to da one imaju manji rizik od dionica. Prinosi od obveznica su kamate.

---

<sup>34</sup>Poslovni.hr, Obveznica, Dostupno na: <http://www.poslovni.hr/leksikon/obveznica-987> (20.09.2017.)

Postoje dvije osnovne dimenzije, i to rizik neotplate te dospijeće, odnosno rizik da se ne bude u potpunosti mogao naplatiti iznos naveden u obveznici te vrijeme kroz koje iznos treba isplatiti osobi koja ima tu obveznicu (dospijeće).

Kako postoje tri organizacije odnosno institucije koje mogu izdati obveznice, moguće ih je podijeliti na tri vrste:

- državne obveznice,
- korporativne obveznice,
- municpirane obveznice.

Karakteristike obveznica se mogu ogledati u nekoliko elemenata, i to:<sup>35</sup>

- prema tome tko ih izdaje,
- prema bonitetu izdavatelja,
- prema karakteristikama dospijeća,
- prema kuponu,
- prema kamatnoj stopi.

Osim ranije spomenutih izdavatelja obveznica, izdavatelj može biti i financijska institucija. Prema bonitetu izdavatelja, obveznice mogu biti više ili niže kvalitete, a prema dospijeću kratkoročne (1-5 godina), srednjeročne (5-10 godina), te dugoročne (više od 10 godina). Na dospijeće obveznice utječe i pravo izdavatelja na prijevremenu otplatu, pravo ulagatelja na prijevremenu otplatu te amortizacija glavnice. S obzirom na kupon, obveznica može biti sa fiksnom ili promjenjivom kamatnom stopom. Kamatna stopa može fluktuirati s obzirom na tri slučaja:<sup>36</sup>

- ovisno o kretanju kamata na novčanom tržištu,
- ovisno o kretanju dugoročnih kamata,
- ovisno o kretanju inflacije.

---

<sup>35</sup>Blanchard, O. (2006): Financial Markets and Expectations (Chapter 15): Macroeconomics, Prentice Hall Business Publishing, Slajd 10-12, Dostupno na: [www.poslovni.hr/media/PostAttachments/419665/obveznice.ppt](http://www.poslovni.hr/media/PostAttachments/419665/obveznice.ppt) (18.09.2017.)

<sup>36</sup>Blanchard, O. (2006): op. cit., Slajd 10-12.

Osim navedenih elemenata po kojima se mogu promatrati karakterističnosti obveznica valja istaknuti i rizike ulaganja u obveznice, za koje treba reći da su za njih karakteristični sljedeći rizici:<sup>37</sup>

- tržišni rizik,
- rizik neinvestiranja,
- kreditni rizik,
- rizik likvidnosti tržišta,
- devizni rizik,
- politički ili pravni rizik.

Najčešći rizik je kamatni rizik no on nije jedini rizik ulaganja u obveznice, čak dapače, ulaganja s fiksnim prihodima predstavljaju još četiri različita tipa rizika, kao što u primjerice rizik reinvestiranja, rizik inflacije, rizik nemogućnosti naplate obveznice i/ili naplate na vrijeme te rizik od pozivanja obveznice (od strane izdavatelja).

### 3.2.1. Državne obveznice

Državne obveznice izdaje država, a pritom ima više ciljeva i razloga za njihovo izdavanje. Prilikom izdavanja vrijednosnica država se zadužuje, a to za razliku od kredita državi ima nekoliko prednosti:<sup>38</sup>

- stvaranje utrživih financijskih instrumenata najvišeg stupnja sigurnosti u zemlji, koji služe kao referentna mjera (engl. *benchmark*) za sve ostale emisije vrijednosnih papira i kretanja cijena na financijskom tržištu
- mogućnost za jednostavne mehanizme kontrole, koje je moguće preoblikovati i koristiti u mnogim varijacijama,
- dok kratkoročni instrumenti služe fiskalnoj politici kao način premošćivanja sezonalnih utjecaja u tijeku proračunske godine, odnosno financiranja tekućih

---

<sup>37</sup>Blanchard, O. (2006): op. cit., Slajd 13.

<sup>38</sup>Sumpor, M. (2002): Tržište državnih vrijednosnica, Ekonomski pregled 53(3-4), str. 320.

izdataka u uvjetima nižih proračunskih prihoda, dugoročni instrumenti su zanimljivi institucionalnim investitorima, jer se radi o sigurnom plasmanu sredstava.

Obveznice su jedna od oblika vrijednosnica koje izdaje država (uz npr. trezorske zapise, neutržive vrijednosnice i vrijednosnice u stranoj valuti).<sup>39</sup>

Državne obveznice se mogu podijeliti s obzirom na dospijeće, odnosno kao srednjoročni i dugoročni instrumenti državnog duga. Riječ je o sljedećim obveznicama:<sup>40</sup>

- državne obveznice s varijabilnom kamatnom stopom
- indeksirane državne obveznice,
- državne obveznice s kamatnom stopom koja se mijenja prema unaprijed određenim fazama,
- državne obveznice bez kupona,
- državne obveznice sa značajnim diskontom,
- otkupljive državne obveznice,
- državne obveznice s mogućnošću produljenja,
- zamjenjive ili konvertibilne obveznice,
- obveznice s oznakom opoziva ili otkupa.

Osim spomenutih se može istaknuti i štedna obveznica koju izdaje država, a koja predstavlja neutrživi instrument državnog duga za male investitore.<sup>41</sup>

### 3.2.2. Korporacijske obveznice

Korporativne obveznice izdaju tvrtke sa svrhom povećanja kapitala. Stečeni kapital se koristi za reinvestiranje u poslovanje korporacije / poduzeća, kupnju drugih tvrtki ili čak isplatu starih kredita.

