

# Poslovanje Zagrebačke burze

---

Oštrić, Andrea

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **The Polytechnic of Rijeka / Veleučilište u Rijeci**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:125:915984>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-08**



Repository / Repozitorij:

[Polytechnic of Rijeka Digital Repository - DR PolyRi](#)



**VELEUČILIŠTE U RIJECI**

Andrea Oštrić

**POSLOVANJE ZAGREBAČKE BURZE**

(specijalistički završni rad)

Rijeka, 2019.



# **VELEUČILIŠTE U RIJECI**

Poslovni odjel

Specijalistički stručni studij Poduzetništvo

## **POSLOVANJE ZAGREBAČKE BURZE**

(specijalistički završni rad)

Mentor:

mr. sc. Denis Buterin

Student: Andrea Oštrić

MBS: 2423000140/17

Rijeka, rujan 2019.

**VELEUČILIŠTE U RIJECI**

**Poslovni odjel**

**Rijeka, 1.04.2019.**

**ZADATAK  
za specijalistički završni rad**

**Pristupnici Andrei Oštrić                      MBS:    2423000140/17**

**Studentici specijalističkog studija Poduzetništvo izdaje se zadatak završni rad –  
tema specijalističkog završnog rada pod nazivom:**

**Poslovanje Zagrebačke burze**

**Sadržaj zadatka:**

Istražiti relevantne značajke burzi, njihov nastanak i razvoj te suvremene trendove u burzovnom poslovanju. Analizirati Zagrebačku burzu kao dio financijskog tržišta u Republici Hrvatskoj te analizirati uspješnost njenog poslovanja. Temeljem dostupnih podataka o kretanju cijena vrijednosnica na Zagrebačkoj burzi pokušati predvidjeti buduća burzovna kretanja. Rezultate istraživanja sustavno prikazati u zaključku.

Rad obraditi sukladno odredbama Pravilnika o završnom radu Veleučilišta u Rijeci.

**Zadano: 1.4.2019.**

**Predati do: 15.9.2019.**


**Mentor:**

**Pročelnica odjela:**

  
\_\_\_\_\_  
**Mr.sc. Denis Buferin**

  
\_\_\_\_\_  
**Mr.sc. Anita Stilin**

**Zadatak primila dana: 1.4.2019.**

  
\_\_\_\_\_  
**Andrea Oštrić**

**Dostavlja se:**

- mentoru
- pristupnici

# IZJAVA

Izjavljujem da sam specijalistički završni rad pod naslovom POSLOVANJE ZAGREBAČKE BURZE izradila samostalno pod nadzorom i uz stručnu pomoć mentora Mr.sc. Denisa Buterina.

Andrea Oštrić

AOštrić

(potpis studenta)

## **SAŽETAK:**

Burzovni indeksi predstavljaju važnu poslovnu praksu u suvremenom gospodarstvu. Teško je zamisliti suvremeno gospodarstvo bez razvijenog tržišta kapitala, a jednako teško je zamisliti razvijeno tržište kapitala bez adekvatnih te prilagođenih, istom tom tržištu, burzovnih platformi te pratećih indeksa financijskih instrumenata. Cilj ovog rada je približiti Zagrebačku burzu te burzovni indeks Crobex na način da se prikažu relevantne značajke burze, trgovanje na Zagrebačkoj burzi te prikaže kretanje volumena prodaje i burzovnog indexa Crobex.

**Ključne riječi:** Zagrebačka burza, Crobex, volumen prodaje, dionice

# SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
2. RELEVANTNE ZNAČAJKE BURZI .....	2
2.1. NASTANAK I POVIJEST BURZI .....	2
2.2. NAJZNAČAJNIJE SVJETSKE BURZE .....	7
3. HRVATSKA BURZA VRIJEDNOSNIH PAPIRA.....	14
3.1. OSNIVANJE I POVIJEST ZAGREBAČKE BURZE .....	14
3.2. FINACIJSKO POSLOVANJE ZAGREBAČKE BURZE .....	15
4. TRGOVANJE NA ZAGREBAČKOJ BURZI.....	22
4.1. VRIJEDNOSNI PAPIRI NA ZAGREBAČKOJ BURZI .....	22
4.1.1. <i>Dionice</i> .....	22
4.1.2. <i>Obične dionice</i> .....	23
4.1.3. <i>Preferencijske dionice</i> .....	24
4.1.4. <i>Obveznice</i> .....	25
4.2. UREĐENO TRŽIŠTE .....	26
4.3. KRETANJE CROBEXA I VOLUMENA PRODAJE.....	28
4.4. BUDUĆA ULOGA BURZE.....	43
5. ZAKLJUČAK.....	44
LITERATURA .....	46



## 1. UVOD

Predmet ovog rada je poslovanje Zagrebačke burze. Financijska tržišta, kao što sam naziv ukazuje, vrsta su tržišta koje pruža mogućnost prodaje i kupnje financijskih instrumenata kao što su dionice, obveznice, devize i izvedenice. Često ih nazivaju različitim imenima, uključujući “Wall Street” i “tržište kapitala”, ali svi oni još uvijek znače jednu te istu stvar. Jednostavno rečeno, tvrtke i investitori mogu na financijskim tržištima prikupiti novi kapital, kako bi povećali svoje poslovanje i ostvarili traženi prinos na postojeći kapital.

Rad je podijeljen u tri cjeline. U prvom dijelu govori se o burzama općenito. Razmatra se nastanak i povijest burzi, te se spominju najznačajnije svjetske burze. U drugom dijelu rada riječ je o Hrvatskoj burzi vrijednosnih papira, to jest, o osnivanju i povijesti Zagrebačke burze te analiza financijskog poslovanja Zagrebačke burze. Treći dio rada usmjeren je na samo trgovanje na Zagrebačkoj burzi. Poblizje su objašnjeni pojmovi kao što su dionice i obveznice te što je to uređeno tržište. Prikazano je kretanje burzovnog indexa Crobex te volumen prodaje na Zagrebačkoj burzi.

Zbog popularnosti financijskog instrumenta na koji se odnose, za dioničke burzovne indekse možemo reći da su popularniji kod opće investicijske zajednice. Vjerojatno svaki vlasnik dionice, određene tvrtke ili više njih koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi, zna da je Crobex nacionalni dionički indeks. Isto tako, na globalnoj razini postoje mnogi dionički indeksi za koje možemo čuti svakodnevno u medijima koliko su rasli ili padali, što je uzrok tome te što bi to moglo značiti za buduću poslovnu svakodnevicu.

## 2. RELEVANTNE ZNAČAJKE BURZI

Kako bismo što lakše mogli razumjeti burzu te burzovno poslovanje, potrebno je najprije objasniti ta dva pojma. Potrebno je shvatiti kako su burze nastale te kako je protekla njihova povijest kroz godine. Također, potrebno je i predstaviti najbitnije činjenice o najznačajnijim svjetskim burzama.

„Burza (*Exchange, Börse, Bourse*) trgovačka je ustanova, odnosno specifično organizirano i stalno tržište na kojem se u određeno vrijeme i po unaprijed točno utvrđenim pravilima, uzancama i postupcima trguje određenim tipiziranim (standardiziranim) robama, uslugama, novcem, devizama i vrijednosnim papirima, koji su statutom i pravilima burze utvrđeni kao predmeti njezina poslovanja.“ (Andrijanić, 1998, 16)

### 2.1. Nastanak i povijest burzi

Burzovno poslovanje možemo pronaći još u starom vijeku, u starim civilizacijama, Egiptu, Babilonu i Rimu. Neka vrsta burze bili su sastanci Rimskih mjenjača na Forumu. Ipak, začetak suvremene burze možemo potražiti u trgovanju robom na tadašnjim sajmovima.

Ime burza potiče od plemićke obitelji Van der Burse koja je živjela u Belgiji, u gradu Bruggeu u 14. stoljeću. Tada su se u njihovoj kući koja se nalazila na glavnom trgu sastajali trgovci radi obavljanja trgovačkih poslova s mjenicama i obveznicama. Burza doživljava svoj procvat u 18. stoljeću, kada se kao rezultat širenja kapitala i špekulativnih poslova u prekomorskim kolonijalnim zemljama počinju osnivati dionička društva.

Prekomorski špekulativni poslovi dosežu svoj vrhunac na početku 19. stoljeća, a dionice postaju najvažnija investicija u gradnji željeznica, putova i teške industrije. S vremenom se tržište vrijednosnih papira odvaja od tržištima robe i postaje dijelom svakodnevnog prometa burzovnih transakcija. U tijeku povijesnog razvoja burzi, tečajevi (postignute cijene) vrijednosnih papira rasli su i padali, dolazilo je do financijskih slomova i depresija, ali se unatoč tome stanje na tržištu vrijednosnih papira uvijek vraćalo u normalne okvire.

Razvoj burze kroz povijest može se podijeliti u četiri etape:

**Prva etapa** razvoja vezana je za početke trgovine robom kada su trgovci koristili trampu, zamjenjivali su robu za robu. Prema nekim kineskim ekonomistima i povjesničarima

prve burze su se pojavile u današnjoj Kini oko 2000 godina prije Krista. Za razliku od Kine prve burze na europskom teritoriju pojavljuju se znatno kasnije oko 800. godine prije Krista. Prve burze tog antičkog doba zabilježene su kod Feničana koji su tada osnovali kolonije na; Cipru, Malti, Siciliji, Sardiniji, Balearima, u današnjoj Španjolskoj (Cadiz i Malaga) i sjevernoj Africi ( Utika i Kartaga) (Bazdan, 2008., 91).

Za Feničane je bitno istaknuti da su bili prvi narod koji je koristio takozvani primitivni novac u internacionalnoj trgovini a to su; prstenje, bakrene ploče, srebrnjaci, zlatnici i zlato u svom izvornom obliku kakvo je pronađeno u prirodi. Prvi narod koji je izmislio novu formu novca bili su Kartazani, a radilo se o kožnom novcu koji je preteča suvremenog papirnog novca. Jedan zanimljiv podatak vezan uz to davno doba je onaj vezan uz trgovinu na riječ trgovca koja je bila zakon u ono vrijeme. Latini su to nepisano pravilo preveli kao „*Dictum meum pactum*“. Za onoga tko nije poštivao taj zakon bila je predviđena smrtna kazna. Poslije Feničana burze se javljaju i u drevnoj Indiji te u Grčkoj. U antici, Rim je bio treći po redu u kojem je 210. godine prije Krista zabilježena prva burza. Nakon same pojave burze u Rimu je objavljen zakon kojim je na Forumu striktno određeno mjesto za mjenjače novca te su tim zakonom postavljeni temelji svim novčanim burzama kroz naredna stoljeća.

**Druga etapa** razvoja veže se uz 476. godinu poslije Krista i pad zapadnog Rimskog Carstva. Najstarija kompanija na svijetu ima svoje korijene u ovoj etapi razvoja. To je kompanija pod nazivom „Kongo Gumi“ i osnovana je 578. godine u Osaki. U to vrijeme bila je važna u trgovini, a puno kasnije i u burzovnoj trgovini rižom. U 21. stoljeću u Japanu postoji tvrtka koja projektira i izgrađuje budističke hramove, a nosi naziv spomenute kompanije iz Osake. Druga etapa koja se odvija u srednjem vijeku, završava kada i srednji vijek. To se dogodilo kada je Kristofor Kolumbo 1492. godine otkrio Ameriku. U ovoj fazi se pojavljuju mjenjači novca. Otkupljuju novac i bave se novim poslom za to doba, a to je mjenjački posao. Prvi grad u kojem su se mjenjači novca bavili svojom novom profesijom bio je Palermo u 10. stoljeću. U to doba su neki talijanski gradovi kovali svoj novac. Ti gradovi su: Firenza, Genoa, Siena, Brindisija, Venecija. Godine 1409. u gradu Bruggeu stara aristokratska obitelj van der Burse je na grbu imala dvije kožne vrećice (lat. *bursa*) koje su tad imale ulogu novčanika. Riječ burza svoje podrijetlo vuče iz spomenute obitelji. U Antwerpenu 1460. godine udruga stranih trgovaca i gradsko vijeće osnivaju burzu. Burza je imenovana „Engleskom burzom“ jer je locirana blizu luke u kojoj su bili engleski trgovci koji su prodavali i pakirali robu, a tu su se nalazile i banke. Kod ove burze je bitno naglasiti da se na njoj trgovalo i robom i vrijednosnim

papirima. Ipak, prva službena europska burza je utemeljena u Antwerpenu 1521. godine, izgrađena je „Palača burze“ . Na toj burzi prvenstveno su trgovali Englezi, ali i trgovci svih zanimanja i svih nacija te sa svih strana svijeta. Tu se trgovalo robom i vrijednosnim papirima. Burza u Antwerpenu je bila nit vodilja velikom djelu osnivača njemačkih burzi. Nakon gradnje ove burze izgrađene su burze u Toulusu 1549., Hamburgu 1558., i Ruanu 1566. (Klačmer, Cingula, 2009., 59).

U 16. stoljeću na burzama se trgovalo robom i mjenicama. Godine 1602. u Amsterdamu je utemeljena prva institucionalizirana burza sa formalnom organizacijom i na njoj se trguje dionicama Ujedinjene istočno-indijske kompanije (Vereenigde Oostindische Compaigne). Nakon određenog vremena ova burza mijenja naziv u Amsterdamska burza (Amsterdam Bourse). Godine 1624. Nizozemska započinje proces kolonizacije Sjeverne Amerike. Dolaze prvi nizozemski doseljenici i osnivaju Fort Amsterdam, kasnijeg naziva New Amsterdam. Taj naziv je bio preteča nazivu New York. U New Amsterdamu 1653. postavlja se sjeverna granica gradića na novom kontinentu koji postaje glavna lokacija na kojoj su se okupljali trgovci. Spomenuta granica gradića New Amsterdam kasnije će dobiti naziv Wall Street. Tim činom su udareni temelji budućoj, najvećoj svjetskoj burzi. No o burzi u New Yorku više riječi će biti u nastavku rada.

**Treća etapa** razvoja burzi započinje u Japanu. Po nekim analizama je najstarija institucionalizirana terminska robna burza. Tada je Osaka bila glavna luka i važno trgovinsko središte. Na toj burzi kupoprodaja se bazirala isključivo na riži. Jedan način poslovanja ove burze je terminski, te je taj način i danas osnova na kojoj posluju svjetske burze. Nakon Japana zanimanje trgovaca se povećalo za brodove jer su brodovi prevozili robu. Negdje oko 1740. godine u kafeteriji „Virginia & Maryland“ u Theadnelle Street u Londonu ugovaraju se cijene vozarina. Spomenuta kafeterija 1744. mijenja ime u „Virginia & Baltic“, koja je prethodnica i današnje burze za brodski promet, „Baltic Exchange“. Druga Londonska burza je efektna burza u londonskom Cityu naziva Londonska efektna burza te je službeno počela raditi 1773. godine. Još prije toga na Londonskoj efektivnoj burzi kotirale su dionice „East India Company“ i „Hudson's Bay Company“ što je bio povijesni događaj jer su te dionice prve kotirale na Londonskoj efektnoj burzi (Novak, 2005., 274).

