

# TRŽIŠTE KAPITALA U RH

---

**Paškovan, Sandro**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**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:124:254527>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-11-28**

*Repository / Repozitorij:*

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



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

**ZAVRŠNI RAD**

**TRŽIŠTE KAPITALA U RH**

**Mentor:**

**Prof.dr.sc. Nikša Nikolić**

**Student:**

**Sandro Paškovan**

**Split, kolovoz, 2018.**

# SADRŽAJ

<b>1. UVOD</b>	<b>3</b>
1.1. Definiranje problema	3
1.2. Ciljevi rada	4
1.3. Metode rada	4
1.4. Struktura rada	5
<b>2. NASTANAK I ZNAČJ TRŽIŠTA KAPITALA</b>	<b>6</b>
2.1. Razvoj financijskog sustava	6
2.2. Financijska tržišta	8
2.3. Tržište kapitala	9
2.4. Tržište novca	10
2.5. Primarno i sekundarno tržište	12
2.6. Tržište vlasničkih i dužničkih vrijednosnica	13
2.7. Sudionici tržišta kapitala	14
<b>3. Međunarodno tržište kapitala</b>	<b>14</b>
3.1. Determinante razvoja tržišta kapitala	14
3.2. Burza	16
3.3. Dionice	19
3.4. Obveznice	22
3.5. Financijski rizik	23
3.6. Portfolio	24

<b>4. Tržište kapitala u RH</b>	<b>25</b>
4.1. Povijest Zagrebačke burze	25
4.2. Financijska tržišta u RH	28
4.3. Regulatorna financijskih tržišta	29
4.4. HANFA	30
4.5. Tržište kapitala u RH	31
<b>5. Zaključak</b>	<b>33</b>
<b>Literatura</b>	<b>34</b>
<b>Sažetak</b>	<b>35</b>
<b>Summary</b>	<b>36</b>

# 1 UVOD

## 1.1. Definiranje problema

Tržište kapitala je dio financijskog tržišta, a obuhvaća trgovinu financijskim instrumentima na uređenom tržištu i izvan njega. Najčešće se na tržištu kapitala trguje dionicima i obveznicama s rokom dospijeca dužim od godine dana. Dionice su vlasnički vrijednosni papiri, koji predstavljaju udio u vlasništvu dioničkog društva. Obveznice su dužnički vrijednosni papiri, koji predstavljaju dugovanje (države ili tvrtke) određenog novčanog iznosa uvećanog za kamatu. Vrijednosni papiri mogu biti kratkoročni i dugoročni ovisno o tome je li dospijeca duga kraće ili duže od godinu dana. Kad govorimo o tržištu kapitala ključna je transparentnost, koja podrazumijeva da su podaci potrebni za donošenje utemeljene investicijske odluke dostupni svima na jednak način. Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj su:

- ulagatelji u financijske instrumente
- posrednici (investicijska društva, kreditne institucije i ostali)
- izdavatelji vrijednosnih papira i ostalih financijskih instrumenata
- Zagrebačka burza d.d. Zagreb (tržišni operater i operater MTP-a)
- Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb (operater središnjeg depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira, operater sustava poravnanja i namire nematerijaliziranih vrijednosnih papira i operater Fonda za zaštitu ulagatelja)<sup>1</sup>

Okosnica ovog završnog rada je pitanje infrastrukture tržišta kapitala u Hrvatskoj, kao i njegovo funkcioniranje.

---

<sup>1</sup> Što je tržište kapitala – HANFA.com dostupno na <https://www.hanfa.hr/getfile/39373/Što%20je%20tržište%20kapitala.pdf>

## 1.2. Ciljevi rada

Cilj ovog rada je analizirati infrastrukturu tržišta kapitala u RH, odnosno način njegovog funkcioniranja. Da bi tržište funkcioniralo mora postojati određena infrastruktura. Nužno je postojanje zakona i regulativa kojima se određuju prava i obveze subjekata koji djeluju na tržištu. Osvrnut će se još i na subjekte i uloge koje oni imaju kao i njihove ciljeve. Napravit će se i usporedba s međunarodnim tržištem kapitala kao i detaljniji uvid u samo to tržište.

## 1.3. Metode rada

Metode koje će se koristiti su:

- **Metoda analize** – metoda koja se koristi za pojednostavljenje složenih pojmova i daje uvid u temu rada.
- **Metoda sinteze** – metoda suprotna od analize, dijelovi se spajaju u cjelinu.
- **Metoda indukcije** - induktivna metoda je sustavna primjena induktivnog načina zaključivanja kojim se na temelju analize pojedinačnih činjenica dolazi do zaključka o općem sudu, od zapažanja konkretnih pojedinačnih slučajeva dolazi do općih zaključaka.<sup>2</sup>
- **Metoda dedukcije**- deduktivna metoda u znanosti služi za objašnjenje činjenica i zakona, za predviđanje budućih događaja, za otkrivanje novih činjenica i zakona, za dokazivanje postavljenih teza, za provjeravanje hipoteza i za znanstveno izlaganje.<sup>3</sup>
- **Statistička metoda**- kvantitativna metoda gdje će se uspoređivati rezultati ocjena koje se dobiju kroz istraživanje.
- **Povijesna metoda**- temelji se na prošlim događajima i može pomoći u predviđanju nekih budućih kretanja.
- **Deskriptivna metoda** – opisna metoda, koristi se za detaljnija objašnjenja pojmova i rezultata u istraživanju.

---

<sup>2</sup> Metode znanstvenih istraživanja.com, str. 3. dostupno na [http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni\\_mat/1\\_godina/Imetodologija/metode\\_znanstvenih\\_istrazivanja.pdf](http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/Imetodologija/metode_znanstvenih_istrazivanja.pdf)

<sup>3</sup> Metode znanstvenih istraživanja.com, str. 6. dostupno na [http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni\\_mat/1\\_godina/metodologija/metode\\_znanstvenih\\_istrazivanja.pdf](http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/metodologija/metode_znanstvenih_istrazivanja.pdf)

#### **1.4. Struktura rada**

Ovaj rad se sastoji od 6 dijelova uključujući uvodni i zaključni dio i literaturu.

U uvodnom dijelu definiran je problem istraživanja, ciljevi rada i metode koje su se koristile za pisanje rada.

U drugom dijelu govorit će se o nastanku i značaju tržišta kapitala, kako je sve počelo i promjene koje su nastale da bi tržište izgledalo kako izgleda danas.

U trećem dijelu govorit će se o međunarodnom tržištu kapitala, njegovom razvitku i gdje ono ide u budućnosti.

Četvrti dio se odnosi na glavnu temu ovog rada, a to je tržište kapitala u RH. Detaljno će se opisati tržište kao i njegovi subjekti i svrha samog tržišta. Usto će se napraviti i usporedba s međunarodnim tržištem.

U petom dijelu će se napraviti osvrt na cjelokupan rad i donijeti zaključak.

Šesti dio se odnosi na ukupan popis literature koja se koristila za ovo istraživanje.

## 2 NASTANAK I ZNAČAJ TRŽIŠTA KAPITALA

### 2.1. Razvoj financijskog sustava

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

Postoji pet temeljnih funkcija financijskih sustava, a to su:

- mobilizacija štednje;
- unapređenje upravljanje rizikom;
- pribavljanje informacija o investicijskim mogućnostima;
- nadziranje menadžera i kontrola korporativnog upravljanja;
- olakšavanje razmjene dobara i usluga.

Dostignuti stupanj i smjer razvoja financijskih sustava razlikuje se u ovisnosti o uspješnosti obavljanja navedenih funkcija neovisno o prihvaćenoj institucionalnoj formi. Financijski sustavi promatraju se kao dinamička kategorija, dio su evolucijskog procesa i prilagođavanja potrebama sudionika na tržištu.

Evolucija financijskog sustava može se promatrati sa stajališta važnosti i relativnog udjela banaka i tržišta kapitala odnosno prema raznolikosti i zastupljenosti ostalih financijskih institucija i financijskih instrumenata. Razvojni proces financijske arhitekture kreće od bankovne prema tržišnoj strukturi, u kojoj je naglašena uloga institucionalnih investitora i njihova sve sofisticiranija ponuda, a završava sekuritiziranom fazom.<sup>4</sup> U prvoj, bankovnoj fazi razvoja financijskog sustava, bankovne institucije prikupljaju glavninu štednje, provode najveći dio financijske intermedijacije i najznačajniji su izvor eksternog financiranja

---

<sup>4</sup> Mr.sc. Draženović Olgić B. (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i republike hrvatske, Ekonomski fakultet Rijeka, str. 10.



nefinancijskih poduzeća. Tijekom ove faze banke imaju dominantnu ulogu u ekonomiji. Tržište novca je nerazvijeno i gotovo u cijelosti se odnosi na međubankovnu trgovinu. Nerazvijenost financijskog sustava ogleda se u ograničenju broja i vrsti financijskih posrednika kao i financijskih instrumenata kojima se trguje, dok je tržište kapitala potpuno ili relativno nerazvijeno. Zbog nerazvijenih institucionalnih investitora, mogućnost držanja diverzificiranih portfolija vrijednosnih papira kod sektora stanovništva ograničena je samo na bogate pojedince i to uz visoke troškove. Srednji i nisko dohodovni sektor stanovništva preferira bankovnu štednju usprkos nižim stopama povrata. Ovakva tržišta mogu se ocijeniti plitkim i uskim i karakteristična su za većinu tranzicijskih zemalja. Kontinentalni financijski sustavi su uglavnom oligopolistički, uslijed dominacije banaka i njihova pristupa kanalima distribucije kojima se smanjuju ulazni troškovi pristupa tržištu. Tijekom tržišno-orijentirane faze, mijenjaju se odnosi u financijskim sustavima koji postaju kompleksniji i sofisticiraniji. Kao konkurencija bankama sve više jačaju institucionalni investitori s novim financijskim proizvodima. Važnost bankovnog sustava se smanjuje, ali banke ipak ostaju glavni izvor financiranja nefinancijskih poduzeća. Mijenja se i tradicionalno shvaćanje banke kao isključivo depozitno-kreditne institucije te se smanjuje primarna važnost depozita u aktivni kućanstava i kredita kao izvora financiranja poduzeća. Tržište kapitala u početnoj je fazi razvoja, a najčešća izdanja su državne obveznice i manjim dijelom nova dionička izdanja. Sektor stanovništva kupuje vrijednosne papire direktno i putem financijskih institucija. Pojedinci s visokim primanjima smanjuju udjel direktno držanih vrijednosnih papira, a ostale skupine novčano suficitarnih subjekata smanjuju preferenciju prema depozitima povećavajući ulaganja u investicijske fondove, mirovinske fondove i osiguravajuća društva. Tržišni financijski sustavi karakteristični su za zemlje kontinentalne Europe (Francuska, Njemačka, Italija), Japan kao i za neka od naprednih tranzicijskih tržišta, primjerice Čile. U trećoj, sekuritiziranoj fazi razvoja, primat u eksternom financiranju nefinancijskog i financijskog sektora ima tržište kapitala. Korporativna izdanja obveznica i komercijalni papiri substituira bankovne kredite, a hipotekarni i potrošački krediti mogu biti sekuritizirani. Prikupljanje i alociranje štednje, monitoring i kontrola provode se posredstvom tržišta odnosno najčešće putem rejting agencija, investicijskih banaka i institucionalnih investitora. Vrijednosni papiri u ovoj fazi evoluiraju i javljaju se u formi raznih derivativnih instrumenata.<sup>5</sup> Tradicionalno bankarstvo sve više gubi na važnosti, uz istovremeno jačanje novih nebankovnih usluga kao

---

<sup>5</sup> Mr.sc. Draženović Olgic B. (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i republike hrvatske, Ekonomski fakultet Rijeka, str. 11.