---

<sup>39</sup>Sumpor, M. (2002): op. cit. str. 321., prema Papaioannou, M. G. (1993): Government Securities in Emerging Capital Markets, IMF, Working Paper in Capital Market Development Capital Mobilization Strategies for Emerging Market countries, T. Chuppe, G. Tsetsekos, North Holland

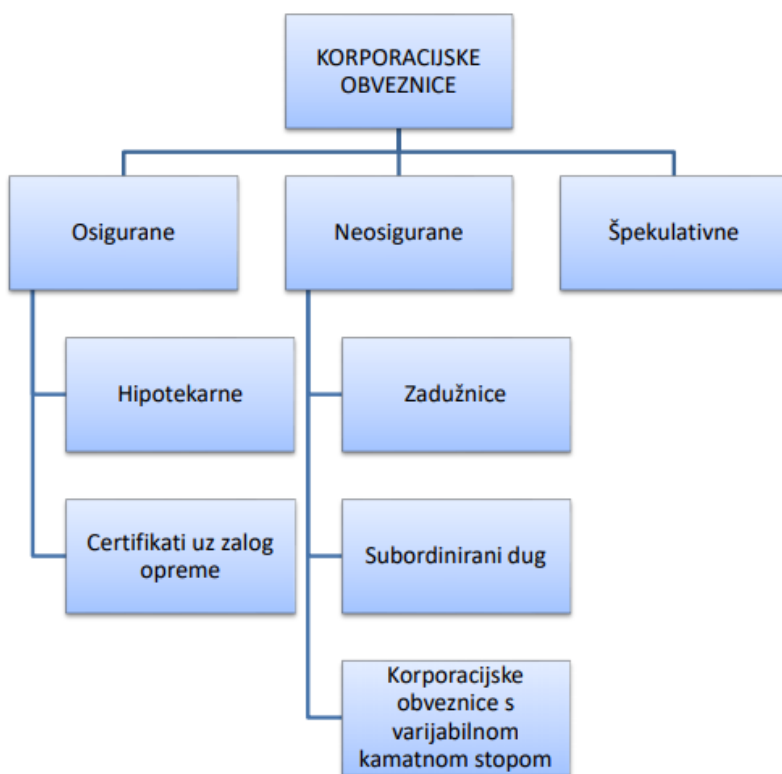
<sup>40</sup>Sumpor, M. (2002): op. cit., str. 327.

<sup>41</sup>Sumpor, M. (2002): ibidem.

Korporativne obveznice imaju fiksnu kamatnu stopu kupcu obveznice, što znači da ako se obveznica utrži tek po roku dospijeća, kupcu obveznice se isplaćuje glavnica i zbroj plaćenih kamata (ukupni povrat / prinos od obveznice).

Suprotno tome, ako se ona proda prije roka dospijeća, moguće je da kupac ne ostvari povrat / prinos od obveznice u iznosu koji je samu obveznicu platio.

Vrste korporativnih obveznica se mogu prikazati sljedećom slikom.



**Slika 2: Vrste korporacijskih obveznica**

Izvor: Javorčić, N. (2016): Analiza korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, str. 18., prema Mishkin, E. (2005): Financijska tržišta + institucije, MATE, str. 253.

Odnosno, u korporativne obveznice se ubrajaju osigurane, neosigurane te špekulativne, odnosno hipotekarne i certifikati uz zalog opreme (osigurane), te zadužnice, subordinirani dug, i korporacijske obveznice varijabilnom kamatnom stopom kao neosigurane obveznice.

Ove obveznice se u principu razlikuju prema vrsti i tipu kolaterala koji osigurava samu obveznicu i prema redu po kojem se korporacijska obveznica isplaćuje u slučaju stečaja.<sup>42</sup>

### 3.2.3. Municipalne obveznice

Municipalne obveznice su vrijednosnice koje izdaju jedinice lokalne samouprave (općine i gradovi) radi prikupljanja neophodnih novčanih sredstava, radi realizacije kapitalnih i drugih projekata.<sup>43</sup>

Privlačnost investiranja u municipalne obveznice na financijskom tržištu se ogleda u činjenici da su one često oslobođene plaćanja poreza na kapitalnu dobit (ili nekog drugog poreskog opterećenja u zavisnosti od države do države), što za kupce istih predstavlja značajnu činjenicu prilikom odabira načina plasmana svog kapitala.<sup>44</sup>

Municipalne obveznice se mogu podijeliti na sljedeće vrste:<sup>45</sup>

- Kratkoročne i dugoročne municipalne obveznice,
- Opće obvezujuće municipalne obveznice,
- Prihodne municipalne obveznice,
- Namjenske prihodne municipalne obveznice,

---

<sup>42</sup>Mishkin, E. (2005): Financijska tržišta + institucije, MATE, str. 253.

<sup>43</sup>Selak, G. (2016): Municipalne obveznice kao hartije od vrijednosti, Univerzitet Privredna akademija, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad, str. 33., Dostupno na: <http://nardus.mpn.gov.rs/bitstream/handle/123456789/6829/Disertacija5057.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (18.09.2017.): prema Carić, M, Mirković, P, Konjikušić, M. (2015): Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti: argumenti za i protiv, članak: Prilagođavanje pravne regulative aktuelnim trendovima u regionu : zbornik referata sa međunarodnog naučnog skupa održanog od 24-26. septembra 2015. godine u Novom Sadu, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, str. 33-43.

<sup>44</sup>Selak, G. (2016): op. cit., str. 33., prema Swianiewicz, P. (2004): The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards, Open Society Institute, Budapest

<sup>45</sup>Selak, G. (2016): op. cit., str. 41-55.

- Ostale vrste municipalnih obveznica.

Valja istaknuti da razvijena tržišta imaju raznovrsniju podjelu municipalnih obveznica, što navodi na zaključak da razvoj municipalnih obveznica prati razvoj financijskog tržišta. Municipalne obveznice se mogu razlikovati od države do države, ovisno o gospodarsko političkoj situaciji koja je prisutna u pojedinoj državi.