Londonskoj burzi u to doba konkurira New York u kojem je 1792. godine osnovana prva burza na kontinentu Sjeverne Amerike. Na Manhattanu u ulici Wall Street osniva se Newyorška

efektna burza. Bitno je naglasiti da je od dolaska Nizozemaca, Francuza i Engleza model sklapanja poslova bio isti koji su prošli London, Amsterdam i Pariz. U početku se trgovalo dionicama, obveznicama i drugim vrijednosnicama. Prema ideji tadašnjeg američkog ministra financija Alexandra Hamiltona kotacije dionica su bile objavljujane u tisku. Godine 1792. na dan 17. svibnja dvadeset i četiri trgovca vrijednosnicama koji većinom vuku podrijetlo iz Nizozemske i Engleske su se sastali u hladovini platana na raskrižju ulica Wall Street i Williams Street. Na tom sastanku je parafiran sporazum koji nakon nekog vremena postaje poznat kao „Platanski sporazum“ (Buttonwood Agreement). Dogovoreno je da se svaki dan trguje dionicama i obveznicama. Bank of New York je bila prva korporacija čijim se dionicama trgovalo. Tada su udareni temelji efektnoj burzi u New Yorku koja zasigurno ima najveći renome u financijskom svijetu.

Industrijska revolucija u 18. st. potaknula je izgradnju burzi diljem SAD-a. Do 1817. godine na efektnoj burzi u New Yorku se trguje sa 30 dionica, a članarina je iznosila 25 dolara. U 18. i 19. stoljeću u SAD-u i Velikoj Britaniji svaki trgovački grad je imao svoju burzu. Zahvaljujući razvoju željeznice burze u 19. stoljeću su osnivane u Manchesteru i Liverpoolu. Nakon što su osnovane u SAD-u i Velikoj Britaniji prve burze se otvaraju u Indiji i Južnoj Africi, te u novom svijetu, na Novom Zelandu i u Australiji. U isto vrijeme u Chicagu 3.4.1848. godine 83 trgovca žitom, proizvođači hrane i bivši gradonačelnici donose odluku kojom je utemeljena prva centralizirana i institucionalizirana burza za žitarice u SAD-u. Burza je dobila naziv; „Chikaški trgovinski odbor“ a ista burza radi i danas te je jedna od najvažnijih u svijetu. U SAD-u 1849.g. osniva se druga najveća efektna burza u SAD-u pod nazivom New York Curb Market. Iste godine je u San Franciscu utemeljena efektna burza (San Francisco Stock Exchange). Uloga te burze je bila trgovina rudarskim kompanijama Kalifornije i Nevade. Iz istih razloga i iste godine osniva se burza u Vancouveru, (Vancouver Stock Exchange- VSE). U Chicagu je osnovana „Srednjoamerička robna burza“ 1868. g. Tri godine nakon toga u New Yorku 62 trgovca mliječnim proizvodima osnivaju burzu za maslac i sir New Yorka (Butter and Cheese Exchange of New York- BCNEWY), iz te burze se razvila najveća svjetska burza. Po primjeru nastanka burze u New Yorku ista takva je osnovana u Chicagu 1874. g. Pod nazivom Chikaška proizvodna burza (Chicago Produce Exchange- CPE). Zadaća te burze je bila organiziranje tržišta za maslac, jaja i perad. Godine 1898. ta burza doživljava ekspanziju te 1919. mijenja naziv u „Chikaška trgovinska burza“ i danas je jedna od najmoćnijih u svijetu. Ova burza u

suradnji sa trgovinskim odborom iz Chicaga pod svojom kontrolom ima polovinu svjetskog tržišta terminskim tj. rokovnim ugovorima (Bazdan, 2008., 106).

Otprilike istih godina, je osnovana najstarija burza vrijednosnih papira u Aziji, u Bombayu pod nazivom Bombayska efektna burza (Bombay Stock Exchange- BSE) koja je i danas u funkciji. Tri godine poslije, 1878. je osnovana burza u Japanu, Tokijska efektna burza. Prve vrijednosnice s kojima se trgovalo su bile obveznice emitirane od samurajske vlade. Godine 1881. je osnovana Londonska burza metala (London Metal Exchange- LME) koja je bila izravan rezultat industrijske revolucije. Godine 1921. druga po važnosti burza u New Yorku, Američka efektna burza iz uličnog prostora u Wall Streetu se seli u zatvoreni prostor na Trinity Placeu. Prvih dana nakon preseljenja na toj burzi se trgovalo sa 1051 vrijednosnicom. Službeni naziv burze bio je „New York Curb Exchange“. U siječnju 1953. burza mijenja naziv u „Američka burza“, da bi 1971.godine dobila naziv „Američka efektna burza, Inc (AMEX)“. Zanimljivo, Amerikanci su Japancima nakon drugog svjetskog rata, točnije 1947. godine napisali Ustav. Osim Ustava napisali su i druge zakonske akte među kojima je bio i zakon o trgovini vrijednosnim papirima koji je stupio na snagu 1948.g. Na temelju tog zakona godinu poslije osnovane su tri burze u Tokiu, Osaki i Nagoyi. Te godine su osnovane burze vrijednosnih papira u Kyotu, Kobeu, Hiroshimi, Fukuoku i Niigati, ali samo na prve tri burze Tokio Osaka, Nagoya- se odnosi 99% ukupnog prometa vrijednosnim papirima u Japanu.

**Četvrta etapa** razvoja počinje diverzifikacijom i uvođenjem inovacija u poslovanje. Započeo je trend uvođenja derivata na podije burzi 16.5.1972. kada je na Chicaškoj burzi osnovano monetarno tržište čiji je autor bio nobelovac Milton Friedman. Započela je trgovina financijskim ročnicama na sedam različitih valuta. Godine 1974. Newyorška trgovinska burza uvodi trgovinu zlatom. U Londonu je osnovana Londonska terminska financijska i opcijska burza. Godine 1989. u Tokyu je osnovana Tokijska međunarodna terminska financijska burza koja je trgovala derivatima. Godinu poslije, trgovina derivatima je započela na pariškoj burzi. Naziv burze u Parizu bio je Terminska burza financijskih instrumenata (Marche' a terme des Instruments Financieres – MATIF). U Chicagu je 2000. godine utemeljena elektronska Chikaška klimatska burza (Chicago Climate Exchange- CCE) i trgovala je terminskim ugovorima na stakleničke plinove SAD-a, Meksika, Kanade i Brazila. Ta trgovina se u veoma kratkom roku proširila i na londonsko tržište. Godine 2005. Londonska međunarodna naftna burza postala je filijala Interkontinentalne terminske burze (InterContinental Exchange-ICE) iz Atlante u SAD-u te se na toj burzi trgovalo stakleničkim plinovima temeljem terminskih

ugovora odnosno ugljičnih financijskih instrumenata (ECX Carbon Financial Instruments). Na ovoj burzi je organizirana Europska klimatska burza (European Climate Exchange- ECX) te se na toj burzi trgovalo dopuštenim emisijama CO<sub>2</sub> tzv. ETS-ima (Emission Trading Scheme). Chicago i dalje prednjači u diverzifikaciji burzovne trgovine. Na Chikaškoj burzi se i dalje trguje financijskim terminskim ugovorima na petnaest valuta, ali i s kamatnim stopama i indeksima. U Europi također postoji burza derivata pod nazivom „Eurex“ koja je u vlasništvu Njemačke efektne burze iz Frankfurta i švicarske SWX Swiss Exchange iz Züricha te je konkurencija burzi u Chicagu. Postoje pokazatelji koji jasno govore da je burza u Chicagu znatno moćnija od Eurexa. Taj pokazatelj se naziva „otvoreni interes“ i glavni je pokazatelj likvidnosti terminskih ugovora. Terminski ugovori su instrumenti trgovanja na burzama ovog tipa. Na Chikaškom vijeću za trgovinu prosječan dnevni promet 2004. godine je iznosio 70 milijuna dolara, a u isto vrijeme na Eurexu taj promet je iznosio 3 milijuna eura.

Burza je 90% psihologija, psihologija burze je „znanost“ kojom se treba baviti s mnogo osjećaja, ona je gotovo umjetnost. Danas se tvrdi da je burza potpuno netransparentna, a kada bi bila transparentna to onda ne bi ni bila burza. Što više ulagači na burzi posežu za burzovnim događajima to je stanje na burzi stabilnije. Tu su u prvom planu pitanja subjektivne prirode. Koliko su investitori angažirani, je li sav novac uložen u vrijednosne papire, kakva je ekonomska situacija, kako posluju tvrtke čije su dionice kupljene. Intenzitet psihološke reakcije publike ovisi isključivo o „tehničkom stanju tržišta“. Na investitore i špekulante na burzama ne bi smjele utjecati političke odluke (Kostolany, 2007.,30).

## **2.2. Najznačajnije svjetske burze**

### **NEW YORK STOCK EXCHANGE**

NYSE (skraćeno od engleskog naziva New York Stock Exchange) najpoznatija je njujorška a ujedno i svjetska burza vrijednosnih papira. Smještena je na adresi Wall Street 11, na Donjem Manhattanu. U prosincu 2010. godine ukupna vrijednost dionica kompanija koje su kotirale na ovoj burzi bila je 13,39 bilijuna američkih dolara, dok je tijekom 2008. godine prosječan dnevni promet iznosio 153 milijarde američkih dolara. Burzom upravlja NYSE Euronext.

Počeci newyorških burza mogu se tražiti još 17. svibnja 1792. godine kada je potpisan sporazumu ispod stabla platane na adresi Wall Street 68. Potpisnici su bili 24 trgovca dionicama. Prvi prostor za trgovanje činila je jedna iznajmljena soba na adresi Wall Street 40, a plaćali su je 200 dolara na mjesec. Dana 8. ožujka 1817. godine organizacija je proširena te je nazvana „New York Stock & Exchange Board“. Kao prvi predsjednik izabran je Anthony Stockholm. Godine 1835. u velikom požaru u New Yorku izgorjela je na spomenutoj adresi tako da se lokacija burze promijenila. Godine 1863. New York Stock & Exchange Board mijenja ime u „New York Stock Exchange“. Dvije godine kasnije NYSE se ponovno premiješa, sada na adresu Board Street 10-12.

Obujam dionica kojima se trgovalo znatno je počeo rasti u razdoblju između 1896. i 1901. godine. Sukladno tome, bio je potreban veći prostor kako bi bile zadovoljene sve potrebe za trgovanjem. Osam njujorških arhitekata bilo je pozvano da sudjeluju u projektiranju nove zgrade namijenjene potrebama burze. Dana 2. lipnja 1978. godine zgrada je označena kao nacionalni i povijesni spomenik u Državnom registru povijesnih spomenika SAD-a.

Godine 1922. na adresi Wall Street 11 izgrađena je nova zgrada koja je služila za urede koju je dizajnirao Trowbridge & Livingston. Kao mjesto za trgovanje vrijednosnim papirima bila je poznata kao Garage (garaža). Dodatni prostori za trgovanje dodani su 1969. (*Blue room*; Plava soba) i 1998. (*Extended Blue room*; Proširena Plava soba). Godine 2000. na adresi Board Street 30 otvoren je još jedan prostor za trgovanje, nazvan Bond room; Soba za obveznice. Kako je s vremenom velik dio trgovanja postao elektroničke prirode, ovaj prostor zatvoren je 2006. Godine 2007. zatvoreni su i prostori *Blue room* i *Extended Blue room*.

NYSE je na ulasku u novi milenij najveća, najpoznatija i najutjecajnija svjetska burza vrijednosnih papira. Godine 2007. NYSE se spaja sa amsterdamskim Euronextom, koji je u potpunosti elektronička burza, tako je nastalo tijelo NYSE Euronext koje danas upravlja radom burze. Godine 2011. NYSE i Deutsche Börse objavili su spajanje u novo tijelo, gdje bi dioničari Deutsche Börse imali 60 posto udjela, a dioničari NYSE Euronexta 40 posto udjela.

NYSE svojim trgovcima pruža razne mogućnosti. Na burzi kotiraju vrijednosni papiri više od 2.300 dioničkih društava. Trgovanje je modernizirano i uglavnom se odvija elektroničkim putem, a od 2007. godine omogućeno je elektroničko trgovanje svim vrijednosnim papirima. Burza je otvorena od ponedjeljka do petka, a radno vrijeme je od 09:30 h ujutro do 16:00 sati poslijepodne (iznimka su praznici koji su unaprijed određeni i sudionici



trgovanja su o njima obaviješteni). Dozvole za trgovanje izdaju se na godišnjoj bazi. Burza ima tri glavna i više sporednih indeksa cijena vrijednosnih papira. Glavni su Dow Jones indeks, S&P 500 indeks i NYSE Composite indeks.

#### Zanimljivosti:

- 1914. Burza je zatvorena zbog početka Prvog svjetskog rata. Ipak, nedugo nakon toga ponovno se pokreće trgovanje kako bi se prodale državne obveznice kojima se financirale oružane snage SAD-a.
- 1920. Dana 16. rujna eksplozija bombe ispred zgrade burze ubija 33 ljudi, dok je ozlijeđenih više od 400. Počinitelji nisu nikada pronađeni. Zgrada burze, kao i neke druge zgrade u blizini još uvijek imaju oštećenja na svojim pročeljima.
- 1929. Dana 24. listopada - „Crni četvrtak“, vlada panika na burzi. Sljedećeg tjedna, dana 29. listopada slijedi „Crni utorak“, što obilježava početak Velike gospodarske krize.
- 1987. Dana 19. listopada indeks Dow Jones u jednom danu gubi vrijednost za čak 22.6 posto.
- 2001. Dana 11. rujna, nakon terorističkih napada na SAD vlada opća panika i mnoge tvrtke gube na vrijednosti, a posebice one koje se bave zrakoplovnom djelatnošću. ([https://hr.wikipedia.org/wiki/New\\_York\\_Stock\\_Exchange](https://hr.wikipedia.org/wiki/New_York_Stock_Exchange), 16.6.2019.)