što su trgovanje vrijednosnim papirima, usluge savjetovanja i potpisivanja emisija te usluge portfolio managementa. Posljednja faza razvoja financijskog sustava karakteristična je za anglosaksonske zemlje (Kanada, Velika Britanija i SAD), koje odlikuje raznovrsnost oblika i tehnika financiranja, kao i vrlo visoki obujam trgovanja na financijskim tržištima. Međutim, viša sofisticiranost pojedine faze ne znači nužno i bolje rješenje za sve zemlje. Većina autora se slaže da optimalna financijska arhitektura za pojedinu nacionalnu ekonomiju ovisi o njezinim specifičnim karakteristikama.<sup>6</sup>

## **2.2 Financijska tržišta<sup>7</sup>**

Globalni pojam tržišta predstavlja susretanje ponude i tražnje koje dovodi do formiranja cijene i do razmjene predmeta trgovanja uz tu cijenu. Predmeti razmjene na tržištu mogu biti: stvarna dobra, razne usluge, valute, devize, krediti, radna snaga i sl. Prema predmetu razmjene na tržištu izdvajaju se dva njegova osnovna segmenta: financijsko i robno tržište. Financijska tržišta predstavljaju najznačajniji i najosjetljiviji dio ukupnog ekonomskog i financijskog sistema svake zemlje. Ona omogućavaju normalno i nesmetano funkcioniranje nacionalne ekonomije. Na njima se odražavaju sva zbivanja u realnim tokovima društvene reprodukcije. Ona predstavljaju jedan od osnovnih postulata tržišne privrede. Financijska tržišta se mogu promatrati u širem i užem smislu. U širem smislu financijska tržišta postoje svugdje gdje se obavljaju financijske transakcije. Pod financijskim tržištima podrazumijevaju se mjesta na kojima se trguje financijskim instrumentima pa bi se financijska tržišta mogla definirati kao organizirana mjesta na kojima se susreću ponuda i potražnja za različitim oblicima financijskih instrumenata. Preko financijskih tržišta privredni subjekti dolaze do sredstava neophodnih za financiranje svog poslovanja. Ona olakšavaju povezivanje subjekata koji raspolažu viškovima financijskih sredstava i subjekata kojima nedostaju financijska sredstva, odnosno povezuju dvije značajne makroekonomske kategorije štednju i investicije. Na nivou nacionalne ekonomije ukupan obujam štednje jednak je ukupnom obujmu investicija u određenom vremenskom periodu. Ova pojava se naziva štedno-investicijski ciklus. Financijska tržišta su ambijent u kojem se kreiraju i transferiraju financijska potraživanja i izražavaju i realiziraju ponuda i potražnja za financijskim instrumentima. Preko financijskih

---

<sup>6</sup> Mr.sc. Draženović Olgić B. (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i republike hrvatske, Ekonomski fakultet Rijeka, str. 11.

<sup>7</sup> Prof.dr. Ristić Ž. (2015.): Globalni financijski menadžment, Ekonomski fakultet Banja Luka, str. 3

tržišta vrši se alokacija akumulacije sa ciljem da se ona najefikasnije upotrijebi u proizvodnji. Subjekti koji raspolažu viškovima sredstava, putem kredita ili vlasničkih udjela stavljaju ih na raspolaganje subjektima koji se bave proizvodnjom.

Na financijskim tržištima se financijski instrumenti mogu pretvoriti u gotov novac, kada su njihovim vlasnicima potrebna likvidna sredstva. Na financijskim tržištima se nude i traže supstituti roba i usluga, kao što su: novac, potraživanja i sl. Glavni elementi financijsko-tržišnog sistema su:

financijska štednja kao sadržaj, odnosno kao predmet transferiranja;  
glavni tokovi transferiranja financijske štednje;  
financijski instrumenti (ili aktiva) kojima se štednja transferira;  
financijske institucije koje učestuju u transferiranju štednje,  
financijska tržišta na kojima se ostvaruje promet odgovarajućih instrumenata.<sup>8</sup>

### **2.3. Tržište kapitala**

Logična asocijacija na pojam tržišta jest da je to o mjesto na kojemu se nešto trži, odnosno mjesto na kojemu se kupuje i prodaje neka roba. To je mjesto na kojemu se susreću ponuda i potražnja: prodavatelj nudi robu na prodaju (ponuda), kupac traži robu za kupnju (potražnja). Primjerice, roba kojom se trguje na zelenoj tržnici jest voće i povrće, u ribarnici se susreću ponuda i potražnja ribe, plodova mora i sl. Stoga u pokušaju prvog približavanja pojma tržišta kapitala recimo ovo: Tržište kapitala je tržište na kojemu se kupuje i prodaje kapital, odnosno mjesto na kojemu se susreću potražnja i ponuda kapitala. Iako možda i ne znamo točno što kapital jest, već predosjećamo da ima veze s novcem. Zapravo, tržište kapitala jako miriše na novac zbog istog razloga zbog kojega tržnica odiše sezonskim voćem i povrćem, a ribarnica svojom specifičnom i lako prepoznatljivom mješavinom mirisa.<sup>9</sup> Stoga jedna od najpoznatijih (i najjednostavnijih) definicija kapitala i kaže da je to novac koji se upotrebljava u investicijske svrhe. Ako se npr. na tržištu voća i povrća sastaju ponuda i potražnja voća i povrća, to znači da se za određenu količinu voća ili povrća razmjenjuje određeni novčani iznos. Analogno tome, mogli bismo reći da se na tržištu kapitala razmjenjuje novac za investicijske svrhe za određeni novčani iznos - i tako ćemo doći do točke gdje je malo toga

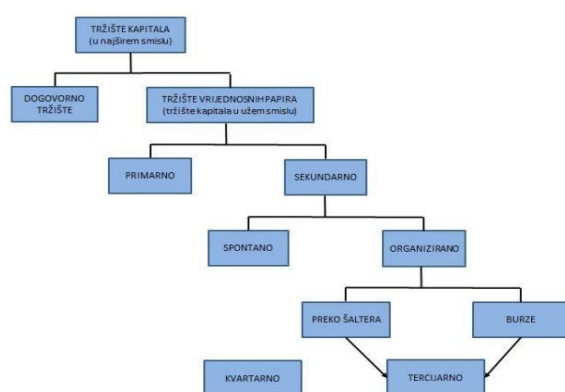
---

<sup>8</sup> Prof.dr. Ristić Ž. (2015.): Globalni financijski menadžment, Ekonomski fakultet Banja Luka, str. 4

<sup>9</sup> Dr. Alajbeg D. i dr. Bubaš Z. (2001.) Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane, Institut za javne financije Zagreb, str. 8

jasno. Osnovni razlog zbog kojega je prethodna analogija toliko zbunjujuća jest da roba kojom se trguje nije preciznije razgraničena od novčanih iznosa kojima se trguje: za novac se na tržištu kapitala ne trguje kapitalnim (tj. novčanim) iznosima, već kapitalnim dobrima odnosno financijskim instrumentima, tj. vrijednosnim papirima. Kapitalna dobra, financijski instrumenti i vrijednosni papiri (vrijednosnice) sinonimi su - oni samo ističu aspekte ekonomske vrijednosti, financiranja poduzeća ili pravnu stranu dionica, obveznica odnosno drugih vrijednosnica.<sup>10</sup>

### Slika 1: Struktura tržišta kapitala



Izvor: Orsag S., Dedi L. (2014): Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb, str 21.

### 2.4. Tržište novca<sup>11</sup>

Tržište novca (engl. *money market*, njem. *Geldmarkt*), nije konkretno mjesto, već uobičajeni apstraktni pojam za sveukupne kratkoročne novčane poslove, kojima financijske institucije (uglavnom banke) dolaze do dodatnih likvidnih sredstava, pozajmljuju svoje viškove rezervi ili trguju kratkoročnim vrijednosnim papirima.

Ovisno o visini ponude i potražnje i roku na koji se novac pozajmljuje (na jednu noć – *overnight money*, jedan dan – *daily money*, sedam dana, na jedan ili više mjeseci ili do opoziva – *call money*) formira se kamatnjak. Rastući trend kamatnjaka znak je oskudne likvidnosti, a trend padajućeg kamatnjaka viška ponude kratkoročnih novčanih sredstava nad potražnjom.

<sup>11</sup> Tržište novca – Leksikon.com dostupno na <http://www.poslovnih.hr/leksikon/trziste-novca-1052>

Novac pozajmljuju banke međusobno, središnje banke mogu i ne moraju sudjelovati, a ponekad na tržištu sudjeluju i nebankovni subjekti. Vrijednosni papiri (*money market papers*), dospijevaju od nekoliko dana do 2 godine. To su blagajnički zapisi i slični kratkoročni papiri države, certifikati o depozitu, komercijalni papiri – zapisi, bankarski akcepti, diskontne obveznice države i raznovrsni oblici “sporazuma o reotkupu” (*repurchase agreement*) kojima banke međusobno održavaju likvidnost. Novčano je tržište veleprodajno, predstavlja skup različitih tržišta i specijalista, posluje se “na riječ” – telefonom, teleksom, telefaksom, nema formalne organizacije i uz specifična nacionalna tržišta, egzistira i kao svjetsko tržište likvidnosti.