Municipalne obveznice izdaju lokalne vlasti, tj. gradovi, županije i druge lokalne jedinice. Jednako kao što su korporativne obveznice važne za prikupljanje kapitala za razvoj poduzeća (korporacije) tako su i municipalne obveznice važne za prikupljanje kapitala za razvoj javnog sektora, odnosno za lokalni razvoj. Prilikom rasprave municipalnih obveznica se vrlo često dotiče i pitanje strukture javnog duga te optimalne kombinacije koja bi dovela do gospodarskog rasta i razvoja.

Emisija (prodaja) municipalnih obveznica potiče razvoj poslova koji se odnose na školstvo, zdravstvo, prostorno i urbanističko planiranje, gospodarski razvoj, promet i prometnu infrastrukturu, odnosno poslova koji su od velikog regionalnog značaja.

Konačno, valja istaknuti i mjere prinosa obveznica odnosno tekući prinos i prinos od dospijeća. Tekući prinos se odnosi na godišnju profitabilnost prema tržišnoj vrijednosti obveznice, ne razmatra dospijeće obveznice te predstavlja parcijalnu mjeru prinosa, dok se prinos od dospijeća odnosi na profitabilnost kamata i nominalne vrijednosti prema tržišnoj vrijednosti obveznice u vremenu do njena dospijeća. Prinos od dospijeća predstavlja ukupnu vrijednost obveznice odnosno internu stopu profitabilnosti ulaganja u obveznicu.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup>Investicijska analiza obveznica, Sveučilište u Zagrebu, dostupno na: <http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ia-materijali/IA-08-Obveznice.pdf> (03.07.2018.)

## 4. ANALIZA TRŽIŠTA I MOGUĆNOSTI RAZVOJA OBVEZNICA U RH

### 4.1. Analiza financijskog tržišta u RH

#### 4.1.1. Financijska tržišta u RH

Kratkoročni segment financijskog tržišta u Republici Hrvatskoj institucionalno je organizirano putem Tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnica. Primarni cilj Tržišta je promicanje organiziranog i transparentnog trgovanja sudionika. Među sudionicima Tržište je prihvaćeno kao mjesto trgovanja na kojem redovito, tradicionalno i učinkovito upravljaju dnevnom likvidnošću, te institucija s kojom razmjenjuju dnevne informacije, vrlo važne sudionicima i Tržištu u svakodnevnom poslovanju.<sup>47</sup> Tržište novca je osnovano 1990. godine u vrijeme restrukturiranja gospodarstva te uvođenja tržišne ekonomije. U to vrijeme je bio prisutan nedostatak likvidnosti i visoka kamatna stopa, pa je zadaća Tržišta novca bila riješiti te probleme.

Kao sastavni dio hrvatske financijske infrastrukture Tržište novca d.d. Zagreb daje značajan doprinos razvoju hrvatskog novčanog tržišta kroz transparentno trgovanje, formiranje tržišne kamatne stope i opće realno kretanje kamatnih stopa u svim ostalim segmentima gospodarstva.<sup>48</sup>

Tržište kapitala u RH se uređuje Zakonom o tržištu kapitala<sup>49</sup> i Zakonom o preuzimanju dioničkih društava<sup>50</sup>. Osim tih najvažnijih Zakona, tržište kapitala u RH uređuje i Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Zakon o investicijskim fondovima, Zakon o privatizacijskim

---

<sup>47</sup>Prohaska, Z. (2013): Tržište novca u Republici Hrvatskoj – sadašnje stanje i perspektive razvoja, VI. Konferencija – Hrvatsko novčano tržište, Poreč, Dostupno na: <http://bib.irb.hr/prikazi-rad?rad=134134> (22.09.2017.)

<sup>48</sup>Ibidem.

<sup>49</sup>Zakon o tržištu kapitala, pročišćeni tekst zakona NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16, 131/17

<sup>50</sup>Zakon o preuzimanju dioničkih društava, pročišćeni tekst zakona NN 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13



investicijskim fondovima, Zakon o preuzimanju dioničkih društava i neki drugi Zakoni odnosno Propisi i Akti koji uređuju neke stavke iz spomenutih Zakona.

Trgovanje na tržištu kapitala u RH se odvija preko brokera, i to na Zagrebačkoj burzi, ZSE, koja djeluje od 1991. godine. Zagrebačka burza je stvorila nacionalno tržište kapitala na kojem djeluje sekundarno i primarno tržište.

CROBEX je službeni indeks Zagrebačke burze d.d., počeo se objavljivati 1. rujna 1997. godine. Bazni datum je 1. srpnja 1997. godine, a bazna vrijednost 1.000. Prilikom odabira dionica koje će ući u sastav CROBEX-a u obzir dolaze samo dionice kojima se trgovalo više od 90% ukupnog broja trgovinskih dana u promatranom šestomjesečnom razdoblju.

CROBIS je također jedan od obvezničkih indeksa Zagrebačke burze, a počeo se objavljivati 1. listopada 2002. godine, bazni datum je 30. rujna 2002. godine, sa baznom vrijednosti 100 bodova.

Nadalje, CROBEX10 se počeo objavljivati 7. rujna 2009. godine sa baznim datumom 31. srpnja 2009. godine, te baznom vrijednošću 1.000.