## **LONDON STOCK EXCHANGE**

LSE (skraćeno od engleskog naziva London Stock Exchange) najznačajnija je londonska i europska, a ujedno i jedna od najpoznatijih i najznačajnijih svjetskih burza vrijednosnih papira. Smještena je na trgu Paternoster Square, nedaleko Katedrale sv. Pavla u Londonu. U lipnju 2011. godine ukupna vrijednost dionica kompanija koje su kotirale na ovoj burzi bila je 3,75 bilijuna američkih dolara, što londonsku burzu vrijednosnih papira čini najvećom burzom u Europi po opsegu trgovanja te četvrtom burzom u svijetu. Burzom upravlja London Stock Exchange Group (LSEG).

Engleski trgovac i financijaš Thomas Gresham bio je osnivač i pokretač kraljevske burze u Londonu, po modelu na tada već postojeću burzu u Antwerpenu. Godine 1571. burzu je otvorila kraljica Elizabeta I. Kasnije, tijekom 17. stoljeća trgovcima vrijednosnim papirima bio je zabranjen ulaz na burzu zbog njihova nepristojna ponašanja. Zbog toga su se morali snalaziti na razne načine pa su trgovali na drugim lokacijama u blizini, kao primjerice u poznatoj gostionici Johnatan's coffe house. Godine 1698. u toj gostionici broker po imenu John Casting počeo je izlistavati cijene nekoliko vrijednosnih papira, njihove tečajeve te cijene nekih važnijih proizvoda, poput soli, ugljena i papra. Popis cijena nije osvježavan na dnevnoj bazi, nego se mijenjao svakih nekoliko dana. Spomenute aktivnosti i popis kasnije su prešli u gostionicu Garraway's coffee house. Javne aukcije toga vremena trajale su toliko vremena za koliko bi izgorjela improvizirana svijeća od slanine, a bile su poznate i kao „aukcije za inč svijeće“. Broj dionica s kojima se trgovalo s vremenom je rastao te se sve više tadašnjih kompanija uključilo u kotaciju.

Nakon što je u velikom londonskom požaru izgorjela zgrada postojeće Kraljevske (Greshamove) burze, godine 1699. izgrađen je novi objekt i burza je ponovno otvorena. Ovo je značio korak naprijed od gostionica i napredak prema modernom načinu trgovanja. Nova Kraljevska burza nije imala samo vlastite brokere, nego su sudjelovali i trgovci izvan te organizacije. Počelo se voditi računa o uređenju načina trgovanja, koji je do tada bio prilično velik problem, jer mnogi koji su trgovali nisu imali odgovarajuću dozvolu. Tako je 1697. godine Britanski parlament donio zakon o financijskom i fizičkom kažnjavanju onih koji su trgovali bez dozvole. Također, broj brokera ograničen je na najviše 100, što je kasnije povećavano s rastom opsega trgovine. Ova ograničenja s vremenom su dovela do problema pa su trgovci iz raznih razloga počeli napuštati burzu i trgovati na ulicama Londona. Ulica u kojoj se odvijalo najviše trgovanja u narodu je prozvana *Change or exchange alley* (prevedeno na hrvatski: Ulica zamjene i razmjene), a nalazila se u blizini sjedišta Bank of England (Engleske središnje banke). Naravno, Parlament je nastojao sankcionirati ovakvu vrstu trgovanja. Mnoge kompanije toga doba čije su se dionice prodavale našle su se u problemima budući sa su među trgovcima kolale i dionice „umjetnih“ kompanija te su drastične oscilacije njihovih dionica naštetile „pravim“ kompanijama.

Nakon svršetka Sedmogodišnjeg rata (1756. – 1763.) ponovno se aktiviralo trgovanje u gostionici Jonathan's coffee house. Godine 1773. Johnatan je zajedno sa još 150 drugih brokera

osnovao udruženje te otvorio novu i nešto formalniju „Burzu vrijednosnih papira“ u ulici Sweeting alley. Uvedena je i naplata ulaznica ukoliko je netko htio trgovati.

Godine 1801. u Londonu je otvorena prva službena burza, koja je imala svoj pravilnik, a nazvana je *Subscription room* (prevedeno na hrvatski: Potpisnička soba). Međutim, već prvog dana trgovanja došlo je do problema, kada su policajci morali silom izbaciti trgovce bez dozvole. Zbog ovakvih i još raznih razloga ova burza je bila nepogodna, pa je donesena odluka da se izgradi nova zgrada londonske burze. Dana 18. svibnja 1801. William Hamond položio je temeljni kamen i radovi su počeli. Objekt je dovršen relativno brzo, a 30. prosinca iste godine održano je svečano otvorenje.

Godine 1812. donesen je prvi pravilnik burze, koji je, iako je bio kratak i sažet, unio značajan red u trgovanje. Sa svojom novom, državnom upravom te rastom opsega trgovine Londonska burza vrijednosnih papira postala je sastavni dio financijskog života grada. Također, unatoč velikom javnom protivljenju, Britanska vlada putem burze prikupljala je velik dio novca za rat protiv Napoleona Bonaparte.

Nakon svršetka rata i značajnog rasta gospodarske aktivnosti općenito u cijelom svijetu, davanje zajmova državama poput Brazila, Čilea ili Perua bilo je perspektivno ulaganje. Vezano za to, Međunarodni odjel burze omogućavao je sudionicima da sudjeluju u svim transakcijama vezanima za inozemna ulaganja. Protekom vremena trgovanje inozemnim vrijednosnim papirima postaje uobičajeno. Međunarodne financijske aktivnosti u to vrijeme mnogo pridonose britanskom gospodarstvu, svoje burze vrijednosnih papira dobivaju i gradovi Liverpool i Manchester.

Iz razloga stalnog povećanja broja trgovaca i članova burze, vlasti su 1853. godine odlučile o gradnji potpuno nove zgrade, budući da postojeća više nije bila adekvatna a i nije se imala kamo proširiti. Za glavnog arhitekta odabran je Thomas Allason. Novi objekt bio je pravo osvježenje, a imao je dvostruko veći prostor za trgovanje. Sredinom 19. stoljeća izumljeni su i u uporabu se uvode telefon i telegraf, što znatno doprinosi razvoju burzovnog poslovanja.

Kako su u 20. stoljeću i Burza, ali i London bili financijsko središte svijeta, početak Prvog svjetskog rata značajno je uzdrmao britansko gospodarstvo. Odmah nakon početka sukoba dogodio se oštar pad cijena vrijednosnih papira. U srpnju 1914. Burza je zatvorena te se takvo stanje zadržava do početka 1915. godine.

Ulično trgovanje privremeno opet postaje aktualno. Dana 4. siječnja 1915. godine Burza je ponovno otvorena, ali ovaj put rad opterećuju velika ograničenja, poput onog da transakcije moraju biti isključivo gotovinske. Tijekom Prvog svjetskog rata Burzu je napustilo oko 1.000 trgovaca.

Početak Drugog svjetskog rata vlada općom bojazan da će London biti metom zračnih napada pa je Burza povremeno zatvorena, a trgovanje koje se odvija obavlja se uglavnom telefonskim putem. Također, tijekom rata zgrada je oštećena u jednom od požara u noći 29. prosinca 1940. te 1945. kada ju je pogodila jedna V-2 raketa.

Nakon ratova dolazi vrijeme stabilizacije i gospodarskog procvata. Vlasti su ponovno primorane izgraditi veći prostor za trgovanje. Godine 1967. započinje izgradnja poslovnog tornja visokog 100 m koji se prostire na 26 katova. Dana 8. studenog 1972. godine objekt je dovršen te predstavlja jedan od novih simbola grada, a otvara ga kraljica Elizabeta II. Godine 1973. događaju se dvije značajne promjene. Prva od njih dopušta ženama i strancima trgovanje na Burzi, dok druga povezuje britanske i irske regionalne burze. Burza po prvi put počinje djelovati pod službenim imenom The London Stock Exchange. U veljači godine 1984. uveden je burzovni indeks FTSE 100. Također, osamdesetih godina 20. stoljeća dolazi i do Big Banga na Londonskoj burzi – ukidaju se mnoga ograničenja, što značajno potiče razvoj trgovanja, a uveden je i sustav objave tečaja vrijednosnih papira na elektroničkim zaslonima. Godine 1997. uvodi se elektroničko trgovanje.

Novo tisućljeće obilježava uvođenje niza novih financijskih proizvoda i novina u trgovanju. Osim toga, s uvođenjem elektroničkog trgovanja Burzovni toranj postaje suvišan, a Burza 2004. godine seli na trg Paternoster Square. Godine 2007. The London Stock Exchange spaja se sa organizacijom Bursa Italiana, stvorivši udruženje London Stock Exchange Group. Kasnije je bilo još nekoliko pokušaja da se novonastalo udruženje jače poveže sa američkim i kanadskim tržištima kapitala, ali ti poslovnih pothvati nisu realizirani.

Londonska burza pruža velike mogućnosti ulaganja i trgovanja, a ondje kotiraju dionice više od 2.900 kompanija iz više od 60 zemalja diljem svijeta. Trgovanje se odvija elektroničkim putem. Burza je otvorena od ponedjeljka do petka, a radno vrijeme je ujutro od 08:00 h do 16:30 h poslijepodne. Neradni su dani subota, nedjelja oni praznici za koje Burza to unaprijed najavi.

Kako se na Burzi trguje širokim spektrom vrijednosnih papira, postoji niz indeksa koji ih prate, kao primjerice: FTSE 100 Index, FTSE 250 Index, FTSE 350 Index, FTSE SmallCap Index ili FTSE All-Share Index. Najznačajniji je FTSE 100 Index.

Zanimljivosti:

- 1990. Dana 20. lipnja eksplodirala je naprava koju je u blizinu galerije za posjetitelje postavila irska radikalna organizacija IRA. Nije bilo ozlijeđenih.
- 2011. Dana 15. listopada, Burzu okupiraju prosvjednici koji čine dio pokreta prosvjeda koji se odvijaju u preko 700 velikih svjetskih gradova. Motiv prosvjeda je neslaganje s politikom surovih oblika kapitalizma. Policija štiti i blokira prostor ispred ulaza pod tvrdnjom kako je to privatni prostor. ([https://hr.wikipedia.org/wiki/London\\_Stock\\_Exchange](https://hr.wikipedia.org/wiki/London_Stock_Exchange) 16.6.2019.)

## **VARŠAVSKA BURZA DIONICA**

Prva burza dionica u Poljskoj je osnovana 1817. godine. To nije mnogo kasnije nakon što su osnovane NYSE i Londonska burza dionica. Tih godina se nazivala burza trgovaca, ili burza za trgovanje. Sudionici u trgovanju su se zvali cehovi. Prije Drugog Svjetskog rata je na ovoj burzi bilo izlistano 130 instrumenata - to su bile dionice, obveznice i hipotekarne obveznice. No period rata i vladavina komunizma nisu dozvoljavali da Varšava ima svoju burzu dionica. Varšavska burza je ponovno ustanovljena 1991. godine. Trenutna tržišna kapitalizacija je oko 1.8 bilijuna zlota, što je otprilike 450 milijardi američkih dolara. Vrijeme će pokazati hoće li ova burza dionica biti uspješna. (<https://admiralmarkets.com.hr/education/articles/shares/burze-dionica> 16.6.2019.)

### **3. HRVATSKA BURZA VRIJEDNOSNIH PAPIRA**

#### **3.1. Osnivanje i povijest Zagrebačke burze**

Zagrebačka burza osnovana je 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 10 puta (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.

Tržište burze je podijeljeno na uređeno tržište i na MTP. Uređeno tržište je dio tržišta burze kojim upravlja sama burza i na kojima je moguća trgovina uvrštenim efektima. Glavna razlika između uređenog tržišta i MTP-a je razina transparentnosti. Transparentnost podrazumijeva objavu svih relevantnih informacija o izdavatelju koje su propisane zakonom i pravilima burze. Nadalje, uređeno tržište se dijeli na: vodeće tržište, službeno tržište i redovito tržište. Vodeće tržište je najzahtjevniji podskup uređenog tržišta zbog zahtjeva koje postavlja prema izdavateljima vrijednosnih papira. Kod redovitog tržišta je slučaj da isto izdavatelja obvezuje samo na objavu informacija koje su propisane Zakonom o tržištu kapitala. Za službeno tržište vrijede ista pravila kao i za vodeće tržište. Pored uređenog tržišta postoji i Multilateralna trgovinska platforma (MTP). Prema zakonu o tržištu kapitala MTP tržište nema jednak status

kao uređeno tržište. Na MTP tržištu postoji minimum javno dostupnih informacija kako bi ulagatelji mogli donijeti ispravne financijske odluke. Multilateralna trgovinska platforma (MTP) je sustav koji povezuje ponudu i potražnju za vrijednosnim papirima. Ovim sustavom može upravljati investicijsko poduzeće ili burza, pod nadzorom hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA). MTP zagrebačke burze je podijeljen na: domaći MTP i inozemni MTP. Domaći je namijenjen primitku instrumenata izdavatelja sa sjedištem u Hrvatskoj, dok je inozemni MTP namijenjen primitku instrumenata izdavatelja iz drugih država i kod inozemnog MPT-a je uvjet da instrument za koji se aplicira primitak na burzu već bude uvršten na neku inozemnu burzu. MTP se sastoji od tri segmenta: MTP Fortis, MTP Alter i MTP X. Ovo takozvano podržništvo je namijenjeno svim poduzećima bez obzira na njihovu veličinu, vrijednost, postojanje na tržištu, broj zaposlenika, početnu cijenu dionica itd. Zahtjev za primanjem u trgovinu na MTP može zatražiti: poduzeće, osoba ovlaštena kod nadležnih institucija od strane tog poduzeća i član zagrebačke burze bilo investicijsko društvo ili kreditna institucija ([www.zse.hr](http://www.zse.hr), 01.09.2019.).

### **3.2. Financijsko poslovanje Zagrebačke burze**

Pomoću pokazatelja koji u dobroj mjeri mogu oslikati poslovanje i dati mogućnost usporedbe s prethodnim razdobljima, trgovačko društvo trebalo bi obogatiti svoje izvješće poslovanja.

Pokazatelji su obično racionalni brojevi koji stavljaju u odnos neke ekonomske vrijednosti na takav način da se dobije informacija o učincima poslovanja, bilo da se radi od financijskim izvješćima za prethodna razdoblja, bilo o proračunatim vrijednostima za budućnost.