Važni sudionici nacionalnog, a često i svjetskog tržišta novca jesu centralne banke, koje promjenom eskontnih i lombardnih stopa (po kojima odobravaju eskontne i druge oblike kredita poslovnim bankama) te operacijama na otvorenom tržištu bitno utječu na promjenu ponude, potražnje i kamatnjaka na tržištu novca.

Tržište novca, organizirano tržište kratkoročnim financijskim sredstvima za osiguranje likvidnosti u financijskom sustavu.

Subjekti tržišta novca su banke koje preko njega reguliraju i održavaju svoju likvidnost uz budnu pažnju centralne banke koja vlastitim intervencijama regulira količinu novca u optjecaju. Kamatna stopa na tržištu novca regulira se u pravilu kroz proces ponude i potražnje za kratkoročnim sredstvima, i ta je stopa jasno niža od one na tržištu dugoročnih financijskih sredstava.

U najširem smislu obuhvaća i devizno tržište, u širem smislu tržište novca obuhvaća sve kratkoročne kreditne poslove, kod kojih redovito nastaje novi novac, a u užem smislu obuhvaća dogovorno tržište kratkoročnih kredita, tržište kratkoročnih vrijednosnih papira te međubankovno tržište novca. To je tržište kratkoročnog novčanog kapitala koji ima funkciju platežnog sredstva. Ima važnu ulogu u optjecaju kratkoročnih financijskih sredstava. Ono na racionalan način uravnotežuje viškove i manjkove novca u gospodarstvu te ubrzava optjecaj novca. Suprotnost je > tržište kapitala. Tržište novca i tržište kapitala zajedno čine tržište kredita.

## 2.5. Primarno i sekundarno tržište

Dionice, obveznice i drugi financijski instrumenti zaživljavaju na tzv. primarnom ili emisijskom tržištu. To je onaj segment tržišta na kojemu izdavatelj dionice ili obveznice dolazi do kapitala, odnosno do određenoga novčanog iznosa koji mu je potreban (npr. za financiranje investicijskog projekta ili drugu poslovnu aktivnost). Posao izdavanja, odnosno primarne emisije vrijednosnog papira (engl. IPO - Initial Public Offering) prilično je složen i najčešće odveć zahtjevan da bi ga izdavatelj mogao samostalno odraditi. Banke, odnosno njihovi odjeli za investicijsko bankarstvo najčešće odrađuju posao od ideje do realizacije primarne emisije. One stoga i vladaju tim tržištem: bilo kao “veletrgovci” koji otkupljuju cijelo izdanje i rasprodaju ga dalje, bilo kao posrednici koji pronalaze izravnog kupca vrijednosnice. Nakon što su prvi put prodani, vrijednosni papiri svoj život nastavljaju na tzv. sekundarnom ili transakcijskom tržištu. Za razliku od primarnog tržišta, gdje izdavatelj pribavlja novčana sredstva, na sekundarnom se tržištu “samo” mijenja vlasnik vrijednosnice. Međutim, upravo stoga što postoji mogućnost preprodaje vrijednosnica, sekundarno je tržište izrazito važno. Zamislite se samo kao investitor u dugoročnu vrijednosnicu s kojom do njezina dospijeca ne možete ništa učiniti - to je kao da ste oročili svoja sredstva na dugi rok bez ikakve mogućnosti raskidanja oročenja prije isteka dogovorenog roka.<sup>12</sup>

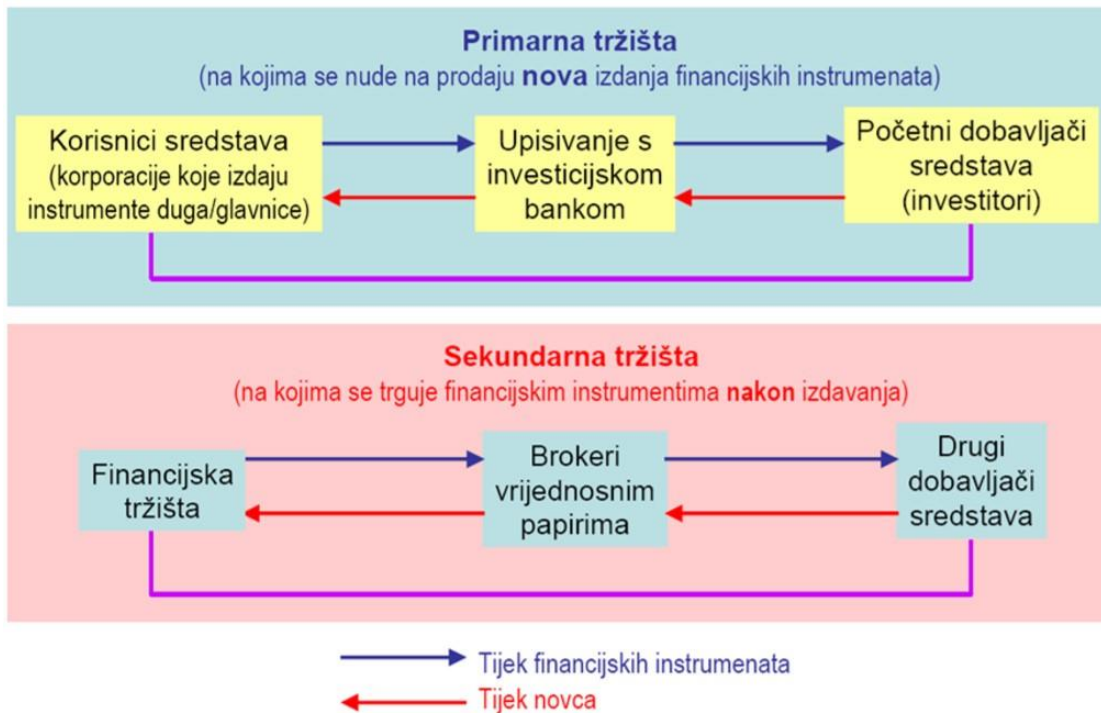
Sekundarno tržište kapitala omogućuje mobilnost i likvidnost – investitor može prodati svoj (dugoročni) vrijednosni papir i tako prema potrebi doći do novčanih sredstava. Kada se u širokoj populaciji govori o tržištu kapitala, najčešće se zapravo govori o sekundarnom tržištu kapitala.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Dr. Alajbeg D. i dr. Bubaš Z. (2001.) Vodić kroz hrvatsko tržište kapitala za građane, Institut za javne financije Zagreb, str. 10

<sup>13</sup> Dr. Alajbeg D. i dr. Bubaš Z. (2001.) Vodić kroz hrvatsko tržište kapitala za građane, Institut za javne financije Zagreb, str. 11

**Slika 2: Ključne razlike u kretanju sredstava na primarnom i sekundarnom tržištu**



Izvor: Saunders, A., Cornett, M.M., „Financijske tržišta i institucije“, Masmedia, Zagreb, 2006.

## 2.6. Tržište vlasničkih i dužničkih vrijednosnica

Ta se podjela temelji na obilježju financijskog odnosa između izdavatelja i vlasnika vrijednosnice. Kao što im sam naziv kaže, vlasnički papiri predstavljaju udio u vlasništvu nad poduzećem i za njih su vezana određena vlasnička prava, dok je u pozadini dužničkoga vrijednosnog papira financijsko kreditiranje izdavatelja. Klasični vlasnički instrument je dionica, dok je obveznica tipičan predstavnik skupine dužničkih vrijednosnica. Iako postoje određene organizacijske razlike između tih tržišnih segmenata, oni u praksi čine cjelinu: mjesto na kojemu se sastaju ponuda i potražnja dugoročnih financijskih instrumenata.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Dr. Alajbeg D. i dr. Bubaš Z. (2001.) Vodić kroz hrvatsko tržište kapitala za građane, Institut za javne financije Zagreb, str. 11

## **2.7. Sudionici tržišta kapitala**

Na tržištu kapitala sučeljava se veliki broj sudionika koji formiraju ponudu i potražnju, a mogu se razvrstati u četiri skupine: investitori i vlasnici kapitala, poduzetnici i korisnici kapitala, financijski posrednici na tržištu kapitala te država. Primarni izdavatelji vrijednosnica na tržištu kapitala su savezne vlade, lokalne vlasti i korporacije. Savezna vlada izdaje dugoročne obveznice da bi financirali investicijske projekte, kao što su izgradnja škola i zatvora. Vlade nikad ne izdaju dionice jer ne mogu prodati prava vlasništva. Korporacije izdaju i obveznice i dionice. Jedna od najtežih odluka s kojima se suočava neko poduzeće jest treba li financirati svoj rast zaduživanjem ili emisijom kapitala. Raspored kapitala tvrtke između duga i temeljnog kapitala je njena struktura kapitala. Korporacije mogu ući na tržišta kapitala jer nemaju dovoljno kapitala da financiraju svoje prilike za ulaganje. Kao alternativu tvrtke mogu odabrati ulazak na tržište kapitala jer žele sačuvati svoj kapital za podmirenje neočekivanih potreba. U oba slučaja dostupnost efikasnim tržištima kapitala ključna je za kontinuirano zdravlje poslovnog sektora. Najveći kupci vrijednosnica tržišta kapitala su kućanstva. Često pojedinci i kućanstva polažu sredstva u financijske institucije, kao što su investicijski i mirovinski fondovi, koji koriste sredstva za kupnju instrumenata tržišta kapitala kao što su obveznice i dionice.<sup>15</sup>

## **3. Međunarodno tržište kapitala**

### **3.1. Determinante razvoja tržišta kapitala<sup>16</sup>**

Razvijeno tržište kapitala jedna je od pretpostavki za uspješno uključivanje nacionalne privrede u svjetske financijske tijekove. Osim toga, razvojem tržišta kapitala potiče se i razvoj nacionalne ekonomije i njezinog najvitalnijeg dijela – financijskog sustava. Pri tome se za razvoj dugoročnog segmenta financijskog tržišta moraju ispuniti određene pretpostavke, a koje se sukladno dostupnoj literaturi mogu u najkraćim crtama sumirati kao:

- Zakonodavni i institucionalni okvir
- Politička i makroekonomska stabilnost
- Širenje baze investitora.