Treba istaknuti da se u RH tržište kapitala koristi kao sekundarno tržište, odnosno koristi se za prodaju dionica a ne za prikupljanje kapitala. Tržište kapitala u RH nadzire HANFA, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

HANFA provodi nadzor nad poslovanjem burzi i uređenih javnih tržišta, investicijskih društava i izdavatelja vrijednosnih papira, brokera i investicijskih savjetnika, vezanih zastupnika, središnjeg klirinškog depozitarnog društva, društava za osiguranje i reosiguranje, zastupnika i posrednika u osiguranju i reosiguranju, društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, mirovinskih osiguravajućih društava, investicijskih i mirovinskih fondova, Središnjeg registra osiguranika, Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, Umirovljeničkog fonda i pravnih osoba koje se bave poslovima leasinga i faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti.<sup>51</sup>

---

<sup>51</sup>Hanfa, Dostupno na: <http://www.hanfa.hr/o-nama/> (28.09.2017.)

Temeljni ciljevi HANFE su promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora, a u ostvarivanju svojih ciljeva HANFA se rukovodi načelima transparentnosti, izgradnje povjerenja među sudionicima financijskih tržišta i izvješćivanja potrošača.<sup>52</sup>

Ipak, kada se govori o financijskom tržištu zapravo se govori o tržištu kapitala, tj. tržište kapitala jest financijsko tržište pa se analiza financijskog tržišta mora napraviti tako da se analizira tržište kapitala.

U nastavku se daje pregled obvezničkih indeksa za period 02.07.2018. godine. Obveznički indeks je indeks koji prikazuje kretanje cijena odabranog broja obveznica kojima se najviše trguje na određenoj burzi. Sljedeća tablica pokazuje kretanje obvezničkog indeksa i dioničkog indeksa na dan 02.07.2018. godine.

**Tablica 1. Obveznički indeks za period 02.07.2018. godine – ZSE**

Naziv	Vrijeme	Prva	Najviša	Najniža	Zadnja	% promjene	Promet
<b>Dionički indeksi</b>		02.07.2018					
CROBEX		1.816,49	1.819,76	1.804,67	1.804,67	- 0,65% ▼	7.003.337,95
CROBEX10		1.048,21	1.049,51	1.040,86	1.040,86	- 0,70% ▼	4.802.728,20
CROBEXindu		1.043,67	1.044,73	1.031,78	1.032,84	- 1,14% ▼	1.107.805,10
CROBEXkons		491,87	491,87	473,26	473,26	- 3,78% ▼	323.541,55
CROBEXnutr		484,67	486,53	479,54	479,54	- 1,06% ▼	1.063.264,00
CROBEXplus		1.012,73	1.013,25	1.001,58	1.001,58	- 1,10% ▼	6.715.642,95
CROBEXtr		1.163,87	1.165,94	1.156,43	1.156,43	- 0,64% ▼	7.003.337,95
CROBEXtran		1.036,49	1.038,16	1.029,80	1.035,51	- 0,09% ▼	27.313,60
CROBEXturi		3.594,73	3.604,49	3.577,57	3.577,57	- 0,48% ▼	1.961.138,70
<b>Obveznički indeksi</b>		02.07.2018					
CROBIS		111,76	111,76	111,76	111,7572	0,04% ▲	131.964.002,98
CROBISTR		172,00	172,00	172,00	171,9993	0,05% ▲	131.964.002,98

Izvor: ZSE, Indeksi, dostupno na: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=43538> (03.07.2018.)

Kada bismo pogledali kretanje vrijednosti burzovnog indeksa CROBEX na Zagrebačkoj burzi u razdoblju 1998 – 2011. godine primijetili bismo uzlazan indeks do 2007. godine. Ta se godina smatra vrhuncem burze, a iza 2007. godine je indeks počeo znatno opadati.

<sup>52</sup>Hanfa, Dostupno na: <http://www.hanfa.hr/o-nama/> (28.09.2017.)

Godine 2008-2009. je primjetan ponovni rast, te ponovni pad indeksa. U 2012. godini je zabilježen porast (sa vrhuncem u ožujku), zatim pad, te njegova kulminacija u šestom mjesecu 2012. godine. Tržišna kapitalizacija dionica je bila smanjena (-3,5%), pri čemu su dionice INE d.d. i Hrvatskog telekoma d.d. imale udio 43%. Iste godine je CROBEX bio slabiji za -2,7% u odnosu na prošlu godinu, a CROBEX10 -4,7%.<sup>53</sup>

Kada bi se promatralo novije razdoblje na financijskom tržištu u RH, razlika u prinosima ili *spread* između najkvalitetnijeg europskog korporativnog duga i sigurnijih vladinih obveznica je početkom 2016. godine porasla na najvišu razinu u gotovo tri godine, slično kao u vrijeme kada je europsko gospodarstvo bilo u recesiji. Val rasprodaje zavladao je na europskom tržištu korporativnih obveznica do razina tipičnih za recesiju što je još jedan pokazatelj da bi se poremećaji na globalnim tržištima mogli preliti na cjelokupno gospodarstvo.<sup>54</sup>

Ipak, postoje predviđanja za oporavak gospodarstva u Republici Hrvatskoj, što znači pozitivne efekte za financijsko tržište u državi. Podaci Zagrebačke burze pokazuju da vrlo mali broj poduzeća poslovanje kreditira emisijom korporativnih obveznica, ali se predviđa da će doći do povećanja njihovog broja. (Tablica 2.)

---

<sup>53</sup>Spahić, Ž. (2013):op. cit., str. 41.

<sup>54</sup>Javorčić, N. (2016):op. cit., str. 38.