Mnogo je vrsta pokazatelja uspješnosti, a često se grupiraju u skupine koje imaju slična obilježja. Tako se razlikuju:

- Pokazatelji likvidnosti – mogućnost društva da podmiti svoje kratkoročne obveze
- Pokazatelj zaduženosti – financiranje društva posuđenim novcem
- Pokazatelji aktivnosti – učinkovitost uporabe imovine društva kao odnos prihoda i pojedinih dijelova imovine
- Pokazatelji ekonomičnosti – odnos prihoda i rashoda

- Pokazatelji profitabilnosti – povrat uloženog kapitala
- Pokazatelj investiranja – učinak ulaganja u dionice i druge vlasničke papire društva

**Pokazatelji likvidnosti** mjere sposobnost poduzeća za podmirivanje dospjelih kratkoročnih obveza. Najčešći pokazatelji likvidnosti su koeficijent trenutne likvidnosti, koeficijent ubrzane likvidnosti, koeficijent tekuće likvidnosti i koeficijent financijske stabilnosti.

Kod koeficijenta tekuće likvidnosti stavljamo u odnos kratkotrajnu imovinu te kratkoročne obveze. Optimalna veličina pokazatelja smatra se 2 što znači da bi poduzeće trebalo posjedovati minimalno dvostruke više kratkotrajne imovine nego što ima kratkoročnih obveza ukoliko želi održati normalnu razinu tekuće likvidnosti.

Tablica 1: Koeficijent tekuće likvidnosti

GODINA	OPIS		KTL (koeficijent tekuće likvidnosti)
	KRATKOTRAJNA IMOVINA	KRATKOROČNE OBVEZE	
2012.	36.279	7.099	5,11
2013.	35.371	6.570	5,38
2014.	32.761	3.894	8,41
2015.	30.037	7.620	3,94
2016.	37.620	10.624	3,54
2017.	26.443	4.027	6,57
2018.	28.764	4.141	6,95

Izvor: Izradila autorica prema financijskim izvještajima ZSE

Koeficijent likvidnosti mjeri sposobnost poduzeća da podmiri svoje kratkoročne obveze. Koeficijent likvidnosti bi trebao biti minimalno 1, a poželjno je 2. U ovom slučaju koeficijent likvidnosti je daleko veći od 1, što znači da je poduzeće u stanju podmiriti svoje kratkoročne obveze.



Tablica 2: Koeficijent financijske stabilnosti

GODINA	OPIS		KFS (koeficijent financijske stabilnosti)
	DUGOTRAJNA IMOVINA	KAPITAL + DUGOROČNE OBVEZE	
2012.	7.733	36.913	0,21
2013.	7.077	42.448	0,17
2014.	5.908	38.669	0,15
2015.	24.103	56.935	0,42
2016.	15.747	53.367	0,30
2017.	20.000	40.204	0,50
2018.	17.258	39.759	0,44

Izvor: Izradila autorica prema financijskim izvještajima ZSE

**Koeficijent financijske stabilnosti** je u svim prikazanim godinama manji od 1 što znači da se iz dijela dugoročnih izvora financira kratkotrajna imovina. Kada bi on bio veći od 1 to bi ukazivalo da je dugotrajna imovina financirana iz kratkoročnih obveza odnosno da postoji deficit obrtnog kapitala.

**Pokazatelj zaduženosti** je pokazatelj kapitalne i financijske strukture društva, a govore čijim se kapitalom i u kojem omjeru financira poslovanje društva. Najčešći pokazatelji zaduženosti su koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja, koeficijent financiranja, pokrivenost troškova kamata te faktor zaduženosti. Kod promatranja zaduženosti treba obratiti pozornost i na neizravno iskazane rizike koje treba znati prepoznati i na njih obratiti pozornost, poput primjerice velike dostupnosti sredstava koja može sugerirati nadolazeću financijsku krizu, a koja se potom vrlo lako može transformirati u gospodarsku krizu pa se u takvim uvjetima treba posebno oprezno zaduživati (Buterin et al, 2018). Brojne posljedice prezaduženosti i bilančnih neravnoteža do izražaja su došle upravo u vrijeme zadnje financijske krize, poznate pod imenom Velika recesija, (Buterin i Buterin, 2014). U tom vremenu bila je ugrožena ne samo Zagrebačka burza nego i čitava financijska tržište te je bila dovedena u pitanje i opstojnost pojedinih mirovinskih fondova (Olgić Draženović et al, 2018). Nadalje, vrlo je važan tečajni rizik o čemu posebno treba voditi računa kod zaduživanja u stranoj valuti. Na to ukazuju brojni primjeri, poput onoga iz 2010. godine u Europskoj monetarnoj uniji kad su mjere Europske centralne banke gotovo dovele do pariteta eura i dolara (Buterin et al, 2015).

Koeficijent zaduženosti izračunava se na temelju podatka iz bilance te odražava statičku zaduženost. Pokazatelj zaduženosti je zapravo odraz strukture pasive i govori koliko je imovine financirano iz tuđeg kapitala.

Tablica 3: Koeficijent zaduženosti

GODINA	OPIS		KZ (koeficijent zaduženosti)
	UKUPNE OBVEZE	UKUPNA IMOVINA	
2012.	44.012	44.012	1
2013.	42.448	42.448	1
2014.	38.669	38.669	1
2015.	54.140	54.140	1
2016.	53.367	53.367	1
2017.	46.443	46.443	1
2018.	46.022	46.022	1

Izvor: Izradila autorica prema financijskim izvještajima ZSE

Koeficijent zaduženosti pokazuje do koje mjere poduzeće koristi zaduživanje kao oblik financiranja odnosno koliki je postotak imovine nabavljen zaduživanjem. Omjer tuđih i vlastitih izvora financiranja po pravilu bi trebao biti 1:1 odnosno 50:50. Koeficijent zaduženosti Zagrebačke burze kroz prikazanih šest godina je konstantno 1 što predstavlja da se zadužuje točno onoliko koliko je optimalno. U pravilu vrijednost koeficijenta zaduženosti bi trebala biti ista ili malo manja od koeficijenta vlastitog financiranja tako da im omjer bude 1:1 odnosno 50:50. Prevelika zaduženost znači propast poduzeća, a premala zaduženost također nije dobra za poduzeća, ona isto uzrokuje propast, ali u dužem roku.

**Pokazatelji aktivnosti** poznati su pod nazivom koeficijenti obrta koji se izračunavaju kao omjeri prihoda i prosječnog stanja određenih dijelova imovine. Oni ukazuju na brzinu cirkulacije imovine u poslovnom ciklusu. Najčešći pokazatelji aktivnosti, tj. obrtaja imovine su koeficijent obrtaja ukupne imovine, koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine, koeficijent obrtaja potraživanja te trajanje naplate potraživanja u danima. Ovi podaci izračunavaju se na temelju podataka iz bilance te računa dobiti i gubitka.

Koeficijent obrtaja ukupne imovine daje podatak o tome koliko prihoda daje jedna kuna ukupne imovine. Poduzeće je uspješnije što je taj koeficijent veći, tj. kada jedna kuna imovine donosi što veći prihod.

Tablica 4: Koeficijent obrtaja ukupne imovine

GODINA	OPIS		Koui (koeficijent obrtaja ukupne imovine)
	UKUPNI PRIHOD	UKUPNA IMOVINA	
2012.	14.174	44.012	0,32
2013.	14.469	42.488	0,34
2014.	14.129	38.669	0,37
2015.	14.484	54.140	0,27
2016.	24.205	53.367	0,45
2017.	24.227	46.443	0,52
2018.	23.888	46.022	0,52

Izvor: Izradila autorica prema financijskim izvještajima ZSE

Koeficijent obrtaja ukupne imovine pokazuje koliko jedna novčana jedinica aktive stvara novčanih jedinica prihoda. Ako se koeficijent obrtaja ukupne imovine povećao u odnosu na prethodno promatrano razdoblje prosječno trajanje cirkulacije sredstava u poslovnom procesu se smanjilo te je prisutna pozitivna tendencija u poslovanju. U našem primjeru koeficijent se konstantno povećavao u odnosu na prethodnu godinu, izuzev 2015. godine kada se smanjio, dok je u 2017. i 2018. godini ostao na istoj razini. Poželjna vrijednost je 4 što ukazuje na negativnu tendenciju poslovanja.

Tablica 5: Koeficijent obrta potraživanja

GODINA	OPIS		KOP (koeficijent obrta potraživanja)
	PRIHODI OD PRODAJE	POTRAŽIVANJA	
2012.	9.707	1.801	5,39
2013.	10.287	1.670	6,16
2014.	10.052	2.097	4,79
2015.	10.446	1.708	6,12
2016.	15.447	3.948	3,91
2017.	15.858	3.220	4,92
2018.	15.421	4.007	3,84

Izvor: Izradila autorica prema financijskim izvještajima ZSE

Koeficijent obrta potraživanja pokazuje koliko se puta potraživanja obrnu tijekom jedne godine stvarajući prihode od prodaje. Kroz godine ovaj koeficijent se povećavao i smanjivao, no od 2015. godine se uglavnom smanjuje što ukazuje na negativnu tendenciju.

**Pokazatelji ekonomičnosti** predstavljaju brojeve koji se dobivaju iz odnosa prihoda i rashoda, predstavljaju vrijednosti prihoda prema jedinici rashoda. Društvo koje se analizira je uspješnije što je ta brojka veća. Ekonomičnost financiranja prikazuje se kao odnos financijskih prihoda te financijskih rashoda poduzeća.

Tablica 6: Koeficijent ekonomičnosti financiranja)

GODINA	OPIS		KEF (koeficijent ekonomičnosti financiranja)
	FINANCIJSKI PRIHODI	FINANCIJSKI RASHODI	
2012.	1.095	-35	-31,29
2013.	639	-16	-39,93
2014.	562	-5	-112,4
2015.	378	-21	-18
2016.	400	-6	-66,67
2017.	612	-9	-68
2018.	66	-7	-9,43

Izvor: Izradila autorica prema financijskim izvještajima ZSE

Poduzeće posluje ekonomično ako navedeni koeficijent iznosi 1 i više od jedan, odnosno kada su prihodi veći od rashoda. Ako koeficijenti iznose manje od 1 znači da poduzeće posluje neekonomično i da su rashodi veći od prihoda, a kada su koeficijenti jednaki to znači da je poduzeću na nuli odnosno da ima onoliko prihoda koliko i rashoda. Iz priložene tablice možemo zaključiti da Zagrebačka burza ima jako loše rezultate što se ekonomičnosti tiče te ima veoma negativnu tendenciju.

**Pokazatelji profitabilnosti** mjere sposobnost poduzeća da ostvari određenu razinu dobiti u odnosu prema prihodima, imovini ili kapitalu. U sklopu pokazatelja profitabilnosti najčešće se izračunavaju neto profitna marža, bruto profitna marža, neto rentabilnost ukupne imovine, bruto rentabilnost ukupne imovine te rentabilnost vlastitog kapitala.

Neto profitna marža pokazuje koliko jedinica neto dobiti ostaje poduzeću od jedne jedinice ostvarenog prihoda. Neto profitna marža također ukazuje na sposobnost menadžmenta u vođenju poduzeća.

Tablica 7: Neto profitna marža

GODINA	OPIS		NPR (neto profitna marža)
	NETO DOBIT	UKUPNI PRIHOD	
2012.	-3.473	14.174	-0,25
2013.	-915	14.469	-0,06
2014.	-1.103	14.129	-0,09
2015.	-3.127	14.484	-22
2016.	37	749	0,05
2017.	-557	979	-0,57
2018.	31	735	0,04

Izvor: Izradila autorica prema financijskim izvještajima ZSE

Iz tablice možemo vidjeti kako neto profitna marža ima negativnu tendenciju izuzev 2016. i 2018. godine kada naginje ka pozitivnoj tendenciji.

Da se zaključiti kako Zagrebačka burza nije profitabilno društvo te kako bi mogla imati problema u narednim godinama.

## **4. TRGOVANJE NA ZAGREBAČKOJ BURZI**

Financijska tržišta su tržišta gdje se financijska sredstva prenose od ljudi koji imaju višak raspoloživih sredstava ljudima koji imaju manjak sredstava. Financijska tržišta – tržišta obveznica i dionica važna su kod usmjeravanja financijskih sredstava od onih koji za njih ne pronalaze produktivnu uporabu do ljudi koji pronalaze, dovodeći pritom do veće ekonomske efikasnosti. Aktivnosti na financijskim tržištima također imaju izravan učinak na bogatstvo pojedinca, ponašanje poduzeća i potrošača, kao i na ukupan rezultat cijelog poslovanja. (Mishkin, 2005.,3-4)

### **4.1. Vrijednosni papiri na Zagrebačkoj burzi**

Vrijednosnica (koja se također naziva financijski instrument ili vrijednosni papir) je potraživanje prema izdavateljevom budućem dohotku ili prema njegovoj imovini (imovina je bilo koje financijsko potraživanje ili stvar koja je predmet vlasništva). (Mishkin, 2005., 4)

Vrijednosni papir predstavlja dokument kojim se dokazuje vlasništvo, odnosno određeno pravo u gospodarskom odnosu. Pod vrijednosnim papirima danas se smatraju dionice dioničkih društava, industrijske i državne obveznice, investicijski certifikati o sudjelovanju u investicijama i druge vrijednosnice kojima posluje burza. Vrijednosni papiri se kupuju i prodaju na burzovnom tržištu, a burze i državne ustanove brinu se o njihovoj vrijednosti i valjanosti radi očuvanja svoga poslovnog ugleda i sigurnosti kupaca. Na burzama se ne mogu ili se ne bi smjeli pojaviti vrijednosni papiri tvrtki koji za njih nemaju pokriće u sredstvima i imovini. Vrijednosni papiri se kupuju da bi se zaradilo na temelju dividende i kamate ili na temelju njihove prodaje ([https://hr.wikipedia.org/wiki/Vrijednosni\\_papir](https://hr.wikipedia.org/wiki/Vrijednosni_papir), 24.6.2019.).

#### **4.1.1. Dionice**

Prema Cinguli dionice (stocks, shares) su vlasnički vrijednosni papiri jer se njima prikuplja trajna imovina za poduzeće, koja ostaje u bilanci sve do njegove eventualne likvidacije. Dionice se uvrštavaju u grupaciju dugoročnih vrijednosnih papira, kao vrijednosni papir s najrazvijenijim sekundarnim tržištem. Dionička društva, odnosno korporacije, kao

jedan od načina prikupljanja potrebnih financijskih sredstava, izdaju dionice putem emisije dionica. Kupnjom dionice, investitori ostvaruju određena prava koja proizlaze iz prava vlasništva u poduzeću čije su dionice kupljene.