---

<sup>15</sup> Mishkin, F.S.; Eakins, S.G., op.cit., str. 242.

<sup>16</sup> Mr.sc. Draženović Olgić B. (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i republike hrvatske, Ekonomski fakultet Rijeka, str. 23., 24., 25.



Prvi korak ka stvaranju tržišta kapitala je reguliranje osnovne infrastrukture financijskog tržišta putem kvalitetnog zakonodavnog okvira kao i transparentne i učinkovite institucionalne baze. U suprotnom nastaje «tržište na livadi», bez zaštite prava kreditora i dioničara, uz nemogućnost pristupa kvalitetnim informacijama i bez kvalitetnog korporativnog upravljanja. Zakonodavni okvir u najširem smislu podrazumijeva adekvatnu i pravovremenu uspostavu primjerene legislative i pravnog sustava čime se osigurava efikasno funkcioniranje tržišta. U užem smislu navedeno se odnosi na uspostavu sigurnog okruženja za investitore u smislu osiguranja zaštite vlasničkih prava i prava manjinskih dioničara. Institucionalni čimbenik uključuje osnivanje institucija za nadzor i kontrolu trgovanja na financijskom tržištu, institucije za prijeboj i namiru, uspostavu jeftinih i učinkovitih platformi za sekundarno trgovanje, a od posredne je važnosti i neovisnost središnje banke. Osim toga, postoje brojni faktori institucionalne kvalitete koji mogu pomoći razvoju tržišta kapitala. Većina autora slaže se da postoji statistički značajna veza između razvoja tržišta kapitala s jedne strane te razine korupcije, vladavine prava, kvalitete korporacijskog upravljanja, efikasnosti birokracije i administrativnih prepreka s druge strane. U kontekstu tranzicijskih zemalja koje su u fokusu ovog rada, navedenim determinantama razvoja mogu se dodati i procesi privatizacije te makroekonomska stabilnost. Tranzicijski proces ubrzava alokaciju vlasničkih prava nakon inicijalne distribucije kupona u masovnoj privatizaciji. Očekuje se i ispunjavanje zadaće izvora kapitala za ekspanzirajuća srednja poduzeća koja su od centralnog značaja za ekonomski rast. Navedeni autori dalje naglašavaju da je prirodan put za mala, tranzicijska tržišta kapitala ulazak u strateško udruživanje s burzama u okruženju. Od makroekonomskih faktora koji determiniraju razvoj tržišta kapitala u najširem smislu se ističu stopa nacionalnog dohotka, stopa štednje, stopa investicija i realna kamatna stopa. Negativni utjecaj na razvoj tržišta kapitala može imati visina javnog duga zbog otežanog pristupa financiranju privatnog sektora kao i inflacija. Sagledavajući utjecaj inflacije na tržište kapitala, mišljenja su podijeljena. Konvencionalno prevladava stajalište da burze pružaju zaštitu od rizika ili da je nominalni povrat na dionice u pozitivnom odnosu s inflacijom (Fisherova hipoteza). S druge strane, negativan odnos između dioničkog povrata i inflacijskih kretanja karakterističan je za kratak horizont ulaganja. Panel istraživanjem 42 tranzicijske zemlje za razdoblje od 1990.-2004. godine, dokazano je da od makroekonomskih faktora na tržište kapitala posebno utječu: razina dohotka, investicije, razvoj bankovnog tržišta, tijek privatnog kapitala i likvidnost tržišta kapitala. Od institucionalnih determinanti utjecaj je dokazan za pravno okruženje, politički rizik i kvalitetu birokracije. Značajan utjecaj na razvoj tržišta kapitala država može ostvariti i osiguranjem političke stabilnosti. To je posebno važno za mlade, tranzicijske

ekonomije koje su na samom početku razvoja efikasnih tržišta kapitala. Međutim, u tranzicijskim se zemljama kao značajan problem ističe provedba i poštivanje usvojenih zakona, s obzirom da je dobar pravni sustav nužan, ali ne i dovoljan uvjet za ekonomski razvoj. Financijsku intermedijaciju u smislu razvoja institucionalnih investitora, kao najvećih stvaratelja potražnje na tržištu, možemo istaknuti kao još jednu od ključnih determinanti razvoja tržišta kapitala. Širenjem baze investitora povećava se likvidnost, smanjuje značaj financijskih šokova zbog različitih strategija i sklonosti riziku pojedinih investitora te se u konačnici povećava potražnja za vrijednosnim papirima. Ne umanjujući važnost stranih investitora, korporativnog sektora i individualnih ulagatelja, napori usmjereni širenju baze investitora primarno se trebaju usmjeriti na institucionalne investitore, posebno u inicijalnim naporima za razvoj tržišta.

### **3.2. Burza<sup>17</sup>**

Burza je centralizirano mjesto razmjene standardiziranih financijskih instrumenata. Instrumenti se prodaju po sustavu kontinuirane aukcije tj. sudionici kupuju i prodaju instrumente tokom radnog vremena. Na burzi direktno mogu trgovati samo specijalisti i brokeri – posebno ovlašteni sudionici koji plaćaju ‘članarinu’ pripadajućoj burzi. Članarina se prodaje kao mjesto (eng. floor seat), termin koji je uveden u 19. st prije kojega je svatko mogao direktno trgovati na burzama, a vlasnik mjesta je član te burze. Cijene mjesta su varirale pa su 90tih dosezale čak 4 milijuna dolara za godišnje pravo trgovanja na NYSE. Danas radi razvoja IT tehnologije iznose par desetaka tisuća dolara na godinu, ovisno o burzi. Bitno je napomenuti da su burze privatne kompanije koje se i same međusobno natječu na tržištu i spadaju pod lokalne zakone o sigurnosti i trgovanju. Najvećih 5 burzi u svijetu prema World Federation of Exchanges poredane prema vrijednosti svih izlistanih kompanija su:

#### **1. NYSE – 18.800 milijardi dolara**

Burza u New Yorku je najpoznatija i ujedno i najveća burza u svijetu. Obuhvaća preko 2800 kompanija koje moraju zadovoljiti stroge uvjete pristupanja i izlistavanja na toj burzi. Takvim stavom postavlja čvrste kriterije i samim time dobru reklamu za svaku kompaniju izlistanu na NYSE kao solidnu investiciju.

---

<sup>17</sup>Horvatić I. (2015): Univeristy trading, Najveće svjetske burze i banke, Zagreb

## **2. NASDAQ – 6.700 milijardi dolara**

Kratice za **National Association of Securities Dealers Automated Quotations**, prva potpuno elektronička burza osnovana 1971. godine koja je služila kao glavno OTC tržište i prvi automatski sustav izlistavanja cijena instrumenata. Danas obuhvaća pretežito IT i tehnološke kompanije koje nisu dovoljno velike za NYSE, ali konkurira u volumenu istrgovanih dionica radi fokusa na algoritamsko trgovanje.

## **3. TSE – 4.500 milijardi dolara**

Tokijska burza je glavni centar na azijskom tržištu iako ima sve veće konkurente u Shanghaiu, Hong Kongu i Shenzhenu. Zajedno te četiri burze obuhvaćaju vrijednost od preko 12.000 milijardi dolara, a izlistavaju pretežito azijske kompanije. Njihovo radno vrijeme je relativno kratko (lokalno 9-15) uz pauzu za ručak od 11-13, specifičnu samo za te četiri burze u najvećih 20 u svijetu. Time nude alternativu dok su ostale burze zatvorene preko noći jer njihovo radno vrijeme odgovara od ponoći do 8 ujutro po hrvatskom vremenu, iako ne unose niti približnu aktivnost na tržištu kao za radnog vremena Europe i Amerike.

## **4. Euronext – 3.500 milijardi dolara**

Euronext je distribuirana europska burza smještena u Amsterdamu, Bruxellesu, Londonu, Lisabonu i Parizu. Stvorena spajanjem pripadajućih burzi 2000. godine, obuhvaća glavne centre u Europi koji su uvođenjem eura postali međurazmjernivi.

## **5. LSE – 3.400 milijardi dolara**

Među najstarijim burzama u svijetu, London Stock Exchange smještena je, naravno, u Londonu iako posjeduje i Milansku burzu. Kombinirano sa Euronextom, Njemačkom i Švicarskom burzom obuhvaćaju preko 10.000 milijardi dolara godišnjeg prometa.

Radno vrijeme se generalno gleda radi perioda većih aktivnosti na FX tržištu i samom burzovnom tržištu kojem se ima pristup samo ako pripadajuća burza trenutno radi. Prema hrvatskom vremenu period najveće aktivnosti je preklapanje radnog vremena Amerike i Europe. To je između 14 i 17 sati, ali samo otvaranje europskog tržišta već u 8 ujutro stvara dovoljno aktivnosti za profitabilno trgovanje i reakcije na azijsku sesiju.

Drugi veliki faktor glede aktivnosti su i sudionici na tržištu. Radi povijesnih razloga većina kapitala se nalazi u europskom i američkom geografskom području. Najveće investicijske banke i fondovi imaju sjedišta upravo u tim vremenskim zonama. Od deset najvećih banaka u

svijetu prema ukupnim bilancama, pet ih je u Aziji (četiri u Kini), ali te banke se tek okreću investicijskom sustavu, dok kineska kontrola valute ne pomaže tranziciji.

Ključne centralne banke (ECB, FED, BOY, BOE, RBA) pretežito rade na Europskom i Američkom vremenu, osim BOY i RBA, te utječu na preko 80% volumena valuta na tržištu

Privatni fondovi u svijetu konstantno optimiziraju svoje portfelje i traže nove načine ulaganja i povrata svojeg kapitala. Procjena je da ukupno uz državne fondove upravljaju sa preko 20.000 milijardi dolara AUM (Asset Under Management). Kombinirano oni su najveći igrači na tržištu koji koriste banke za dodatne usluge.

Treća skupina su mali ulagači za koje se procjenjuje da utječu na oko 10-20% tržišta. To su privatni investitori i špekulanti koji nisu definirani kao veći fondovi, banke ili osiguravajuća društva. Često imaju deficit u informacijama jer nisu dio globalnih kretanja i vrlo teško se mogu organizirati u veće pothvate kako bi utjecali na pomake tržišta.