**Tablica 2. Korporacijske obveznice na ZSE na dan 03.07.2018.**

Simbol	Izdavatelj	ISIN	Broj izdanih	Nominala	Datum uvrštenja
3ATG	Atlantic Grupa d.d.	HRATGRO216A9	200.000.000	1,00 HRK	17.6.2016
3DLK	Dalekovod d.d.	HRDLKVO302A0	16.177.185	1,00 HRK	3.2.2015
3DLK2	Dalekovod d.d.	HRDLKVO302E2	1.235.713	1,00 EUR	3.2.2015
3HP	HP-Hrvatska pošta d.d.	HRHP00O19BA4	400.000.000	1,00 HRK	18.2.2015
3JDG	JADRAN - GALENSKI LABORATORIJ d. d.	HRJDGLO20CA4	130.000.000	1,00 HRK	23.3.2016
3LNG	LANIŠTE d.o.o.	HRLNGUO31AE3	54.985.733	1,00 EUR	26.9.2016
3NFD	NETA Capital Croatia d.d. u likvidaciji	HRNFDAOAA0A6	1.530.000	1,00 HRK	5.12.2014
3OPT	OT-OPTIMA TELEKOM d.d.	HROPTEO142A5	250.000.000	1,00 HRK	3.8.2015
3RIB3	Erste&Steiermärkische Bank d.d.	HRRIBAO22BE0	50.000.000	1,00 EUR	30.11.2017
3ZGH	ZAGREBAČKI HOLDING d.o.o.	HRZGHOO237A3	2.300.000.000	1,00 HRK	15.7.2016

Izvor: ZSE, dostupno na: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=26476> (03.07.2018.)

Treba istaknuti da je razvoj domaćeg tržišta kapitala izrazito značajan iz nekoliko razloga. Domaće tržište kapitala podrazumijeva niže troškove financiranja, zbog čega je odlična zamjena bankarskom kreditiranju. Osim toga, predstavlja važan kanal za privatizaciju državnih poduzeća, ali olakšava i upravljanje rizicima, direktna strana ulaganja te akumulaciju i alokaciju kapitala.

#### 4.2. Razvoj obveznica u RH

Na prinose od državnih obveznica utječu inflacija i tečaj – u kratkom roku. Odnosno, veća inflacija i deprecijacija znače da će investitori tražiti veći povrat kako bi zaštitili svoje pozicije od učinka rasta cijena (smanjuje realan povrat) i slabljenja lokalne valute (ako strani investitor želi iznijeti svoje ulaganje izvan zemlje onda u slučaju deprecijacije mora dati više lokalne valute za jednaku količinu strane valute koju je na početku uložio).<sup>55</sup> Osim toga, utjecaj ima i faktor promjene lokalnih cijena koji imaju sve veću ulogu u prinosu državnih obveznica.

<sup>55</sup>EKONOMSKI LAB, dostupno na: <https://arhivanalitika.hr/blog/kako-su-hrvatske-obveznice-ove-godine-pobijedile-poljske-madarske-i-rumunjske/> (03.07.2018.)

Sljedeća tablica prikazuje tržište domaćih obveznica na dan 03.07.2018. godine. Tablica prikazuje postojeće državneobveznice, broj izdanih obveznica, nominalu i datum uvrštenja.

**Tablica 3. Tržište domaćih obveznica (na dan 03.07.2018.)**

Simbol	Izdavatelj	ISIN	Broj izdanih	Nominala	Datum uvrštenja
H187A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO187A3	6.000.000.000	1,00 HRK	11.7.2013
H19BA	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO19BA2	1.000.000.000	1,00 EUR	30.11.2004
H203A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO203A8	5.000.000.000	1,00 HRK	9.3.2010
H203E	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO203E0	1.000.000.000	1,00 EUR	9.3.2010
H217A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO217A8	6.000.000.000	1,00 HRK	8.7.2016
H222A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO222A8	3.000.000.000	1,00 HRK	9.2.2017
H227E	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO227E9	1.000.000.000	1,00 EUR	25.7.2011
H23BA	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO23BA4	5.800.000.000	1,00 HRK	28.11.2017
H247E	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO247E7	1.400.000.000	1,00 EUR	11.7.2013
H257A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO257A4	6.000.000.000	1,00 HRK	13.7.2015
H26CA	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO26CA5	10.000.000.000	1,00 HRK	15.12.2015
H282A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO282A2	5.500.000.000	1,00 HRK	9.2.2017
H327A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFO327A5	3.000.000.000	1,00 HRK	12.7.2017
HF191	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFD191A8	5.320.665	5,11 EUR	10.12.1999
HF197	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	HRRHMFD197A5	5.320.665	5,11 EUR	10.12.1999

Izvor: ZSE, dostupno na: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=26476> (03.07.2018.)

Tablica 3. pokazuje znatan broj državnih obveznica, od čega su najranije uvrštene obveznice na dan 10.12.1999. godine, a najkasnije uvrštene 28.11.2017. godine (5.800.000.000 izdanih dionica uz nominalnu vrijednost 1,00 HRK, dok su prve uvrštene bile 5.320.665 uz nominalu 5,11 EUR).

Sljedeća tablica pokazuje najveći broj postojećih izdavatelja korporacijskih obveznica u RH. (Tablica 4.)

**Tablica 4. Korporacijske obveznice u RH (2016. godina)**

<b>OZNAKA</b>	<b>IZDAVATELJ</b>
<u>ATGR-O-169A</u>	Atlantic Grupa d.d.
<u>HEP-O-17CA</u>	Hrvatska elektroprivreda – dioničko društvo
<u>HOTR-O-173A</u>	Hospitalija trgovina d.o.o. za trgovinu i usluge
<u>HP-O-19BA</u>	HP-Hrvatska pošta d.d.
<u>IGH-O-176A</u>	Institut IGH d.d.
<u>INGR-O-11CA</u>	Ingra d.d.
<u>JDGL-O-166A</u>	JADRAN – GALENSKI LABORATORIJ d.d.
<u>JDGL-O-20CA</u>	JADRAN – GALENSKI LABORATORIJ d.d.
<u>JRLN-O-17AA</u>	Jadrolinija
<u>MTEL-O-137A</u>	Metronet telekomunikacije d.d.
<u>RIBA-O-177A</u>	Erste&Steiermärkische Bank d.d.
<u>RIBA-O-17BA</u>	Erste&Steiermärkische Bank d.d.