Dionica je vrijednosnica koja predstavlja vlasnički udjel u poduzeću. To je potraživanje prema zaradama i imovini poduzeća. Javna emisija i prodaja dionica je način prikupljanja sredstava za financiranje aktivnosti poduzeća. (Mishkin, 2005., 5)

Vlasnici dionica ostvaruju:

- pravo na udjel u dobiti društva
- pravo na udjel koji proizlazi iz likvidacijske mase u slučaju stečaja, odnosno likvidacije
- pravo sudjelovanja u odlučivanju o poslovanju društava

Cingula i Klačmer navode da se dionice mogu klasificirati na osnovu nekoliko kriterija. Jedan od kriterija je redoslijed izdavanja dionica. Prema tom kriteriju dionice mogu biti: osnivačke (dionice prve emisije) i dionice novih emisija. Te dionice jesu raširen način prikupljanja potrebnog kapitala. Sredstva prikupljena na taj način u aktivi bilance prikazuju se kao vlastita trajna imovina, a u pasivi se povećava vlasnički kapital tj. obveza prema osnivačima. Drugi kriterij podjele dionica jest pravo glasa. Prema tom kriteriju razlikuju se: dionice bez prava glasa, s pravom na jedan glas i s pravom na više glasova. Dionice bez prava glasa bile su češće u prošlosti, a davale su samo pravo na isplatu dividende. Podjela dionica vrši se i s obzirom na to da li se radi o dionici na ime ili na donositelja. Dionice na ime prenose se nasljeđem, a one na donositelja prenose se fizičkom predajom.

#### **4.1.2. Obične dionice**

Obične (redovne dionice) su one vrijednosnice koje predstavljaju potvrdu o vlasništvu, odnosno suvlasništvu određenog poduzeća. Osoba ili ustanova koja je vlasnik obične dionice je time proporcionalni vlasnik dijela jednog poduzeća, odnosno korporacije. Obične dionice, u većini zemalja svojim vlasnicima donose dva osnovna prava: pravo da prime dividendu po svakoj dionici kojoj su vlasnici, te pravo da sudjeluju u glasovanju na skupštini dioničara. Međutim, glavni razlog zašto ulagači kupuju dionice nije primanje dividende niti glasovanje na

raznim skupštinama, već očekivanje da će cijena dionica na tržištu porasti u odnosu na onu za koju su je kupili.

Obična dionica (obično se naziva samo dionica) predstavlja udio u vlasništvu korporacije. To je vrijednosnica koja je potraživanje prema zaradi i imovini korporacije. Izdavanje dionica i njihovo prodavanje javnosti način je na koji korporacije prikupljaju sredstva za financiranje svojih aktivnosti. Tržište dionica, na kojem se trguje potraživanjima prema zaradama korporacija (dioničkim udjelima), najšire je praćeno financijsko tržište u gotovo svakoj zemlji koja ga ima te se zbog toga često jednostavno naziva „tržište“. Velike promjene cijena dionica na dioničkom tržištu uvijek su važna priča na večernjim vijestima. Ljudi često špekuliraju u kojem smjeru kreće tržište i postaju jako uzbuđeni kada se mogu hvalisati svojim posljednjim „velikim ulovom“, ali i depresivni kada pretrpe veliki gubitak. Pozornost koju zaokuplja tržište vjerojatno se najbolje može objasniti jednom jednostavnom činjenicom: to je mjesto na kojem se ljudi mogu obogatiti – ili postati siromašni – jako brzo (Mishkin, 2010., 5).

### **4.1.3. Preferencijske dionice**

Preferencijske (povlaštene) dionice su one vrijednosnice koje, isto kao i obične dionice, predstavljaju potvrdu o vlasništvu ili suvlasništvu određenog poduzeća. Međutim, one imaju dvije značajne privilegije u odnosu na obične dionice. Prvo, vlasnici preferencijskih dionica imaju pravo na dobivanje dividendi prije vlasnika običnih dionica. Čak ako se dogodi da zbog otežane financijske situacije u jednoj godini poduzeće ne isplati dividendu vlasnicima preferencijskih dionica, dividendu neće dobiti niti- vlasnici običnih dionica, a pravo preferencijskih dioničara na dividendu će se akumulirati (prikupljati) tako da obični dioničari neće primiti svoje dividende sve dok svi zaostaci preferencijskim dioničarima ne budu namireni. Naime, ukoliko dođe do stečaja i/ili zatvaranja poduzeća, vlasnici preferencijskih dionica imaju pravo svoja potraživanja iz stečajne mase namiriti prije vlasnika običnih dionica (Cvjetičanin, 2004., 79-80).

Procjena vrijednost dionica kompliciranija je od procjene vrijednosti obveznica zbog toga što one nose fiksnu kamatnu stopu i imaju utvrđeno vrijeme do dospijeca. Kada se dionica nalazi na sekundarnom tržištu ona ne vrijedi onoliko koliko na njoj piše ili koliko je prvotno investitor platio za nju. Vrijedi onoliko koliko je za nju netko u određenom trenutku prodaje



spreman platiti. Cingula navodi kako postoje tri vrste vrijednosti dionica, a to su: nominalna vrijednost, knjigovodstvena vrijednost i tržišna vrijednost. Nominalna vrijednost dionice je nazivna vrijednost dionice, odnosno vrijednost koja je naznačena na samoj dionici. Ona označava knjigovodstvenu vrijednost dionice u trenutku njezina izdavanja. Znači, nominalna vrijednost dionice je prvenstveno računovodstvena kategorija. Prema nominalnoj vrijednosti dionice računa se udjel pojedinog dioničara.

Knjigovodstvena vrijednost dionice je vrijednost po kojoj su dionice nabavljene i po kojoj se knjiže u računovodstvu. Pošto su te cijene postignute u jednom trenutku, kao takve postaju povijesne cijene. Promjenom cijena dionica mijenja se i vrijednost poduzeća, a time se i knjigovodstvena vrijednost dionice povećava ili smanjuje zavisno od promjene dioničarske glavnice. Knjigovodstvena cijena se može izračunati tako da se vlasnička glavnica podijeli brojem emitiranih dionica.

Tržišna vrijednost dionica proizlazi iz odnosa ponude i potražnje na burzi i kao takva ne utvrđuje se jednom zauvijek, već se uvijek iznova određuje. Tržišna vrijednost može biti veća ili manja od nominalne vrijednosti dionica, odnosno dionice se mogu kupovati ili prodavati po cijeni koja je ispod ili iznad nominalne vrijednosti. Ukoliko je više zainteresiranih za neku od dionica, tržišna vrijednost će rasti, bez obzira na nominalnu vrijednost dionice, i obrnuto da ukoliko postoji slaba zainteresiranost za kupnju i njena tržišna vrijednost će biti manja.

#### **4.1.4. Obveznice**

Obveznice su uz dionice, najpoznatiji i najpopularniji tip vrijednosnica. Susrećemo ih na svim većim burzama i u gotovo svim zemljama svijeta. Međutim, zbog svojih svojstava daleko su konzervativniji instrument od dionica, te njihove cijene nemaju takve dramatične fluktuacije kao cijene dionica (Cvjetičanin, 2004., 97). Prema Cinguli obveznice (bonds, obligation) su financijski instrumenti s razvijenim sekundarnim tržištem, a definiraju se kao pisane isprave kojima se izdavatelj obveznice obvezuje da će primatelju obveznice o roku dospjeća isplatiti pozajmljeni iznos s unaprijed ugovorenom kamatom. Obveznica se sastoji od dva dijela: plašt obveznice i talon.

Na plaštu obveznice navedene su sve karakteristike koje proizlaze između odnosa izdavatelja i primatelja obveznice. Elementi plašta obveznice su: oznaka dali se radi o obveznici, naziv i sjedište izdavatelja obveznice, naziv i sjedište vlasnika obveznice, novčana svota na koju glasi obveznica, visina kamatne stope po obveznici, rokovi otplate glavnice i kamata, mjesto i datum izdavanja, serijski broj obveznice, faksimil potpisa ovlaštenih osoba izdavatelja. Talon obveznice sastoji se ili od anuitetnih kupona ili od kamatnih kupona zavisno od oblika obveznice koja se emitira. Ukoliko se obveznica amortizira, radi se o anuitetnom kupona, dok će se kamatni kupon nalaziti u talonu obveznice koja se amortizira jednokratno. Obveznice se mogu klasificirati prema različitim kriterijima, od onoga koji naglašava mjesto (lokaciju) izdavatelja preko osobina izdavatelja do podjele po tipu i svojstvima stope povrata na uložena sredstva u obveznice.

Obveznice su jedna vrsta zajma. Prilikom uzimanja zajma zajmoprimac izdaje potvrdu na temelju koje investitor ostvaruje pravo kamate prema unaprijed određenoj kamatnoj stopi koja se zove kupon, i obvezuje se do određenog roka u budućnosti vratiti i glavicu iskazanu, u nominalnim ili realnim terminima. Obveznice na raznim tržištima kapitala izdaju javna tijela kao što su nadnacionalne organizacije, državne ili mjesne vlasti te korporacijski emitenti. Ono prema čemu se prikupljanje obveznicama razlikuje od drugih vrsta zajmova je to što su one prenosive ili negocijabilne. Banka obično vodi normalan zajam u svojim knjigama sve dok se ne otplati, pa stoga postoji trajna veza između zajmodavca (banke) i zajmoprimca. S druge strane, prvi kupac obveznice (investitor) ne mora stalno čuvati do dospijeca. On je može prodati drugoj osobi ili instituciji uz pretpostavku da postoji prikladno sekundarno tržište. Ono omogućuje trgovanje obveznicama koje su emitirane u nekom prijašnjem razdoblju. Prvobitni kupac ovog vrijednosnog papira u mogućnosti je pretvoriti tu investiciju u likvidna sredstva i nije „vezan“ za život te obveznice (Foley, 1998., 75).

## **4.2. Uređeno tržište**

Uređeno tržište trgovinski je segment kojim upravlja Zagrebačka burza i na kojem je moguće trgovanje uvrštenim instrumentima. Transparentnost uključuje dostavu svih zakonom i Pravilima Burze propisanih informacija o izdavatelju i uvrštenim financijskim instrumentima koji mogu utjecati na cijenu instrumenta.

Uređeno tržište podijeljeno je na sljedeće segmente:

- Vodeće tržište
- Službeno tržište
- Redovito tržište

Vodeće tržište najzahtjevniji je tržišni segment u smislu zahtjeva koje postavlja pred izdavatelja, osobito glede transparentnosti. Redovito tržište obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih informacija propisanih Zakonom o tržištu kapitala, dok za Službeno i Vodeće tržište postoje dodatne obveze propisane Pravilima Burze. Dodatno, prilikom uvrštenja na uređeno tržište u pravilu je potrebno izraditi prospekt čija je svrha dati ulagatelju potrebne informacije za procjenu vrijednosti instrumenta. (<https://www.zse.hr/default.aspx?id=36768>, 24.6.2019.)

Uređeno tržište je multilateralni sustav koji vodi i/ili kojim upravlja tržišni operater te koji ispunjava sljedeće uvjete:

- spaja ili omogućava spajanje interesa trećih za kupnju i prodaju financijskih instrumenata, sukladno unaprijed određenim jednoznačnim pravilima i na način koji dovodi do zaključivanja ugovora u svezi s financijskim instrumentima koji su uvršteni radi trgovanja po njegovim pravilima i/ili u sustavu,
- posjeduje odobrenje kao uređeno tržište i
- redovito djeluje sukladno odredbama Zakona o tržištu kapitala.

Poslovanjem uređenog tržišta u Republici Hrvatskoj može, kao tržišni operater, upravljati samo burza sa sjedištem u Republici Hrvatskoj. Tržišni operater može biti i samo uređeno tržište.

Osnivanje i poslovanje tržišnog operatera (pravni oblik, temeljni kapital, sastav uprave i nadzornog odbora, kvalificirani ulagatelji, organizacijski zahtjevi) te uspostavljanje i funkcioniranje uređenog tržišta (vrsta i način trgovanja, sustav poravnana i/ili namire, izvještavanje o ponudi i potražnji, izvještavanje o provedenim transakcijama, uvjeti za uvrštenje financijskih instrumenata, privremena obustava i isključenje financijskih instrumenata iz trgovanja, članstvo) propisani su odredbama Zakona o tržištu kapitala. Opće uvjete poslovanja burze i uređenog tržišta kojim upravlja, burza je dužna propisivati aktima (Pravilima i Uputama)

te je obvezna donijeti Cjenik, vodeći se ravnopravnošću položaja svih korisnika usluga burze i razumnim komercijalnim uvjetima.

Trgovanje na uređenom tržištu mora se odvijati po načelima učinkovitosti, ažurnosti, nepristranosti i jednakosti svih sudionika, a tržišni operater je dužan odabrati trgovinski sustav za trgovanje vodeći se načelima:

- učinkovitosti,
- ekonomičnosti,
- funkcionalnosti trgovinskog sustava,
- zaštite ulagatelja.

U Republici Hrvatskoj postoji jedno uređeno tržište kojim upravlja Zagrebačka burza d.d. kao tržišni operater. (<https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/mjesta-trgovanja/uredeno-trziste/>, 25.6.2019.)

### **4.3. Kretanje Crobexa i volumena prodaje**

Tijekom 1994. godine uveden je elektronički trgovinski sustav koji omogućava da brokeri, članovi Burze budu telekomunikacijski povezani i trguju na burzi ne napuštajući svoj ured diljem Hrvatske. Tržišni indeks koji prati kretanje promjena u trgovanju dionicama na Zagrebačkoj burzi naziva se Crobex, a trgovanja obveznicama Crobis. Indeks Crobex utemeljen je 1. srpnja 1997. godine a njegova početna vrijednost iznosila je 1.000 bodova.

Uprava Zagrebačke burze je 11. siječnja 2008. godine donijela Odluku o indeksu Zagrebačke burze. Ovom odlukom uređena su pitanja naziva indeksa, kriterija za odabir dionica koje ulaze u sastav indeksa, broj dionica koje ulaze u sastav indeksa, metode izračuna i prilagođavanja baze indeksa, revizija indeksa i drugo. Indeks Crobex predstavlja ponderirani prosjek tržišne cijene 30 dionica. Prema članku 5. navedene Odluke<sup>23</sup>: 1. Indeks se računa kao omjer free float tržišne kapitalizacije i free float tržišne kapitalizacije na bazni datum. 2. Free float tržišna kapitalizacija određene dionice računa se kao umnožak broja izdanih dionica, free float faktora i zadnje cijene dionice. 3. Udjel free float tržišne kapitalizacije pojedine dionice u

ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji indeksa, na dan revizije, ne može prijeći 15%. 4. Ako nekom dionicom nije trgovano dotičnog dana, uzima se prethodna zadnja cijena.