#### **Slika 4: Unutrašnjost burze u New Yorku**



Izvor: Proleksis enciklopedija

#### **OTC tržište**

Over the counter tržište se smatra tržištem u kojem sudionici direktno trguju i razmjenjuju instrumente koje posjeduju. Kada se trguje prenosivim instrumentima koji nisu vezani uz kupca, nije potrebno trgovati preko ovlaštene burze, ali time niti držati se svih strogih

regulacija. Takvi instrumenti su obveznice, valute i razni derivati, dok su dionice teže za trgovati radi raznih prava, udjela itd.. Pretpostavlja se da je preko 40% ukupne trgovine u Americi u 2014. godini obavljeno mimo burzi i reguliranih tržišta.

### 3.3. Dionice<sup>18</sup>

Dionice su jedna od osnovnih vrsta dugoročnih investicijskih vrijednosnih papira s razvijenim sekundarnim tržištem. To su tipični vlasnički vrijednosni papiri koji daju idealni dio interesa u vlasničkoj glavnici dioničkog društva. Samo se obične dionice mogu označiti pravim vlasničkim vrijednosnim papirima jer se njima ostvaruju svi principi dioničarstva. Vlasnici običnih dionica pravi su vlasnici dioničkog društva koji u potpunosti ostvaruju sva vlasnička prava i u konačnici snose najveći dio rizika poslovanja dioničkog društva. Stoga je preduvjet postojanja dioničkog društva osnivačka emisija običnih dionica kojom se formira njegova temeljna vlasnička glavica. Držatelj dionice nalazi se u dvostrukoj poziciji. S jedne strane on je partner s drugim dioničarima u vođenju dioničkog društva, iako je vođenje povjereno profesionalcima. S druge strane, vlasnik dionice ujedno je držatelj vrijednosnog papira, dakle investitor u financijsku imovinu koja mu garantira određeni skup prava. Ta su prava utvrđena statutom i općim ugovorom o emisiji običnih dionica. Obične dionice nose čitav niz karakteristika od kojih su temeljne karakteristike upravo one koje određuju prava njihovih držatelja – dioničara. Prava dioničara su:

- Rezidualna prava na
  - Zarade
  - Imovinu društva
- Pravo glasa
- Ostala prava

Rezidualno pravo na zarade znači da nakon što se iz ostvarene dobiti (zarada) poduzeća namire svi njezini korisnici – kreditori, fiskus i povlašteni vlasnici – ostatak dobiti u cijelosti pripada vlasnicima običnih dionica. Taj se ostatak dobiti može zadržati u poduzeću (zadržane zarade) ili podijeliti dioničarima u dividende. Odluku o tome donosi skupština dioničkog društva iako je ona najčešće delegirana na upravu poduzeća. U oba slučaja preostatak

---

<sup>18</sup> Orsag S., Dedi L. (2014) Tržište kapitala, Zagreb str. 69., 70., 71., 72.

ostvarene dobiti dioničkog društva pripada njegovim običnim vlasnicima, bilo kao povećanje njihova interesa u poduzeću, bilo kao tekući novčani dohodak. Iz navedenog slijedi da su investitori dvojako motivirani za ulaganje u obične dionice:

- dividendama
- porastom vrijednosti dionica.

Dividende označavaju dio dobiti koji se isplaćuje dioničarima i on je njihov tekući dohodak od ulaganja. U svijetu razvijenog dioničarstva, dividende se uobičajeno distribuiraju kvartalno. Kod nas još uvijek prevladava godišnja distribucija dividendi iako treba očekivati postupan prijelaz na kvartalne isplate. Dionička društva ostvarenu dobit raspoređuju dijelom za dividende, a dijelom za potrebe financiranja rasta. Pritom se najčešće vode izabranom politikom dividendi. To, pak, znači da će investitor, ovisno o osobnim sklonostima prema tekućem dohotku ili prema rastu vrijednosti investicije, birati dionice onih društava koja vode politiku dividendi primjerenu njegovim osobnim sklonostima. Zadržavanjem zarada pouzdeće stvara podlogu za dodatno zarađivanje njihovim profitabilnim investiranjem. Dio dobiti koji se zadržava u poduzeću pretpostavlja rast vrijednosti dionice. Ipak, za razliku od dividendi, kod kojih je najgori slučaj da se uopće ne isplate, u nepovoljnim okolnostima može doći do pada vrijednosti dionica kad se priča o kapitalnim dobitcima pretvara u priču o kapitalnom gubitku.

Između ova dva vida zarađivanja od ulaganja u dionicu postoji još jedna razlika. Dividende su u trenutku isplate stvarno zarađeni dio koji može biti i oporezivi dohodak. Porast cijene dionica formalno se zarađuje tek kad se kapitalni dobitak realizira, dakle, kad se dionica proda po cijeni većoj od one po kojoj je kupljena. Tek tada taj izvor zarada može postati oporezivi dohodak pojedinca. To pak znači da je odgađanjem prodaje dionice moguće odgoditi i plaćanje poreza na kapitalni dobitak. Rezidualno pravo na imovinu dioničkog društva formalno se ostvaruje u uvjetima likvidacije društva, bilo da je riječ o dobrovoljnoj likvidaciji ili, pak, sudskoj likvidaciji u postupku stečaja. To je pravo „najmlađe”, što znači da se iz likvidacijske mase najprije moraju namiriti sva „starija” prava kao što su pravo na dospjele, a neisplaćene kamate i pravo na nominalnu vrijednost obveznica i drugih dugova, te pravo na neisplaćene iznose poreza. Ako se na rezidualno pravo na imovinu dioničkog društva promatra kroz mogućnost kupoprodaje na tržištu dionica, onda se može reći da se prodajom dionice prodaje i dio tog prava na ukupnu imovinu dioničkog društva, kako onu opipljivu tako i onu neopipljivu. Osim rezidualnih prava, dioničari imaju i pravo glasa na skupštini

dioničara. To pravo mogu konzumirati glasanjem na skupštini, prenijeti ga punomoćima na upravu dioničkog društva ili na druge dioničare. Između različitih odluka na skupštini dioničara važno je glasanje o izboru članova nadzornog odbora i/ ili izboru članova uprave, glasanje o izmjenama i dopunama statuta i drugih općih akata poduzeća, odobravanje prodaje fiksne imovine i slično. Dioničari imaju i druga prava. To je pravo prodaje dionice neovisno od društva koje ih je izdalo i ograničena odgovornost za dugove tog društva, tako da mogu izgubiti samo iznos koji su platili za dionicu. Nadalje, dionice često imaju i pravo prvokupa dionica nove emisije, kako bi se dioničari zaštitili od rizika da se nova emisija prodaje po nižim cijenama od onih koje su imale dionice prije emisije i kako bi im se mogla osigurati stečena kontrola poslovanja društva. Konačno, dioničari imaju i pravo primitka periodičnih izvještaja, kao i pravo kontrole poslovnih knjiga društva.

### Slika 3: Volkswagen dionica



Izvor: Autoportal

### 3.4. Obveznice<sup>19</sup>

Obveznice su dugoročni dužnički vrijednosni papiri koji predstavljaju dugovanje određenog novčanog iznosa uvećanog za kamatu, poznate i kao vrijednosni papiri s fiksnim prinosom.

Prilikom njihove kupnje definirani su osnovni uvjeti kao što su nominalna vrijednost, kamatne stope i datum dospjeća.

<sup>19</sup> Središnji državni portal (2015.) Zagreb

Ulaganjem u obveznice investitor stječe:

- pravo na prihod od kamate po kuponu
- mogućnost zarade zbog rasta tržišne vrijednosti kupljene obveznice
- pravo na isplatu nominalne vrijednosti obveznica po dospijeću.

Njihov izdavatelj se obvezuje da će vama, kao vlasniku obveznice, tijekom utvrđenog razdoblja, godišnje plaćati utvrđeni iznos kamata, a o dospijeću obveznice i iznos na koji obveznica glasi. Cijena obveznice ponajprije ovisi o sposobnosti izdavatelja da podmiruje svoju obvezu po kamatama i glavnici te, naravno, o ponudi i potražnji.

Cijene obveznica i kamatne stope imaju suprotan smjer kretanja. Kada kamatne stope rastu, tržišna cijena obveznica pada, a kada padaju kamatne stope, tržišna cijena obveznica raste. Cijena se ne iskazuje izravno u novčanim jedinicama, nego u postotku nominalnog iznosa na koji obveznica glasi. Na primjer, ako je nominalni iznos obveznice 1000 kuna, njezina cijena od 100 znači da kao kupac plaćate 100 posto iznosa nominale, dakle 1000 kuna. Ulagatelj ne može izravno kupovati obveznice od izdavatelja, već to radi posredstvom ovlaštenog brokera. Ako se obveznice izdaju putem određene banke aranžera, tada se mogu kupiti i u poslovnica te banke.

Postoje dvije vrste obveznica obzirom na izdavatelja:

- korporativne obveznice koje izdaju privatna poduzeća (tzv. korporativne obveznice)
- obveznice javnog sektora koje izdaje država, županije, gradovi, općine (tzv. municipalne obveznice).

Kako se država smatra dužnikom s najmanjim rizikom, sve se ostale obveznice uspoređuju s odgovarajućim državnim obveznicama.