Izvor: Javorčić, N. (2016):op. cit., str. 41., prema ZSE, Dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=26476> (01.11.2017.)

Razlike u broju poduzeća koje izdaju obveznice u 2016. godini u usporedbi sa podacima pronađenim za 2005. godinu nije značajna. Također, stanje ovog tržišta u RH sprječava razvoj sekundarnog tržišta, ponajviše iz tog razloga što je vrlo čest slučaj da sve obveznice uzima jedan otkupitelj (PBZ d.d.).

Neka istraživanja pokazuju da su potencijalni izdavatelji obveznica na hrvatskom tržištu najveća poduzeća u uzorku koja imaju znatno veći broj kreditora nego neizdavatelji i financiraju se pretežno bankovnim kreditom odnosno znatno se češće koriste tuđim kapitalom u poslovanju. Ti su rezultati potpuno konzistentni s nalazima prethodnih istraživanja kojima je dokazano da su određene odrednice poduzeća utjecajni čimbenici pri donošenju odluke hoće li se poduzeće financirati emisijom obveznica ili kreditom.<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup>Miloš, D. (2004): Perspektive razvoja Hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica, Financijska teorija i praksa 28(4), str. 425.

Nadalje, kada je riječ o državnim obveznicama na tržištu kapitala u RH, one su srednjoročne i dugoročne zadužnice, a izdaju se za financiranje dugoročnih državnih projekata (npr. obrazovanje, infrastruktura).

Sljedeća tablica prikazuje državne obveznice izdane na domaćem tržištu. (Tablica 5.)

**Tablica 5. Državne obveznice izdane na domaćem tržištu**

Simbol	Izdavatelj	Iznos	Valuta	Datum izdanja	Datum dospijeća	Kamatna stopa
DAB-O-03CA	DAB	105 000 000	EUR	19.12.2000.	19.12.2003.	8%
DAB-O-05CA	DAB	225 000 000	EUR	19.12.2000.	19.12.2005.	8,375%
HZZO-O-047A	HZZO	222 000 000	EUR	19.07.2000.	19.07.2004.	8,5%
RHMF-O-049A	RH	200 000 000	EUR	20.09.2001.	20.09.2004.	6,5%
RHMF-O-08CA	RH	200 000 000	EUR	14.12.2001.	14.12.2008.	6,875%
RHMF-O-125A	RH	500 000 000	EUR	12.05.2002.	23.05.2012.	6,875%
RHMF-O-085A	RH	1 000 000 000	HRK	28.05.2003.	28.05.2008.	6,125%
RHMF-O-142A	RH	650 000 000	EUR	10.02.2004.	10.02.2014.	5,5%
RHMF-O-077A	RH	400 000 000	EUR	07.07.2004.	07.07.2007.	3,875%
RHMF-O-19BA	RH	1 000 000 000	EUR	29.11.2004.	19.11.2019.	5,375%
RHMF-O-103A	RH	3 000 000 000	HRK	08.03.2005.	08.03.2010.	6,750%
RHMF-O-157A	RH	350 000 000	EUR	14.07.2005.	14.07.2015.	4,25%
RHMF-O-15CA	RH	5 500 000 000	HRK	15.12.2005.	15.12.2015.	5,25%
RHMF-O-137A	RH	4 000 000 000	HRK	11.07.2006.	11.07.2013.	4,50%
RHMF-O-172A	RH	5 500 000 000	HRK	08.02.2007.	08.02.2017.	4,75%
RHMF-O-203A	RH	5 000 000 000	HRK	05.03.2010.	05.03.2020.	6,75%
RHMF-O-203E	RH	1 000 000 000	EUR	05.03.2010.	05.03.2020.	6,5%
RHMF-O-17BA	RH	4 000 000 000	HRK	25.11.2010.	25.11.2017.	6,25%
RHMF-O-167A	RH	3 500 000 000	HRK	22.07.2011.	22.07.2016.	5,75%
RHMF-O-227E	RH	1 000 000 000	EUR	22.07.2011.	22.07.2022.	6,5%
RHMF-O-187A	RH	6 000 000 000	HRK	10.07.2013.	10.07.2018.	5,25%
RHMF-O-247E	RH	1 400 000 000	EUR	10.07.2013.	10.07.2024.	5,75%
RHMF-O-257A	RH	6 000 000 000	HRK	09.07.2015.	09.07.2025.	4,50%
RHMF-O-26CA	RH	10 000 000 000	HRK	14.12.2015.	14.12.2026.	4,25%
RHMF-O-217A	RH	6 000 000 000	HRK	08.07.2016.	08.07.2021.	2,75%

Izvor: Marasović, B. (2016): Analiza državnih obveznica na Hrvatskom tržištu kapitala, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, str. 26., Dostupno na: <https://repositorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A306/datastream/PDF/view> (25.10.2017.)

Obveznicama se sve do 2002. godine nije previše trgovalo, a većina trgovanja odvijala se mimo organiziranoga tržišta direktnim trgovanjem. Do 2002. godine na domaćem tržištu obveznica postojale su samo obveznice HZZO-a i DAB-a, koje se nazivaju pravim

državnim obveznicama. Država od 2007. godine do 2010. godine nije izdala niti jednu obveznicu na domaćem tržištu. To se javilo kao posljedica najizraženije krize. Tek 2010. godine država je ponovno počela sa izdavanjem obveznica. Također, može se zaključiti da su budući investitori jako malo informirani, da država nije uvela sustav primarnih dilera koji bi održavali likvidnost na sekundarnom tržištu.<sup>57</sup>

### **4.3. Mogućnosti razvoja obveznica u RH**

Da bi se tržište kapitala moglo razviti neophodno je da u državi postoje povoljni gospodarski i društveni preduvjeti, te preduvjeti kao što je ispravan regulatorni okvir, nadzor te regulatorni mehanizmi, temelji sekundarnoj trgovini, razvijeno malo i srednje poduzetništvo, visoki standardi u knjigovodstvu i tome slični preduvjeti.