Indeks se računa kontinuirano tijekom trgovine prema sljedećoj formuli:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} * q_{iT} * f_{iT}}{K_T * \sum_{i=1}^n P_{it} * q_{iT} * f_{iT}} * B$$

$I_t$  = vrijednost indeksa na dan  $t$  i vrijeme  $j$

$p_{it}$  = zadnja cijena dionica  $i$  na dan  $t$  i vrijeme  $j$

$q_{iT}$  = broj izdanih dionica  $i$  ili njihov dio na dan revizije  $T$

$f_{iT}$  = free float faktor dionica  $i$  na zadnji dan mjeseca koji prethodi danu revizije  $T$

$B$  = bazna vrijednost indeksa, iznosi 1000 na dan 1.srpnja 1997.

$T$  i  $p$  = zadnja cijena dionica  $i$  na bazni datum ili na dan koji prethodi uključenju u indeks (u slučaju da su uključene kasnije)

$K_T$  = koeficijent prilagođavanja baze indeksa na dan revizije  $T$

Navedena formula pokazuje kako na promjenu vrijednosti tržišnog indeksa Crobex utječe promjena tržišne kapitalizacije i koeficijent prilagođavanja baze indeksa na dan revizije. Ključni element za izračun vrijednosti indeksa Crobex jesu free float dionice, odnosno raspoloživi broj dionica slobodan za trgovinu. U free float, ulaze sve dionice izdavatelja osim dionica na računu osoba koje prelaze 5 posto ukupnog broja pojedinog izdanja i vlastite dionice u trezoru izdavatelja. Dionice na skrbničkim računima uvijek su uključene u free float. Sastav dionica indeksa Crobex mijenjao se i prilagođavao potrebama vremena kako bi najbolje reprezentirao stanje i kretanje cijelog tržišta kapitala, te promjene u hrvatskom gospodarstvu. U sastav indeksa Crobex trenutno je uključeno sljedećih 16 dionica: AD PLASTIK d.d., ADRIS GRUPA d. d., Arena Hospitality Group d.d., ATLANTIC GRUPA d.d., ATLANTSKA PLOVIDBA d.d., ĐURO ĐAKOVIĆ GRUPA d.d., Dalekovod, d.d., ERICSSON NIKOLA TESLA d.d., HT d.d., JADRAN d.d., KONČAR, d.d., MAISTRA d. d., OPTIMA TELEKOM d.d., PODRAVKA d.d., Valamar Riviera d.d., Zagrebačka banka d.d.

Burzovno kretanje može se pratiti kao kretanje burzovnih indeksa tj. njihov rast i pad. Burzovni indeks Zagrebačke burze naziva CROBEX označava srednju vrijednost najboljih dionica koje kotiraju i sa kojom se trguje na Zagrebačkoj burzi. Kako bi što bolje razumjeli burzovna izvješća te predvidjeli njihovo kretanje treba poznavati tri stvari.

1. Cijena dionica, vrijednosnica i ostalih financijskih derivata kreće u skladu sa kretanjima ekonomsko-gospodarskih te političkih trendova.

2. Psihologija ulagača i ostalih potencijalnih trgovaca vrijednosnim papirima koji svojim djelovanjem i postupcima utiču na cijene dionica. 3. Anticipativni karakter gdje se cijene dionica temelju na procjeni budućih kretanja a ne prošlih. (Cvijetičanin 2004: 13-19)

Slika 1: 10 najvećih Hrvatskih kompanija po tržišnoj kapitalizaciji

Deset najvećih hrvatskih kompanija po tržišnoj kapitalizaciji		
Redni broj	Tvrtka	Vrijednost
1.	Ina	32,5
2.	Zagrebačka banka	14,95
3.	Hrvatski Telekom	14,7
4.	Privredna banka Zagreb	14,3
5.	Adris Grupa	11,3
6.	Janaf	5,7
7.	Valamar Riviera	5,6
8.	Plava laguna	3,4
9.	Atlantic Grupa	2,7
10.	Podravka	2,2
Izvor: Zse, tportal.hr		
*Svi iznosi u milijardama kuna		

Izvor: <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/ovo-je-10-najvrednijih-hrvatskih-tvrtki-pogledajte-koliko-su-teske-foto-20170830> (31.8.2019.)

U ovom trenutku, prema podacima Zagrebačke burze, deset najvrjednijih hrvatskih tvrtki vrijedi čak 142 milijarde kuna.

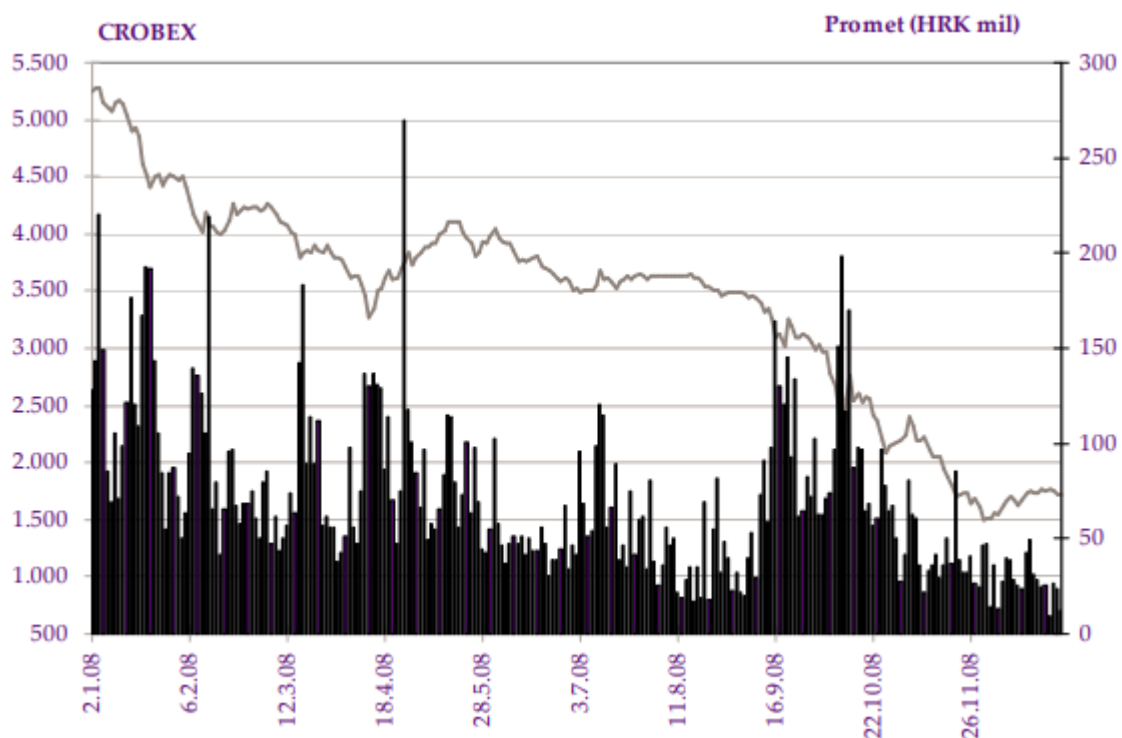
Vrijednost neke kompanije po kriteriju tržišne kapitalizacije računa se kao zbroj vrijednosti svih izdanih dionica po njihovoj vrijednosti na burzi, od čega se odbije vrijednost dionica koje drži sama kompanija, tzv. trezorske dionice.

Ina je već godinama najvrjednija domaća kompanija čije dionice kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Njezina vrijednost na kraju polugodišta iznosila je 32,5 milijardi kuna. Zagrebačka banka, najveća domaća banka je druga najvrjednija tvrtka u Hrvatskoj s tržišnom vrijednošću od gotovo 15 milijardi kuna. Banka u vlasništvu talijanske grupacije Unicredit u Hrvatskoj posluje s 60.000 korporativnih klijenata i 1,3 milijuna građana - sama drži oko petine tržišta. Treće mjesto na postolju najvrjednijih domaćih tvrtki zauzima Hrvatski Telekom, najveći domaći telekom operater. Tvrtka vrijedi tek nešto manje od 15 milijardi kuna. S godišnjim prihodom višim od šest milijardi kuna, dobiti višom od milijardu kuna, 3600 zaposlenih te svojim brojnim dobavljačima i povezanim subjektima, HT ima velik efekt na cjelokupno hrvatsko gospodarstvo. HT je i prva kompanija u Hrvatskoj po iznosu novostvorene vrijednosti, odnosno dohotka za zaposlene, vlasnike i državu u razdoblju od 2011. do 2015. Druga banka u pet najvrjednijih je PBZ, koji je po svim pokazateljima tek nešto malo manji od Zagrebačke banke. PBZ na burzi vrijedi 14,3 milijarde kuna, a većina njegovih dionica pripada talijanskoj bankovnoj grupaciji Intesa. Banka je prošle godine poslovala s prihodom nešto višim od četiri milijarde kuna i dobiti od 1,6 milijardi kuna. Rovinjsku Adris grupu sačinjavaju Croatia osiguranje, Cromaris, Abilia, Adria Resort te hotelijerska kuća Maistra. Adrisove dionice vrijede 13,8 milijardi kuna. Ukupni prihodi Adrisa prošle godine rasli su 14 posto te su dosegli 1,1 milijardu kuna, a temeljni biznisi grupe su osiguranje, uzgoj ribe i turizam. Prvih pet najvrjednijih tvrtki u prosjeku vrijedi po 15 milijardi kuna, a na šestom mjestu dolazi do većeg pada. Na njemu se smjestio Janaf, koji vrijedi 'tek' 5,7 milijardi kuna. Transport nafte i plina dobar je posao, što dokazuje i ova tvrtka koja je u protekle dvije godine ostvarila najbolje rezultate u povijesti. Godišnji prihodi popeli su se blizu razine od 800 milijuna kuna, uz dobit koja je lani premašila iznos od 350 milijuna kuna. Većinski vlasnik Janafa je država. Pozicije od šeste do desete, uz manju iznimku, rezervirane su za turističke tvrtke. Valamar Riviera drži šesto mjesto s vrijednošću od 5,6 milijardi kuna. Riječ je o turističkom divu koji je već objavio da će samo iduće godine uložiti 700 milijuna kuna u svoje poslovanje. Geografski blizu Rovinja, u Poreču je smještena osma najvrjednija tvrtka, hotelijerska kuća Plava laguna koja

vrijedi oko 3,4 milijarde kuna. Ona je 2018. godine poslovala s prihodima višim od pola milijarde kuna i dobiti od gotovo 114 milijuna kuna. Atlantic grupa vrijedi gotovo 2,8 milijardi kuna. Kompanija je nedavno prodala dvije svoje tvornice za 200 milijuna kuna te ima nešto lošije poslovne rezultate zbog krize u Agrokoru. Prihodi su im u 2018. godini pali pet posto, na tek nešto više od pet milijardi kuna, dok su poslovali s dobiti od 132 milijuna kuna. Koprivnički prehrambeni div Podravka prema Zagrebačkoj burzi vrijedi tek nešto više od dvije milijardi kuna. Prihodi su im lani skočili za nemalih 15 posto i to ponajviše jer su u rezultate prvi put od preuzimanja uključeni podaci slovenskog Žita.

U daljnjem tekstu je prikazano kretanje indexa Crobex te promet dionica od 2008. godine sve do 2018. godine.

Slika 2: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2008.



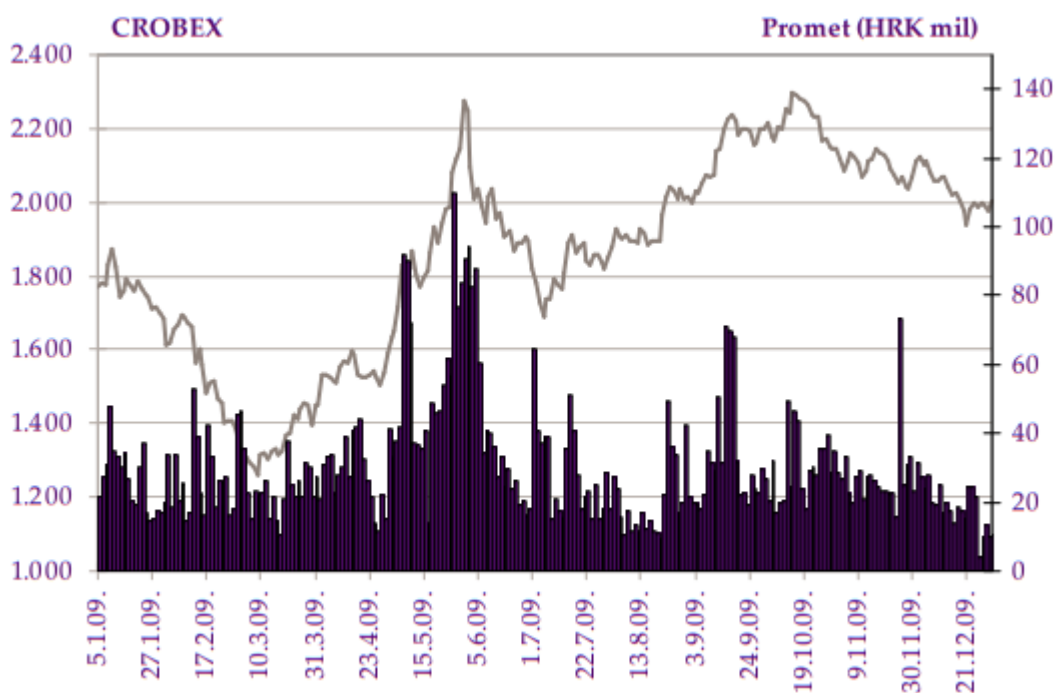
Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

2008 godina bila je teška godina za sve sudionike tržišta kapitala. Burzovni promet u 2008 za četvrtinu je manji nego godinu dana ranije, a pale su i cijene gotovo svih dionica. I to značajno (između 40 i 90%). No iz godišnjeg izvještaja se može iščitati da je ove godine bez obzira na



manji promet tržište bilo puno aktivnije nego lani. Zaključeno je gotovo 50% više individualnih transakcija, a to znači da se trgovalo brže, češće ali manjim iznosima. Redoviti godišnji promet veći je od 17 milijardi kuna. To je manje nego u rekordnoj 2007, ali i puno više nego u 2006 godini. Najlikvidnija dionica sa najboljim burzovnim rezultatima i najmanjim padom cijene za ovu godinu je dionica HT-a. Kraj godine, točnije prosinac, ponovo je donio veliki rast cijena dionica i službenog burzovnog indeksa (+7,2%), ali budući da samo tri od ukupno dvanaest mjeseci 2008 mogu pohvaliti sa rastom indeksa (svibanj +5,15% i srpanj +1,39%) CROBEX je na godišnjoj razini niži za 67%.