### **3.5. Financijski rizik<sup>20</sup>**

Ulaganjem u financijske instrumente i posjedovanjem istih klijent se izlaže općim rizicima vezanim za finacijska tržišta te posebno rizicima vezanim za sastav vlastitog portfelja. Opći rizici vezani za financijska tržišta koji mogu utjecati na promjenu ukupne vrijednosti portfelja su:

---

<sup>20</sup> Prikaz osnovnih rizika vezanih uz poslovanje vrijednosnim papirima.com dostupno na <http://www.intercapital.hr/upload/Prikaz-osnovnih-rizika.pdf>



- rizik smanjenja vrijednosti financijskih instrumenata uslijed globalnih i/ili regionalnih recesija;
- tečajnih rizika, odnosno rizika promjene tečaja;
- rizika koji ovisi o promjeni kreditnog rejtinga određene zemlje, i to kao: rizik izostanka plaćanja duga određene zemlje, te politički rizik, uključujući i rizik neočekivanih regulatornih promjena koje utječu na tržište kapitala i položaj ulagača;
- rizik smanjenja vrijednosti financijskih instrumenata uslijed općeg rasta cijena (rizik inflacije);
- rizik nemogućnosti prodaje financijskih instrumenata na sekundarnom tržištu kapitala zbog smanjene potražnje ili neefikasnosti tržišta (rizik likvidnosti);
- rizik smanjenja vrijednosti financijskih instrumenata zbog pada kreditnog rejtinga izdavatelja (rizik izdavatelja);
- rizik smanjenja ili potpunog gubitka vrijednosti financijskih instrumenata zbog otvaranja stečajnog postupka nad izdavateljem financijskih instrumenata (rizik stečaja);
- rizik promjene vrijednosti financijskih instrumenata zbog špekulativnih aktivnosti velikih investitora, odnosno, zbog velikih korporativnih akcija na burzi (rizik psihologije tržišta);
- rizik kvara na informatičkim sustavima i/ili rizik prekida komunikacijskih veza između banaka, SDA, SKDD, drugih centralnih depozitorija i/ili klirinških kuća, Burzi i/ili uređenih javnih tržišta financijskih instrumenata.

Ovisno o sastavu portfelja klijent se dodatno izlaže rizicima vezanim za pojedinačne pozicije u financijskim instrumentima.

Trgovanjem odnosno posjedovanjem vlasničkih instrumenata klijent se izlaže sljedećim rizicima:

- riziku pada vrijednosti vlasničkog instrumenta zbog većih promjena na tržištu vrijednosnih papira (opći rizik)
- riziku promjene vrijednosti vlasničkog instrumenta zbog promjene određenih faktora vezanih uz njegova izdavatelja (specifični rizik)
- riziku neisplate dividende
- riziku likvidnosti.

### 3.6. Portfolio<sup>21</sup>

Portfolio je grupiranje financijske imovine kao što su dionice, obveznice, roba, valute i novčani ekvivalenti, kao i njihovi vrijednosni fondovi, uključujući međusobne, burzovane i zatvorene fondove. Portfolio se također može sastojati od javnih vrijednosnica koje se ne mogu javno trgovati, poput nekretnina, umjetnosti i privatnih ulaganja. Portfolia se drže izravno od strane investitora i / ili kojima upravljaju financijski stručnjaci i novčani rukovoditelji. Investitori bi trebali izgraditi investicijski portfelj u skladu s njihovom tolerancijom na rizik i ciljevima ulaganja. Investitori također mogu imati više portfolia za različite svrhe. Sve ovisi o ciljevima investitora. Investicijski portfolio može se smatrati pita koja se dijeli na dijelove različitih veličina, što predstavlja niz klasa imovine i / ili vrsta ulaganja kako bi se postigla odgovarajuća raspodjela portfolia rizika i povrata. Mnogo različitih vrsta vrijednosnih papira može se koristiti za izgradnju diverzificiranog portfolia, ali dionice, obveznice i gotovinu općenito se smatraju osnovnim elementima izgradnje portfolia. Ostale potencijalne klase imovine uključuju, ali nisu ograničene na nekretnine, zlato i valutu.

Dok financijski savjetnik može razviti generički model portfolia za pojedinca, tolerancija rizika ulagača trebala bi imati značajan utjecaj na izgled portfolia.

Primjerice, konzervativni ulagač može pogodovati portfoliu s dionicama s velikim kapima , širokim fondovima indeksa tržišta , obveznicama investicijskih razreda i pozicijom u tekućim i visokokvalitetnim novčanim ekvivalentima . Nasuprot tome, investitor koji je tolerantan za rizik mogao bi dodati neke dionice rasta s malim dometom na agresivan položaj dionica s visokim stopom rasta , pretpostaviti neku izloženost obveznica s visokim prinosom i pogledati na nekretnine, međunarodne i alternativne mogućnosti ulaganja za njegovu ili njezinu portfoliu. U principu, investitor bi trebao smanjiti izloženost vrijednosnim papirima ili imovinskim razredima čija je nepromjenjiva nestabilnost.

Slično kao i tolerancije rizika, investitori bi trebali razmotriti koliko dugo moraju uložiti prilikom izgradnje portfolia. Investitori bi se općenito trebali preseliti na više konzervativnu raspodjelu sredstava kako se pristupi datumu cilja, kako bi se zaštitio glavni princip portfolia koji je izgrađen do te točke.

---

<sup>21</sup> Porfolio – Investopedia.com dostupno na <https://www.investopedia.com/terms/p/portfolio.asp>

Na primjer, investitor koji štede za mirovinu možda planira napustiti radnu snagu za pet godina. Unatoč razinama udobnosti investitora koji ulažu u dionice i druge rizične vrijednosnice, investitor bi mogao poželjeti uložiti veći dio portfolia u više konzervativne imovine, kao što su obveznice i gotovinu, kako bi zaštitili ono što je već bilo spremljeno. Nasuprot tome, pojedinac koji upravo ulazi u radnu snagu možda želi uložiti svoj cijeli portfolio u dionice, budući da imat će desetljeća ulaganja i sposobnost vožnje nekih kratkoročnih volatilnosti na tržištu. Treba uzeti u obzir toleranciju na rizik i vremenski horizont pri odabiru ulaganja za popunjavanje portfolia.

## **4. Tržište kapitala u RH**

### **4.1. Povijest Zagrebačke burze<sup>22</sup>**

Nastankom moderne Europe uobičajila se praksa osnivanja burzi na kojima su se dogovarale cijene i vršile kupoprodaje preko uzoraka robe. Najstarija je burza osnovana u Amsterdamu 1602. godine. Prva burza Habsburške Monarhije osnovana je u Rijeci za razne vrste šećera, koje je prodavala riječka rafinerija od 1750. do 1803. Nakon toga uvriježilo se da jedna država ima samo jednu burzu, pa je u Beču takva osnovana 1771. Po podjeli Habsburške Monarhije u austrijski i ugarski dio 1867. godine, osnovana je i burza u Budimpešti.

Hrvatske su zemlje bile podijeljene između austrijskog i ugarskog djela. No, Hrvatska i Slavonija imale su Hrvatsko-Ugarskom nagodbom određenu autonomiju, ali ne i na polju gospodarstva, trgovine i prometa, čime je upravljala vlada u Budimpešti. Želeći se što više osamostaliti, privrednici iz Hrvatske nastojali su osnovati i četvrti gospodarski odjel, pa su stvorili Savez industrijalaca i trgovaca Hrvatske i Slavonije u okviru Trgovačkog doma koji je 1907. pokrenuo i osnivanje Sekcije za robu i vrednote. Sekciju je otvorio Milivoj Crnadak 15. lipnja 1907. u zgradi Trgovačkog doma (na tom je mjestu danas zgrada hotela Dubrovnik). Na čelu sekcije nalazio se S. D. Aleksander i time je otvoreno tržište domaćih dionica tvornica i novčarskih kuća, koje velike burze u Beču i Budimpešti nisu htjele uzimati u promet. Time je stvoren regulator izvoza i uvoza robe. Burza je djelovala do 1911. godine, kada je njeno djelovanje zaustavila vladajuća hrvatsko-srpska koalicija koja je vidjela Hrvatsku i Slavoniju u okvirima nove južnoslavenske države sa centrom u Beogradu, a gdje se od 1. siječnja 1895. nalazila zasebna burza koja je pomagala širenju srpskog kapitala i na područje Hrvatske.

---

<sup>22</sup> Zagrebačka burza – ZSE.com dostupno na <http://www.zse.hr/default.aspx?id=26>

Obnova Burze u Hrvatskoj uslijedila je tek 1991. godine, kada je 25 banaka i 2 osiguravajuća društva utemeljilo Zagrebačku burzu kao centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Tu funkciju Zagrebačka burza ima i danas. Od početnih dvadeset pet članova (brokerskih kuća), rastom i razvojem trgovanja broj se povećao na četrdesetak aktivnih trgovaca: banaka i privatnih brokerskih kuća. U samim počecima trgovalo se na velikim dražbama koje su organizirane u sjedištu Burze na Ksaveru i na kojima su svi brokeri bili fizički prisutni. Godine 1994. uveden je elektronički trgovinski sustav koji omogućava da brokeri članovi Burze budu telekomunikacijski povezani i trguju na Burzi ne napuštajući svoje urede diljem Hrvatske.

Koliko se brzo razvijalo dioničarstvo i burzovna trgovina u nas najbolje je vidljivo iz podatka da je u prvih pet godina nakon uvođenja elektroničkog sustava trgovanja, dakle od 1995. pa do 2000. godine, vrijednost tržišta Zagrebačke burze narasla gotovo 10puta (982.6%).

Zagrebačka burza vrlo je aktivna i na međunarodnom planu: osnivač je i član Federacije Euro-Azijskih burzi i dopisni član Federacije Europskih burzi. Značajnu suradnju u domeni izrade načela korporativnog upravljanja ostvarila je s Organizacijom za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD), a u pojedinim projektima Zagrebačke burze sudjelovali su ili bili konzultirani djelatnici Londonske i Pacifičke burze te stručnjaci američkog SEC-a.

Trgovina vrijednosnim papirima (dionicama i obveznicama) na Zagrebačkoj burzi odvija se putem elektroničkog trgovinskog sustava.

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 brokeri članovi imaju pristup trgovinskom sustavu u realnom vremenu (bez vremenskog kašnjenja/pomaka) kako bi bili u jednakom položaju glede istodobnog primanja informacija o trenutačnoj ponudi vrijednosnih papira.

Trgovina je otvorena svakim radnim danom od 09:00 do 16:30 sati, osim praznicima koji su navedeni na internetskim stranicama Burze, a rezultati trgovine i dnevne cijene dionica

dostupni su svim zainteresiranim putem dnevnog tiska, specijaliziranih kuća za distribuciju financijskih informacija kao i na Burzinim internetskim stranicama te pomoću specijaliziranog sustava za distribuciju burzovnih informacija ZSE Monitor.

ZSE Monitor sustav je za distribuciju burzovnih informacija u realnom vremenu putem interneta korisniku omogućava pristup informacijama o ukupnom trgovanju i uvid u trenutačno kretanje cijena bez odgode, *on-line*. Namijenjen je investitorima, dioničarima, onima koji to žele postati, menadžerima, analitičarima i svima koji žele brzo, pouzdanu i vjerodostojnu informaciju o trenutačnom stanju i cijenama na Zagrebačkoj burzi.