U Republici Hrvatskoj je za razvoj financijskog tržišta (tržišta kapitala) neophodno provesti snižavanje naknada, povećanje regulatornih zahtjeva, eliminirati nestabilnost na dioničkom tržištu i niske kamatne stope, povećati inovacije te riješiti problem konkurentnosti u Europi.<sup>58</sup>

Neka istraživanja su pokazala da je glavni problem malog broja izdanih obveznica (korporativnih) u nerazvijenosti financijskog tržišta. Ispostavlja se da se poduzeća u pravilu financiraju bankovnim kapitalom (bankovnim kreditima), a kao jedan od razloga međuostalom navode i strah od dijeljenja poslovnih informacija sa javnošću, zatim visoki troškovi emisije dionica te pretpostavka niske potražnje za korporacijskim obveznicama na domaćem financijskom tržištu. Isto dakako vrijedi sa municipalnim i državnim obveznicama.

Temelji razvoja tržišta obveznica je spremnost izdavatelja da svoje poslovanje financiraju na taj način, te spremnost investitora da ulažu u obveznice. Kako bi se to ostvarilo neophodno je educirati stanovništvo odnosno potencijalne i(trenutne) investitore kako bi im

---

<sup>57</sup>Marasović, B. (2016): Analiza državnih obveznica na Hrvatskom tržištu kapitala, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, str. 27., Dostupno na: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A306/datastream/PDF/view> (25.10.2017.)

<sup>58</sup>HANFA, Tržište kapitala u Hrvatskoj, Konferencija Tržišta novca d.d., Zagreb, 2016.



se približila problematika ulaganja u obveznice. Činjenica je da država/regionalna samouprava/poduzeće ne može financirati svoje poslovanje putem emisije obveznica ukoliko sa druge strane ne postoji potražnja za tim istim obveznicama. Smatra se da je to jedini preduvjet za razvoj tržišta obveznica, financijskog tržišta odnosno tržišta kapitala te u konačnici za razvoj gospodarstva RH, a što bi u konačnici doprineslo stabilnosti financijskog tržišta i većim mogućnostima njegovog razvoja.

Da bi se potpomogao razvoj obveznica u RH potrebno je omogućiti povećanje prinosa kako bi se privukli investitori te kako bi se posljedično povećala količina izdanih obveznica. Republika Hrvatska je ulaskom u Europsku uniju ujedno uvela i porez na kapitalnu dobit, što je još jedna od prepreka privlačenju novih investitora, te jedan od razloga zašto se porast trgovine obveznicama još uvijek nije vratio na razinu iz 2005. odnosno 2007. godine unatoč oporavku cjelokupnog gospodarstva RH. Iz priloženih tablica u ovom radu su primjetne velike oscilacije u visini prometa obveznica, što znači da je razvoj obveznica u RH još uvijek u svojoj ranoj fazi te da je potrebno napraviti značajne promjene kako bi se dogodila i promjena na tržištu obveznica.

Preduvjeti za razvoj obveznica u RH je u pravom redu financijska stabilnost zemlje, te dobra fiskalna i monetarna politika koja je preduvjet za stabilnost financijskog tržišta, ali i spomenuta promjena u svezi poreza na kapitalnu dobit te drugih poreza u zemlji koji nisu direktno vezani za kapitalnu dobit, obzirom da je RH kao članica EU jedna od zemalja sa najvećim poreznim opterećenjima kako stanovništvu tako i gospodarskim subjektima.

Obzirom da se predviđanja o gospodarskom oporavku i razvoju RH ostvaruju, preduvjeti za razvoj obveznica u RH su sve povoljniji te pogoduju njihovom razvoju u zemlji ali je neophodno provesti još mnogo promjena da bi se njihov rezultat vidio i na tržištu obveznica. Da bi se dodatno potpomogao njihov razvoj potrebno je poticati transparentnost poduzeća i educirati sudionike financijskog tržišta jer bi se time riješili ključni problemi koji trenutno onemogućuju razvoj financijskog tržišta odnosno obveznica u RH.

## 5. ZAKLJUČAK

Financijsko tržište je organizirani protok novčanih sredstava, koje u suštini ima dvije dimenzije, i to sa jedne strane primarno i sekundarno tržište te sa druge strane tržište novca i tržište kapitala. Primarno tržište je ono na kojem se emitiraju novi financijski instrumenti, a sekundarno je ono financijsko tržište na kojem se trguje papirima koji su već izdani (dakako na primarnom tržištu). Tržište novca je specifično po tome što se na njemu trguje dužničkim instrumentima s rokom dospijeaća do godinu dana, a tržište kapitala po tome što se na njemu trguje vlasničkim udjelima (dionicama) te instrumentima s vremenom dospijeaća većim od jedne godine.

Da bi financijsko tržište moglo pravilno funkcionirati, neophodno je da budu stvoreni neki preduvjeti za njegov razvoj. Prvenstveno, da bi ono moglo funkcionirati u prvom redu mora biti stabilno, a da bi ono bilo stabilno, potrebno je da regulacija financijskog tržišta bude dobra, te da gospodarski uvjeti budu povoljni za razvoj tog tržišta. Jedino se pod stabilnim i uređenim financijskim tržištem može ostvariti njegova visoka efikasnost (i obratno), i to pod pretpostavkom konkurentnog utvrđivanja cijena, minimiziranih troškova transakcija, te integriranom financijskog sustava.

Obveznice su dugoročni vrijednosni papiri kojima se trguje na financijskom tržištu. Služe prvenstveno za prikupljanje novčanih sredstava, a izdati ih može država, korporacije i regionalne jedinice, pa se obveznice prema tome mogu podijeliti na državne, korporacijske te municipalne. Obveznice se sastoje od kamatne stope (cijena obveznice), nominalne vrijednosti obveznice, serija i broj te kuponi.