Slika 3: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2009

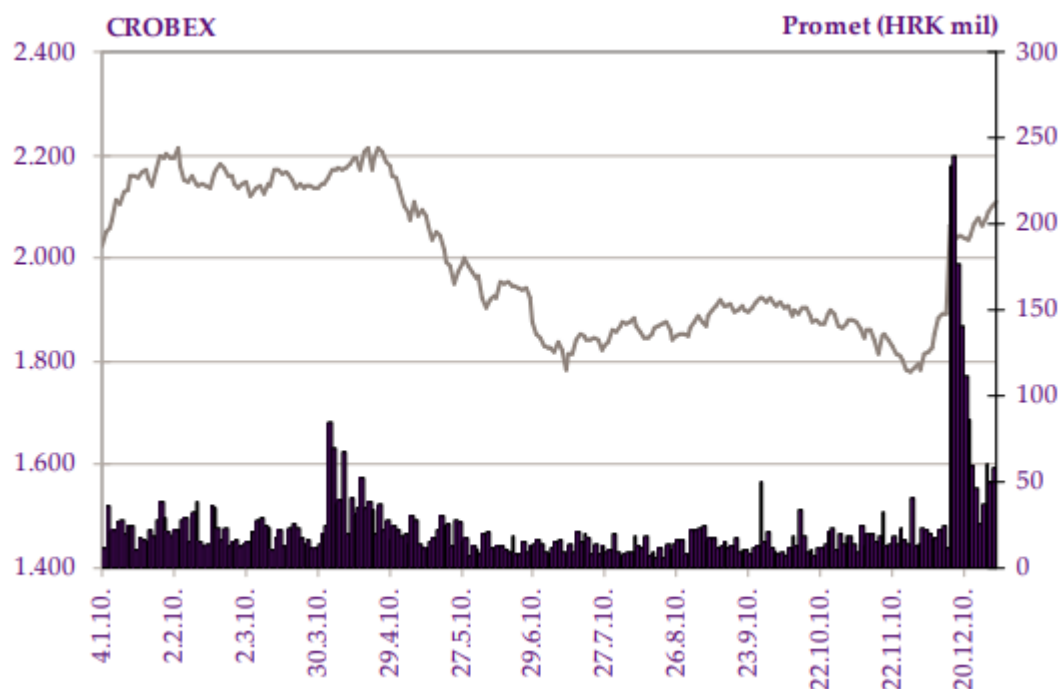


Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Redoviti promet dionicama prepolovljen je u odnosu na 2008 godinu, no prosjek kretanja cijena najlikvidnijih dionica, (iskazan kroz službeni burzovni indeks CROBEX), od početka godine narastao 16,4%. No ova dva podataka ne otkrivaju svu dinamičnost kretanja hrvatskog tržišta kapitala. Dramatični skokovi i padovi cijena tokom godine najbolje se vide u činjenici da se CROBEX od najniže do najviše točke kretao u rasponu od gotovo 90% (između 1.079 i 2.318 bodova). Premda je opća percepcija da su cijene dionica padale, statistika na kraju godine pokazuje suprotno. Najveći broj najlikvidnijih dionica zabilježio je veliki rast cijene: HT

+37,8%, Atlantska gotovo 40%, ADRIS +34,5%, INA više od 40%, Atlantic grupa +47,7%, Jadroplov 20,7%, Petrokemija 25,3%, a najveći cjenovni skok ove godine je ostvario je JANAF čija cijena se više nego udvostručila (+117,2%). U velikom minusu su jedino dionice građevinara: IGH -29,0%, Dalekovod -15,2%, INGRA -46,8% i Tehnika -24,7%. Druga zamjetna karakteristika hrvatskog tržišta je grupiranje likvidnosti u vrlo mali broj dionica. A to znači da su četiri najtrgovanije dionice (HT, Atlantska, IGH i Dalekovod) ostvarile kumulativno veći promet nego sve ostale uvrštene dionice zajedno (a tih „ostalih“ je 276).

Slika 4: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2010.

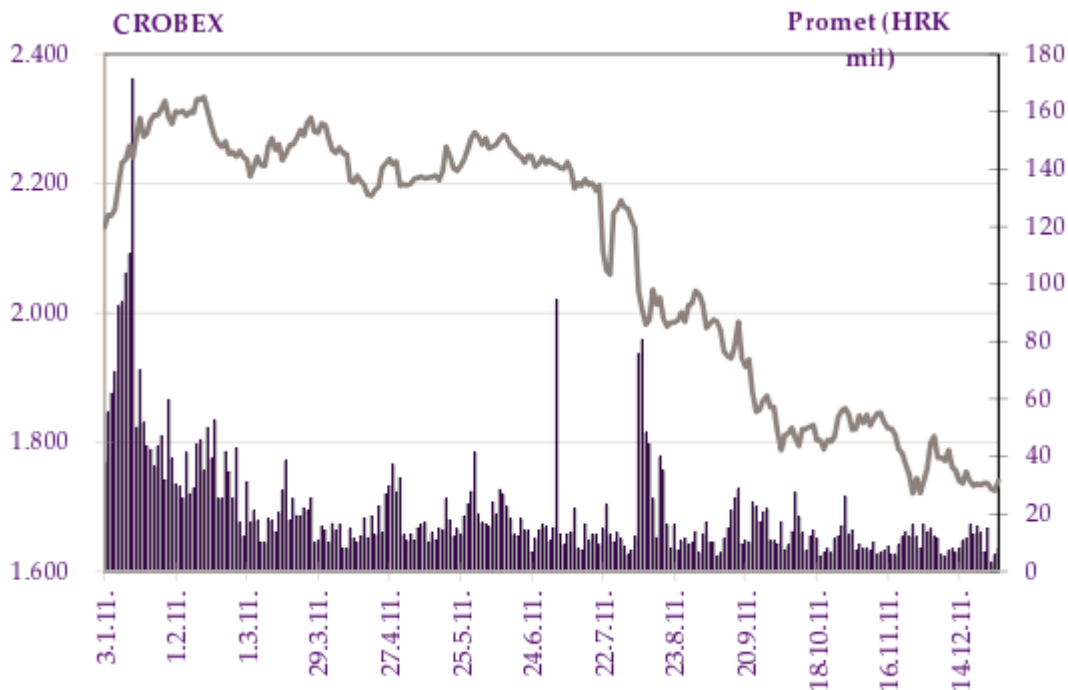


Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

2009. godina je u konačnici rezultirala porastom ukupnog prometa od +18,2%, što je vrlo dobar porast već sam po sebi, a osobito u usporedbi s godinom ranije, kada je ukupni promet pretrpio pad od gotovo -65%. Dionički indeksi ostvarili su također osjetan rast: CROBEX od +5,3%, a CROBEX10 od čak +9,5%.. Uvid u prošlogodišnji pregled trgovine otkriva da je ovogodišnja korekcija redovnog prometa i dionicama i obveznicama od -20-ak% zapravo značajan pomak nabolje u odnosu na dvostruko lošije brojke prethodne godine, dok o intenziviranju trgovanja

svjedoči i porast ukupnog volumena od +94%, a vrijednost tržišta iskazana tržišnom kapitalizacijom gotovo je +13% bolja..

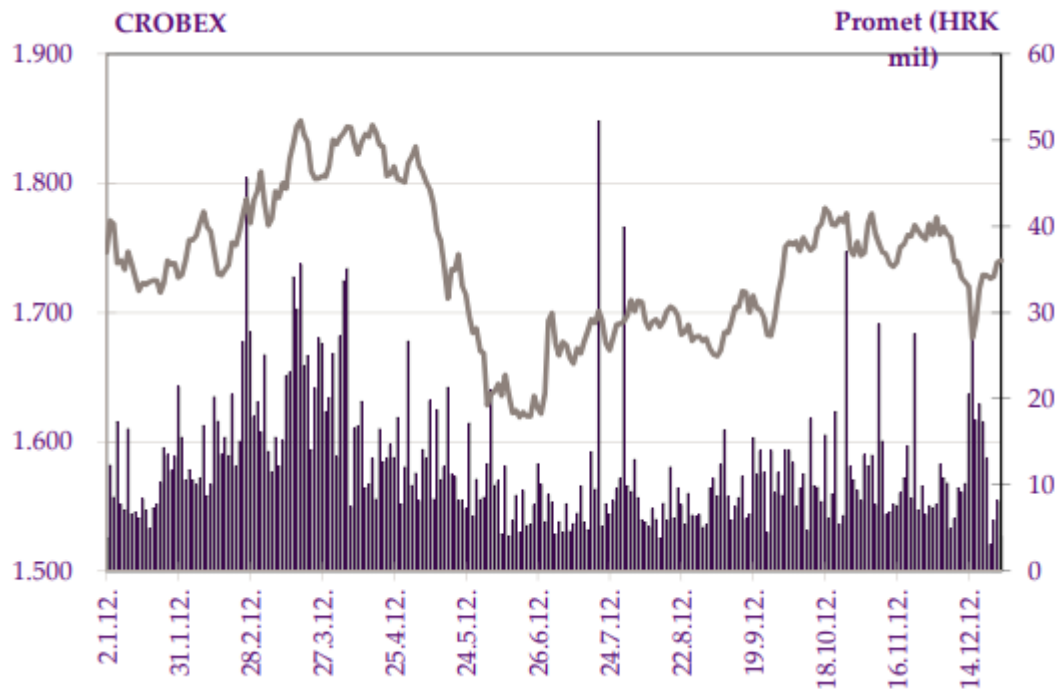
Slika 5: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2011.



Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Prvi dio 2011. godine bio je optimističan. Osim rasta redovnog prometa dionicama od +14% i minimalnu redukciju ukupnog prometa od svega -3,7%, kao i porasta tržišne kapitalizacije, i indexi su ostvarili prilično dobar rezultat pa je tako CROBEX ojačao za +5,7%, a CROBEX10 za +4,6%. No u drugoj polovici godine indexi su ostvarili dvoznamenkasti pad u odnosu na prethodnu godinu: CROBEX za -17,6%, a CROBEX10 za -15,4%. Redovni promet je bio manji za svega -9,4% u odnosu na 2010. godinu, no slabije trgovanje obveznicama donijelo je konačnu korekciju ukupnog prometa za -19,8%.

Slika 6: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2012.



Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Kada bi se 2012. na domaćem tržištu kapitala iščitavala isključivo iz statističkih burzovnih pokazatelja, ne bi bilo lako pronaći svjetliju stranu izvješća: redovni promet dionicama praktički je prepolovljen, a pad ukupnog prometa veći od -35% donekle je ublažen porastom redovnog prometa obveznicama većim +107%. Dionički indeksi CROBEX i CROBEX10 na gotovo su u bod jednakim razinama kao lani, što je zapravo dobra vijest, osobito uzevši u obzir prošlogodišnju dvoznamenkastu korekciju. Od sredine rujna, kao rezultat uvođenja vrijednosnih papira primljenih na Inozemni MTP te prvom stranom izdavatelju na Zagrebačkoj burzi, do kraja godine ostvaren je promet strukturiranim vrijednosnim papirima u iznosu od gotovo 52 milijuna kuna.

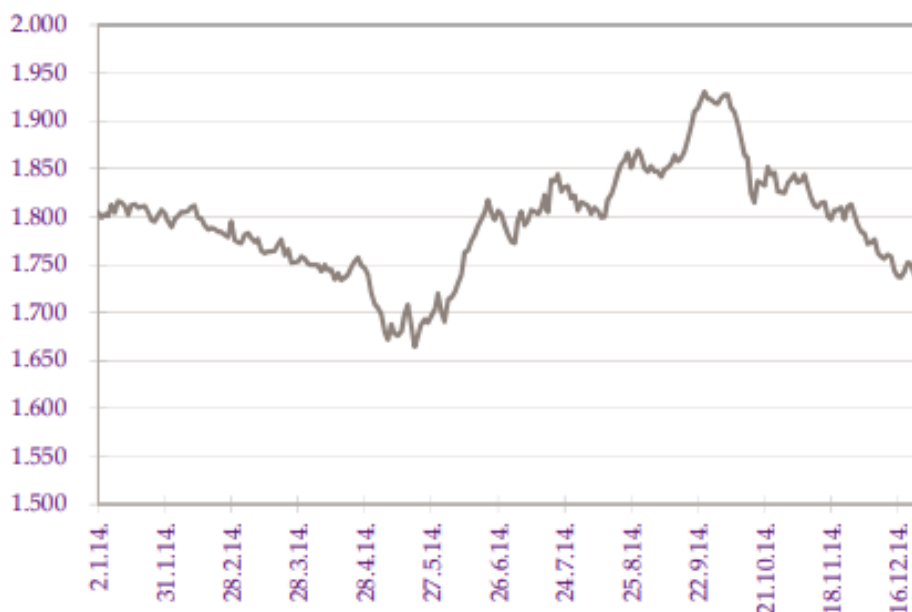
Slika 7: Kretanje indeksa CROBEX 2013.



Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Trgovanje na Zagrebačkoj burzi u 2013. nije značajnije odstupilo od lanjskih razina: promet dionicama unutar knjige ponuda korigiran je za -6,8%, međutim ukupni promet tek je -1,2% slabiji, ponajprije zahvaljujući dobrom blok-prometu dionicama, prometu komercijalnim zapisima te strukturiranim proizvodima, čiji je udio u ukupnom prometu bio 4,5%. Uz iznimku CROBEXkonstrukta (-14,2%), indeksi su u 2013. ostvarili porast u rasponu od +1,25 (CROBEXnutris) do čak +40,7% (CROBEXturst), a indeksi CROBEX© i CROBEX10® na +3% odnosno +2,4% većim su razinama nego godinu ranije. Lista deset dionica s najvećom tržišnom kapitalizacijom gotovo je nepromijenjena, a prvih pet dionica nosi skoro +60% ukupne tržišne kapitalizacije.