Kao relativno mlada, Zagrebačka burza je imala prigodu iskoristiti mogućnosti suvremene tehnologije za organiziranje trgovine te tako svoje poslovanje učiniti konkurentnijim i dostupnijim. Kako se sama burza razvijala od niske razine trgovanja do stupnja koji ostvaruje danas, tako se razvijala i tehnologija koju je Burza koristila.

Prvi sustav trgovanja na Zagrebačkoj burzi zahtijevao je fizičku prisutnost brokera koji su se za vrijeme dražbe nalazili u posebnoj prostoriji, izravno isticali i izvikivali svoje ponude te na taj način zaključivali transakcije. Samim tijekom dražbe upravljao je voditelj dražbe, a isticanje ponuda i transakcija bilježilo se u računalo, kako bi se bitni podaci mogli prikazati na zaslonima razmještenim po dvorani, a u jednom trenutku moglo se trgovati samo jednim vrijednosnim papirom.

Krajem 1992. godine, Zagrebačka burza počinje obavljati javne dražbe u ime Hrvatskog fonda za privatizaciju, uz korištenje nove programske podrške za dražbe razvijene na Burzi.

Kako bi pojednostavnila i pojeftinila trgovanje, u ožujku 1994. Burza uvodi svoj prvi elektronički distribuirani sustav trgovanja: TEST-1. Sustav je po prvi put omogućavao članovima Zagrebačke burze da trguju izravno iz svojih ureda koristeći osobno računalo i modem. Iako su trgovali iz svojih ureda, članovi su mogli jednostavno doznati stanje ponude i potražnje na Burzi uspostavljajući vezu sa središnjim računalom u sjedištu Burze i prihvaćajući paket sa svim ponudama i transakcijama. Trgovanje je organizirano oko koncepta knjige naloga (*order driven*), i po prvi put bilo je jednostavno trgovati bitno većim brojem vrijednosnih papira, i to istovremeno i svaki dan. Sustav je razvila Zagrebačka burza, a

njegova je glavna prednost bila je dostupnost u vrijeme kada je komunikacijska infrastruktura u Hrvatskoj bila vrlo nerazvijena.

Od početka 1995. godine, zahvaljujući podršci CARNET-a, prvog davatelja internetskih usluga u Hrvatskoj, Zagrebačka burza predstavlja svoje službene internetske stranice, na kojima su se mogli naći osnovni podaci o Burzi te redovita dnevna izvješća o trgovanju i kretanju cijena. U to vrijeme, Zagrebačka burza bila je prva burza u Europi i jedna među prvima na svijetu s vlastitim službenim internetskim stranicama.

#### **4.2. Financijska tržišta u RH<sup>23</sup>**

U Republici Hrvatskoj dominantnu poziciju u financijskom sustavu zauzimaju poslovne banke, čiji rad regulira i nadzire središnja banka – Hrvatska narodna banka (HNB). Poslovne banke najaktivnije su financijske institucije, i u platnom sustavu, i na sva tri financijska tržišta: novčanom, deviznom i tržištu kapitala. Na novčanom tržištu poslovne banke prikupljaju slobodna novčana sredstva i pozajmljuju ih fizičkim i pravnim osobama. Banke pozajmljuju likvidnost i međusobno na tzv. međubankovnom tržištu, a povremeno uzajmljuju likvidnost na novčanom tržištu i od drugih pravnih osoba koje nisu banke. Banke to mogu činiti neposredno ili uz posredovanje Tržištanovca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. (poznato kao Tržište novca Zagreb, TNZ). Na tržištu kapitala banke se pojavljuju u dvostrukoj ulozi, neposredno pozajmljujući kapital fizičkim osobama te pravnim osobama koje nemaju neposredan pristup tržištu kapitala, i ulažući u instrumente tržišta kapitala koje su izdale pravne osobe koje imaju neposredan pristup tom tržištu. Ulagati u instrumente tržišta kapitala mogu i sve druge pravne i fizičke osobe, uz posredovanje licenciranih brokera, koji tim instrumentima trguju preko Zagrebačke burze (ZB ili, engleskom kraticom, ZSE). Za urednu namiru transakcija kupnje i prodaje vrijednosnih papira na domaćem tržištu kapitala zadužena je Središnja depozitna agencija (SDA). Uz poslovne banke, bankarski sektor financijskih posrednika u RH čine još stambenoštedionice i Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR). Stambene štedionice potiču nacionalnu štednju i stambeno zbrinjavanje tako što prikupljaju štednju fizičkih osoba s ciljem da je nakon zakonski propisanog roka plasiraju tim istim osobama u obliku povoljnih stambenih kredita. HBOR ima ulogu razvojne i izvozne banke osnovane sa svrhom kreditiranja obnove i razvoja hrvatskoga gospodarstva. Interese bankarskog sektora kod nadzorno-regulatornih institucija i u javnosti zastupaju Hrvatska udruga banaka (HUB) i Udruženje banaka pri Hrvatskoj gospodarskoj komori (HGK).

---

<sup>23</sup> Mikulić I. (2011.) Financijska tržišta u RH, diplomski rad, str. 33.

### 4.3. Regulativa financijskih tržišta<sup>24</sup>

Osjetljivost financijskih tržišta i transakcija koje se na njima odvijaju svakako zahtijeva određenu regulativu. Pritom nije zadovoljavajuća regulativa koja se temelji isključivo na zakonima, bez mogućnost izravne supervizije. Uz to se dodatno javlja i pitanje ključnih područja supervizije. Svakako da je jedno od osnovnih, kao i na svakom tržištu, zaštita potrošača. Kao „pravi” potrošači javljaju se mali štediše i mali investitori. Sljedeće je područje osiguranje konkurencije, kako po pojedinom segmentu tržišta, tako i u smislu slobode cirkulacije kapitala i ideja kroz tržišne segmente. Povezano s prethodnim, javlja se i potreba reguliranja financijskih tržišta da bi se postigla potrebna transparentnost za osiguranje „pravičnih” transakcija. To, naravno, podrazumijeva i superviziju financijskih institucija. Dva su temeljna oblika formiranja financijskih odnosa: kreditiranje i sekuritiziranje. Na taj bi način regulacijom tržišta i nadzora financijskih institucija, te zaštite potrošača trebalo urediti tržište štednje i kredita, kao i tržište vrijednosnih papira. Uz to regulacija bi se trebala odnositi na kvazifinancijske poslove, predstavljene tržištem osiguranja u najširem smislu riječi. U tom se smislu može govoriti o različitim modelima regulacije, tj. supervizije financijskih tržišta. Načelno, javlja se pitanje centraliziranog ili decentraliziranog sustava supervizije, a ako je to decentralizirani sustav, u kojoj mjeri razuditi sustav nadzora: dvije institucije u skladu s dva temeljna odnosa, tri zbog obuhvata kvaziodnosa, ili više zbog uvažavanja specifičnosti pojedinih specijalističkih područja financija.

U Republici Hrvatskoj je najprije postojao decentralizirani sustav financijske supervizije. Povijesno gledano, kao prvi supervizor javlja se nadzorna funkcija centralne banke. Pod tom je institucijom supervizija bankovnog sustava u koji su uključene i štedionice. Dio depozitarnih institucija, koje bi se trebale temeljiti na načelu uzajamnosti radi osiguranja, pod nadzorom je Ministarstva financija Republike Hrvatske. To su štedno-kreditne zadruge. Uz to postoji i DAB – Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka pod kojom je bio čak i nadzor banaka u sanaciji. Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka osnovana je na temelju Zakona o Državnoj agenciji za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka, kao specijalizirana financijska institucija koja osigurava depozite u kreditnim institucijama. Osnivač Agencije je Republika Hrvatska, koja jamči za obveze Agencije. Cilj sustava osiguranja depozita je zaštita depozita fizičkih osoba, malih poduzetnika i neprofitnih institucija u slučaju njihove nedostupnosti tj. otvaranja stečajnog postupka nad kreditnom institucijom. Agencija osigurava depozite u kreditnim institucijama do uključivo visine od

---

<sup>24</sup> Orsag S., Dedi L. (2014) Tržište kapitala, Zagreb str. 113., 114.

400 000 kuna. U slučaju potrebe, Vlada Republike Hrvatske može propisati i viši iznos osiguranog depozita. Kreditne institucije dužne su Agenciji mjesečno dostavljati izvješće o stanju ukupnih i osiguranih depozita za obračun premije. Izvješće se dostavlja u roku od 10 dana po isteku mjeseca na koji se Izvješće odnosi. Kao ključni supervizor na području sekuritiziranja djelovala je Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske. Pod njezinim su nadzorom bile izravno sve tvrtke iz industrije vrijednosnih papira osim onih s područja bankarstva, mirovinskih fondova i osiguranja. Djelokrug ove regulative nije se iscrpljivao samo na području supervizije financijskih institucija, nego i na području struke (brokeri i investicijski savjetnici), javne emisije vrijednosnih papira, zaštite malih investitora i osiguranja minimalne razine potrebnih informacija na tržištu vrijednosnih papira te regulacije tržišta korporacijske kontrole. Usporedno s regulativom tržišta vrijednosnih papira preko Komisije, provodila se i posebna regulativa mirovinskih fondova i društava za upravljanje mirovinskim fondovima preko specijaliziranog supervizora za to područje – HAGENA-e.

#### **4.4. HANFA<sup>25</sup>**

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (Hanfa) je nadzorno tijelo u čiji djelokrug i nadležnost spada nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te pravnih i fizičkih osoba koje te usluge pružaju.

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.

Hanfa je osnovana 2005. godine spajanjem triju postojećih nadzornih institucija: Komisije za vrijednosne papire, Agencije za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja te Direkcije za nadzor društava za osiguranje.

Hanfa je samostalna pravna osoba s javnim ovlastima u okviru svog djelokruga i nadležnosti propisanih Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i drugim zakonima. Odgovorna je Hrvatskom saboru.

---

<sup>25</sup> Hrvatska Agencija Za Nadzor Financijskih Usluga.com dostupno na <https://www.hanfa.hr/o-nama/>



Temeljni su ciljevi Hanfe 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.