Financijsko tržište (tržište kapitala i tržište novca) u RH nema sve preduvjete za svoj razvoj, iako su sa oporavkom gospodarstva RH primjetni i oporavci financijskog tržišta. Nakon 2007. godine je došlo do drastičnog pada na financijskom tržištu, ali se iza te godine (ili preciznije, iza 2008. godine) financijsko tržište počelo oporavljati i davati pozitivne pokazatelje napretka.

Činjenica je da trgovanje obveznicama u RH nije prepoznato među investitorima u zemlji, pa sa jedne strane ne postoje ulagači u obveznice, a sa druge strane ne postoji ponuda obzirom da poduzeća u RH nisu sklona prikupljanju novčanih sredstava putem obveznica nego ga najčešće pribavljaju preko bankarskih kredita.

Smatra se da se uređivanjem financijskog tržišta u RH, većom transparentnošću poslovanja poduzeća, osnaživanjem gospodarstva, stvaranjem boljih regulacijskih sustava i tome sličnim aktivnostima, može značajno doprinesti razvoju financijskog tržišta a u konačnici i razvoju obveznica u RH.

## LITERATURA

1. Blanchard, O. (2006): Financial Markets and Expectations (Chapter 15): Macroeconomics, Prentice Hall Business Publishing, Slajd 10-12, Dostupno na: [www.poslovni.hr/media/PostAttachments/419665/obveznice.ppt](http://www.poslovni.hr/media/PostAttachments/419665/obveznice.ppt) (18.09.2017.)
2. Barbić, T. (2015): Suvremeni aspekti tržišta kapitala, Notitia – časopis za održivi razvoj, br. 1., str. 56.
3. Carić, M, Mirković, P, Konjikušić, M. (2015): Municipalne obveznice kao hartije od vrednosti: argumenti za i protiv, Adapting Legal Regulations to Current Trends in the Region, Novi Sad, str. 33-43.
4. Hanfa, Dostupno na: <http://www.hanfa.hr/o-nama/> (28.09.2017.)
5. HANFA, Tržište kapitala u Hrvatskoj, Konferencija Tržišta novca d.d., Zagreb, 2016.
6. Hasan, I., Schmiedel, H. (2004): Networks and equity market integration: European evidence, International Review of Financial Analysis, br. 13., str. 601-619.
7. Effect za reviziju i ekonomski konzalting, Vrijednosnice, Dostupno na: [http://www.effect-dubrovnik.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=961%3Avrijednosnice&Itemid=106](http://www.effect-dubrovnik.com/index.php?option=com_content&view=article&id=961%3Avrijednosnice&Itemid=106) (20.09.2017.)

8. Financial Markets and Expectations (Chapter 15): Macroeconomics, Prentice Hall Business Publishing, Slajd 8, Dostupno na: [www.poslovni.hr/media/PostAttachments/419665/obveznice.ppt](http://www.poslovni.hr/media/PostAttachments/419665/obveznice.ppt) (18.09.2017.)
9. Foley, B. J., (1998): Tržišta kapitala, Zagreb, MATE
10. Jugović, A., Debelić, B., Lončar, S. (2009): Izdavanje obveznica kao instrumenata pribavljanja financijskih sredstava za potrebe razvoja i unapređenja poduzeća, Pomorstvo 23(2): str. 441-458.
11. Mahmutović, A. H. (2009): Finansiranje strateških projekata emisijom vrijednosnih papira u Bosni i Hercegovini, str. 2., Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/55892> (18.09.2017.)
12. Marasović, B. (2016): Analiza državnih obveznica na Hrvatskom tržištu kapitala, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Dostupno na: <https://repositorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A306/datastream/PDF/view> (25.10.2017.)
13. Miloš, D. (2004): Perspektive razvoja Hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica, Financijska teorija i praksa 28(4): str. 417-434.
14. Mikulić, I. (2014.): Financijska tržišta u RH, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb, Dostupno na: <https://www.scribd.com/doc/74924023/Financijska-tr%C5%BEi%C5%A1ta-u-RH#> (17.09.2017.)
15. Mishkin, E. (2005): Financijska tržišta + institucije, MATE
16. Omerhodžić, S. (2014): Vrednovanje obveznica, Tranzicija, 15(32): str. 112-130.
17. Poslovni.hr, Obveznica, Dostupno na: <http://www.poslovni.hr/leksikon/obveznica-987> (20.09.2017.)
18. Pratt, S.P., Reilly, R.F., Schweih, R.P., (2002): Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw-Hill, New York, str. 528-529.
19. Prohaska, Z. (2013): Tržište novca u Republici Hrvatskoj – sadašnje stanje i perspektive razvoja, VI. Konferencija – Hrvatsko novčano tržište, Poreč, Dostupno na: <http://bib.irb.hr/prikazi-rad?rad=134134> (22.09.2017.)
20. Sabolić, D. (2013): Financijska tržišta II. – Organizacija financijskih tržišta, Fakultet elektrotehnike i računarstva, Sveučilište u Zagrebu, Inzeco, str. 262-280.

21. Selak, G. (2016): Municipalne obveznice kao hartije od vrijednosti, Univerzitet Privredna akademija, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad, str. 33., Dostupno na: <http://nardus.mpn.gov.rs/bitstream/handle/123456789/6829/Disertacija5057.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (18.09.2017.)
22. Sumpor, M. (2002): Tržište državnih vrijednosnica, Ekonomski pregled 53(3-4): str. 319-342.
23. Swianiewicz, P. (2004): The Theory of Local Borrowing and the West-European Experience in Local Government Borrowing – Risk and Rewards, Open Society Institute, Budapest
24. Dostupno na: <http://www.zse.hr/> (19.09.2017.)