#### **4.5. Tržište kapitala u RH<sup>26</sup>**

Hrvatsko tržište kapitala ima relativno kratku povijest te se može označiti mladim tržištem odnosno tržištem u nastajanju. Unatoč maloj veličini hrvatskog tržišta kapitala, trgovanje vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj odvijalo se na dva uređena javna tržišta, od 1991. godine na Zagrebačkoj burzi, a od 1993. godine i na Varaždinskom tržištu vrijednosnica odnosno Varaždinskoj burzi (od lipnja 2002. godine). Smatralo se da će odvojeno funkcioniranje dviju burzi osigurati veću konkurenciju i snižavanje cijena usluga, dok su se kao negativne posljedice isticala dupliranje fiksnih troškova burzi, preklapanja u pravilima uvrštenja te nesklad u metodologiji vođenja burzovnog prometa. Ipak, s obzirom na nerazvijenost domaćeg tržišta kapitala, razvoj tržišta dalje se je odvijao u svjetlu revitalizacije postojećih burzi te njihovog spajanja 2007. godine s ciljem kvalitetnije usluge i smanjenja troškova svih sudionika na tržištu, ravnopravnog pristupa svim zainteresiranim članovima, ali i odvajanja dioničarstva od članstva na burzi.

Rad Zagrebačke burze definiran je Statutom i nizom burzovnih pravila i odluka, a ulogu regulatora i supervizora domaćeg tržišta kapitala od 1995. obavljala je Komisija za vrijednosne papire. Njezinu funkciju 2006. godine preuzima HANFA (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga). Osim burze i HANFA-e, sudionici domaćeg tržišta kapitala su i Središnje Klirinško depozitarno društvo (SKDD), izdavatelji vrijednosnih papira, investitori i brokerske kuće. Izgrađen je zakonodavni i institucionalni okvir koji uređuje i nadzire hrvatsko tržište kapitala te su ispunjeni svi uvjeti za funkcioniranje ovog segmenta financijskog tržišta. Hrvatsko tržište kapitala je nerazvijeno iz više razloga. Standardi korporacijskog upravljanja u Hrvatskoj veoma su niski. Primjena računovodstvenih standarda, izvještavanje investicijske javnosti i uloga nadzornih odbora, nisu razvijeni u mjeri koja bi pobudila veće povjerenje ulagača u tržište kapitala, a vlasnička struktura u srednjim i velikim kompanijama i dalje je

---

<sup>26</sup> Mr.sc. Draženović Olgić B. (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i republike hrvatske, Ekonomski fakultet Rijeka, str. 160., 161., 162.

uglavnom koncentrirana. Nerazvijenost tržišta oslikava se i u činjenici da je za njega karakteristično izrazita prisutnost dogovorne koordinacije. Iako je dogovor između sudionika trgovanja obveznicama i dionicama formalno 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 “velikih igrača” (mirovinskih fondova, banaka i drugih institucionalnih investitora) te je vrlo teško odrediti buduće kretanje tržišta i moguća je manipulacija cijenama na tržištu. Portfolio vrijednosnih papira kojima se trguje i koje se mogu označiti likvidnim izrazito je ograničen i plitak, a tržište je nelikvidno. Na mali broj izdavatelja otpada razmjerno veliki postotak tržišne kapitalizacije i prometa, što rezultira povećanjem volatilnosti cijena na tržištu. Visoka je koncentracija dionica s najvećim prometom i najvećom kapitalizacijom, kao i u pogledu broja vrijednosnih papira uvrštenih u najvišu burzovnu kotaciju (%). S druge strane, vrijednosnim papirima iz ostalih kotacija se vrlo rijetko trguje ili se ne trguje uopće. Javnosti nedostaje investicijskih znanja i interesa za dugoročne investicije, dok su mali tržišni sudionici orijentirani na špekulativne aktivnosti. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj razvijalo se pod snažnim utjecajem četiri faktora: zakonske regulative, privatizacije, razvoja domaćeg tržišta javnog duga, mirovinske reforme i intenzivnog rasta i razvoja institucionalnih investitora od 2002. godine. Zakonska regulacija utvrđena je na zadovoljavajući način, ali ju je potrebno i dalje unaprijeđivati i usklađivati (međusobno i s propisima Europske unije) te poboljšati njenu implementaciju. Po pitanju privatizacije uočava se da nije iskorištena sinergija djelovanja razvoja tržišta kapitala i provođenja privatizacije. Kuponska privatizacija nije dala očekivane rezultate uzevši u obzir proces restrukturiranja poduzeća i broj poduzeća uključenih u kuponsku privatizaciju. Stoga je nužno iskoristiti potencijal preostalih državnih poduzeća za oživljavanje aktivnosti na domaćem tržištu kapitala putem konzistentne strategije privatizacije putem tržišta kapitala.

## **5. Zaključak**

Tržište kapitala u RH se od nastanka burze u Zagrebu 1991. godine postupno razvijalo. Modernizacija je započela 1994. godine kada su brokeri prvi put mogli trgovati iz svojih ureda putem osobnih računala. Razvitak burze je puno napredniji u tehnološkom smislu u odnosu na napredak u broju korisnika. Ulagat u burzu mogu sve pravne i fizičke osobe uz posredstvo

brokera. Poslovne banke su još uvijek najdominantniji korisnici tržišta kapitala u Hrvatskoj. Glavni ponudioci su mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i komercijalne banke, dok su glavni tražioci poduzeća, domaćinstva i država. Hrvatsko tržište kapitala je dosta razvijeno ali, još uvijek ne može konkurirati međunarodnom tržištu iako su u pojedinim projektima Zagrebačke burze bili konzultirani ili sudjelovali djelatnici Londonske i Pacifičke burze. Isto tako, ostvarena je i značajna suradnja s Organizacijom za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD).

Na razvijenijim tržištima kapitala velik je broj fizičkih osoba koje ulažu u neki oblik vrijednosnih papira i te osobe to rade na način da određeni višak iz dohotka ulože u vrijednosne papire. U Hrvatskoj fizičke osobe se u velikom broju zadužuju kako bi mogli kupiti dionice, obveznice i slično što je pogrešan pristup. Ulaganja na burzi se trebaju vršiti iz štednje, a ne iz zaduživanja kad govorimo o fizičkim osobama. To se trenutno smatra najvećim problemom i pronalazak rješenja će uvelike pomoć razvitku hrvatskog tržišta kapitala i omogućit mu konkuriranje s većim tržištima u svijetu.

## Literatura

### Popis knjiga:

1. Dr. Alajbeg D. i dr. Bubaš Z. (2001.) Vodić kroz hrvatsko tržište kapitala za građane, Institut za javne financije Zagreb.
2. Mishkin, F.S., Eakins S. G. (2015.) Financijska tržišta i institucije, 8. izdanje, New York
3. Mr.sc. Draženović Olgić B. (2012.): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i republike hrvatske, Ekonomski fakultet Rijeka.
4. Orsag S., Dedi L. (2014) Tržište kapitala, Zagreb

### Zakoni:

Hrvatska Agencija Za Nadzor Financijskih Usluga dostupno na

<https://www.hanfa.hr/o-nama/>

### Internet izvori:

1. Internetska stranica:  
<https://www.hanfa.hr/getfile/39373/%C5%A0to%20je%20tr%C5%BEi%C5%A1te%20kapitala.pdf>
2. Internetska stranica:  
[http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni\\_mat/1\\_godina/metodologija/metode\\_znanstvenih\\_istrzivanja.pdf](http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/metodologija/metode_znanstvenih_istrzivanja.pdf)
3. Internetska stranica: <http://www.poslovni.hr/leksikon/trziste-novca-1052>
4. Internetska stranica: <https://finance.hr/tournament/najvece-svjetske-burze-i-banke/>
5. Internetska stranica: <https://gov.hr/moja-uprava/financije-i-porezi/stednja-i-ulaganje/ulaganje-u-obveznice/437>
6. Internetska stranica: <http://www.intercapital.hr/upload/Prikaz-osnovnih-rizika.pdf>
7. Internetska stranica: <https://www.investopedia.com/terms/p/portfolio.asp>
8. Internetska stranica: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=26>

### Znanstveni radovi:

Mikulić I. (2015.) Financijska tržišta u RH, diplomski rad

## **Sažetak**

Tržište kapitala u Hrvatskoj ima određenu infrastrukturu koja je bila tema ovog rada. Problematika se nalazi u nedovoljnoj obrazovanosti stanovništva što je razlog malog broja ulagatelja na tržište kapitala kao i veliki broj onih ulagatelja koji to rade kreditiranjem.

Trgovanje vrijednosnim papirima se na hrvatskom tržištu kapitala radi na jednak način kao i u svijetu, dok je međunarodno tržište dosta razvijenije prvenstveno radi većeg broja fizičkih osoba uključenih u trgovanje, ali isto tako i puno većeg kapitala i puno veće vrijednosti samog tržišta. Hrvatsko tržište je jedno od bolje organiziranih u regiji i ovom dijelu Europe i nastavlja s razvijanjem. Zakonski propisi i regulatorna tijela, prvenstveno HANFA se brine da se sudjelovanje od strane banaka, fizičkih i pravnih osoba odvija u skladu sa zakonom i omogućava transparentnost u trgovanju i dostupnosti informacija.

Tržište kapitala ima važnu ulogu u razvijanju gospodarstva i konkurentske prednosti, stoga je od iznimne važnosti obrazovanje stanovništva i poticaj na uključivanje u trgovanje kao i razvijanje svijesti o važnosti financijske pismenosti.

**Ključne riječi:** infrastruktura, tržište kapitala, vrijednosni papiri

## **Summary**

The capital market in Croatia has a certain infrastructure that was the subject of this paper. The problem lies in insufficient education of the population, which is the reason of a small number of investors on the capital market as well as a large number of those who are doing this by lending.

Securities trading is on the Croatian capital market in the same way as in the world, while the international market is far more developed, primarily for a greater number of individuals involved in trading, but also much larger capital and a much larger market value. The Croatian market is one of the better organized in the region and this part of Europe and continues to develop. Legal regulations and regulatory bodies, primarily, HANFA takes care that participation by banks, natural and legal persons takes place in accordance with the law and enables transparency in the trading and availability of information.

Capital markets have an important role to play in developing the economy and competitive advantage, so it is extremely important to educate the population and encourage inclusion in trading as well as awareness of the importance of financial literacy.

**Key words:** infrastructure, capital market, securities trading