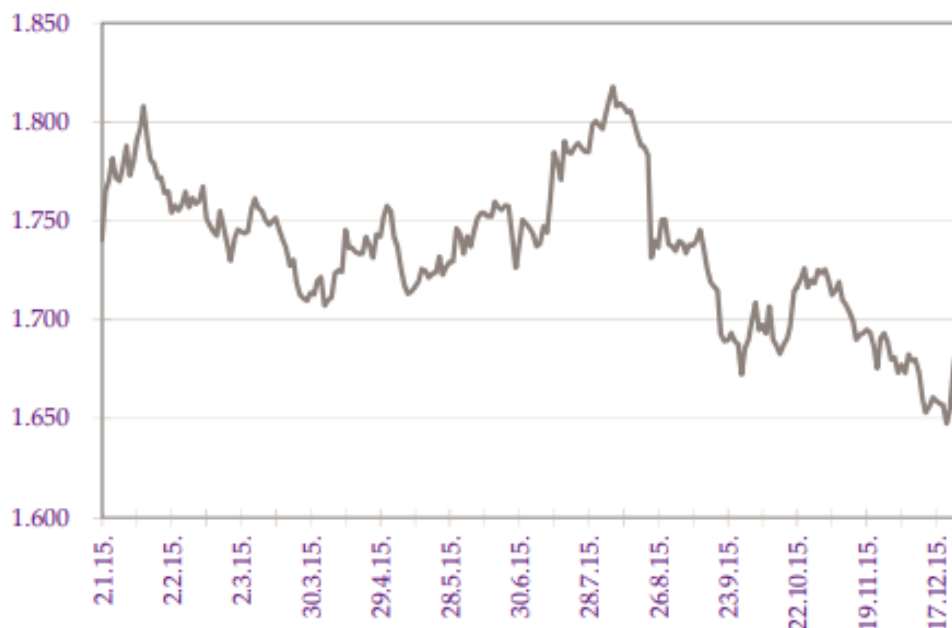
Slika 8: Kretanje indeksa CROBEX 2014.



Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Trgovanje na Zagrebačkoj burzi u 2014. u najvećoj je mjeri na razini prošle godine: promet dionicama unutar knjige ponuda gotovo je identičan lanjskom, promet strukturiranim proizvodima gotovo upola slabiji, dok je promet obveznicama unutar knjige ponuda +65,1% bolji. U konačnici, ukupni promet bio je +2,4% veći nego godinu ranije, volumen unutar knjige ponuda +10,8%, a ukupna tržišna kapitalizacija +10%. U ovom porastu, najveći udio ima značajan porast tržišne kapitalizacije obveznica za +17,2%, dok je tržišna kapitalizacija dionica porasla za 6,1%, a strukturiranih proizvoda 24,8%. U ukupnom prometu ostvarenom u 2014. godini, 79,2% otpada na promet dionicama, 18,4% obveznicama, i 2,5% strukturiranim vrijednosnim papirima. Indeksi su ostvarili raznoliki rezultat: CROBEX je korigiran -2,7%, iako je tijekom godine dosegno i razinu veću od 1.900 bodova, što je bio porast od gotovo 6% u odnosu na kraj 2013. godine. CROBEXtr ipak bilježi mali plus od 0,6%, što indicira da ulaganje u dionice ipak nije imalo negativan prinos u 2014. godini. Također, prosjek deset najlikvidnijih dionica, CROBEX10, rastao je za +1,2%. Od ostalih indeksa vrijedno je istaknuti CROBEXtulist, koji je porastao čak +79,1%. Tržišna kapitalizacija koncentrirana je u malom broju dionica pa tako najvećih pet dionica nosi 58,3% vrijednosti tržišta, dok je u prvih pet dionica s najvećom free float kapitalizacijom koncentrirano 46% ukupne tržišne kapitalizacije.

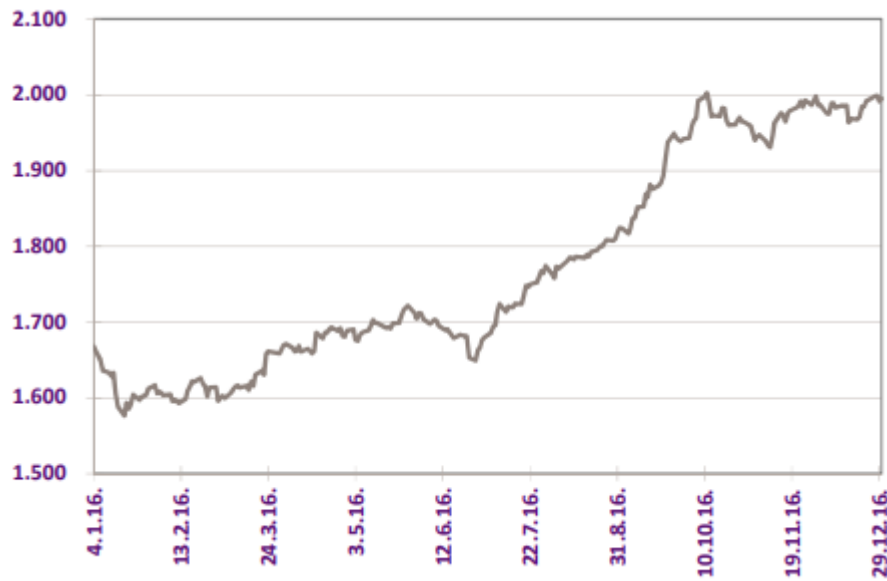
Slika 9: Kretanje indeksa CROBEX 2015.



Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Trgovinsku statistiku za 2015. godinu obilježio je oko -10% manji promet unutar knjige ponuda (-11,5% dionice, a -9% ukupni promet), međutim, trgovalo se dosta aktivno ako se uzme u obzir porast volumena unutar knjige ponuda (ukupno +50%). CROBEX je korigiran -3,2%, dok je prosjek deset najlikvidnijih dionica iskazan indeksom CROBEX10 zabilježio nešto bolji rezultat (-1,8%). Da je ipak bilo solidnih investicijskih prilika, svjedoče CROBEXindustija (+6%) i CROBEXturist (+23,7), a gledajući najviše razine koje su dosegili tijekom 2015., možemo reći da su svi su indeksi bili iznad svojih vrijednosti na kraju 2014. Tržišna kapitalizacija ukupno je porasla +3,3%, najznačajniji rast dogodio se u segmentu strukturiranih proizvoda (+180%), a i dalje je koncentrirana u malom broju dionica: najvećih pet dionica nosi otprilike polovicu vrijednosti tržišta, dok je u prvih pet dionica s najvećom free float kapitalizacijom sumirano 44% ukupne tržišne kapitalizacije.

Slika 10: Kretanje indeksa CROBEX 2016.



Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Promet dionicama 2016. godine unutar knjige ponuda bio je -13,4% manji nego godinu ranije, no dobar promet obveznicama te blok-promet dionicama rezultirali su ukupnim rastom prometa od +16%, dok o porastu intenziteta trgovanja svjedoči rast ukupnog volumena od +34%. Svi indeksi, bez iznimke, godinu su završili pozitivnim rezultatom, a od devet dioničkih indeksa čak je sedam raslo dvoznamenkasto. Najviše je rastao CROBEXturist, čak +28%, a slijede ga CROBEXindustrija (+23,6%) te CROBEXplus i CROBEXtransport s rastom od otprilike +21%. CROBEX je ojačao +18%, a u 2016. prvi je put nakon pet godina zaključio trgovinski dan iznad svoje psihološke granice od 2.000 bodova. Povrat na ulaganje gledan kroz dividendi prinos iskazan indeksom CROBEXtr bio je još bolji (+21,1%). Tržišna kapitalizacija ukupno je porasla +14,1%, dok je ona dionica rasla +16,5%, a i dalje je koncentrirana u malom broju dionica: najvećih pet dionica nosi nešto više od polovice vrijednosti tržišta, dok je u prvih pet dionica s najvećom free float kapitalizacijom sumirano 46% ukupne tržišne kapitalizacije.

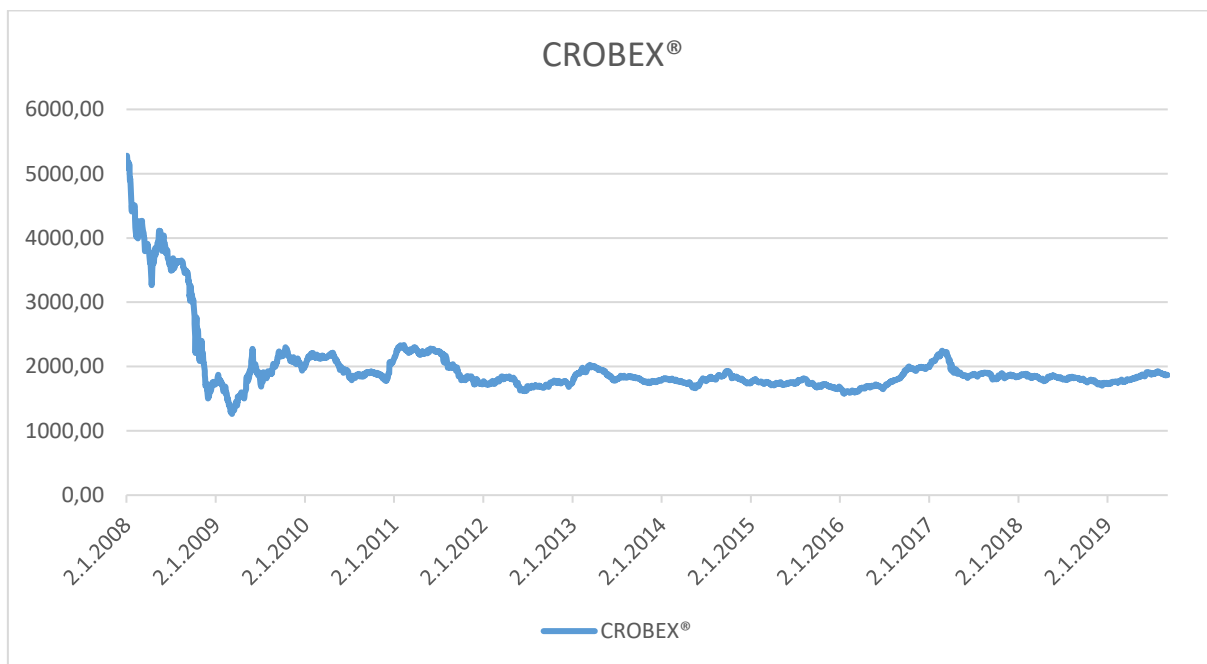
Godina 2017. započela je optimistično, rastom svih ključnih trgovinskih pokazatelja, a nastavak godine bio je obilježen neizvjesnošću vezanom uz razvoj situacije s dionicama društava sastavnicama koncerna Agrokor. U konačnici je promet dionicama unutar knjige ponuda bio +37,3% veći nego 2016., a ukupni promet unutar knjige ponuda +24,6% bolji nego godinu



ranije. Iako je tržišna kapitalizacija dionica oslabjela -3,4%, rast tržišne kapitalizacije obveznica utjecao je na rast ukupne kapitalizacije od +1,6%. Indeksi su godinu završili raznoliko: dok su CROBEX i CROBEX10 korigirani oko -7%, a CROBEXtr -5%, CROBEXnutris pretrpio je gubitak od značajnih -45,1%. Istovremeno, CROBEXkonstrukt rastao je +3,4%, CROBEXturist +10,75%, a CROBEXtransport čak +18,9%.

Ukupni promet u siječnju 2018. godine bio je +44,4% bolji nego posljednjeg mjeseca 2017. godine, a rasla je i tržišna kapitalizacija te vrijednost indeksa, u veljači je ponovno obustavljeno trgovanje dionicama iz sastava koncerna Agrokor te je nastavak godine obilježilo uglavnom negativno raspoloženje ulagatelja te je tržište ušlo u pozitivan sentiment tek pred kraj godine. Promet dionicama unutar knjige ponuda bio -39,8% manji, a obveznicama +86,6% veći, što je u konačnici rezultiralo -24,2% slabijim prometom unutar knjige ponuda, dok je ukupni promet -22% niži u usporedbi s 2017. godinom. Tržišna kapitalizacija obveznica rasla je +3%, no ona dionica pala je -4%. Indeksi su godinu zaključili uglavnom negativnim rezultatom: najveći pad pretrpio je CROBEXtransport (-38,23%), dok je na razini godine rastao jedino CROBEXnutris (+6,07%). CROBEX i CROBEX10 korigirani su oko -5%, no CROBEXtr, koji uračunava i dividende, s korekcijom od -2,8% svjedoči da gledajući ukupni prinos na dionice sastavnice indeksa godina ipak nije bila tako loša. Likvidnost je bila uglavnom koncentrirana u manjem broju dionica te je 10 dionica s najvećim prometom zaslužno za 40-ak% ukupnog prometa, pri čemu je najviše trgovano dionicom Valamar Riviere d.d.

Grafikon 1: Kretanje Crobex-a 2008.-2019.



Izvor: izradila autorica prema podacima ZSE

Navedeni grafikon prikazuje kretanje vrijednosti Crobexa od 2008. godine se do 5.9.2019. godine. Krajem 2008. godine financijska je kriza poprimila globalne razmjere i uzdrmala svjetsku ekonomiju. Neposredan pokretač krize bio je slom tržišta drugorazrednih hipoteka u SAD-u. Ni Hrvatska nije odoljela krizi te su dionice strmoglavno pale te nažalost ostale veoma nisko do danas. Aferom Agrokor povjerenje u domaće tržište kapitala dodatno je narušeno, a to se vidjelo i u padu ostvarenog prometa na Zagrebačkoj burzi. Smatra se da je institucionalno okruženje, odnosno stupanj povjerenja u institucije države vrlo važno za funkcioniranje financijskih tržišta. Osim toga, sigurno institucionalno okruženje jedan je od glavnih derivatora gospodarskog rasta nacionalnih ekonomija (Buterin et al, 2017). Ukupan promet trgovanja u 2018. iznosio je 2,85 milijardi kuna, od čega je promet dionicama iznosio 2,1 milijardi kuna, a obveznicama 0,7 milijardi kuna. To je u odnosu na 3,66. milijardi kuna ukupnog prometa u 2017. pad za 22%, a promet dionicama pao je za trećinu (3,2 milijardi kuna. kn u 2017.).

Zbivanja na svjetskim burzama također nisu išla na ruku domaćem tržištu kapitala. Godina je bila vrlo izazovna za investitore, a obilježena je velikim kolebanjima cijena. Gotovo

sva svjetska dionička tržišta završila su u minusu, a negativni globalni sentiment djelomično se prelio i na ZSE.

#### **4.4. Buduća uloga burze**

Burza vrijednosnih papira vrsta je burze koja brokerima i trgovcima dionicama, obveznicama i ostalim vrijednosnim papirima omogućuje trgovanje. Burzu se često naziva barometrom gospodarstva, a značaj koji ona ima za poduzeća koja kotiraju svojim vrijednosnim papirima je golem. Omjer prednosti i nedostataka kotiranja poduzeća na burzi vrijednosnica ide u korist prednostima. Prednosti kotiranja poduzeća na tržištu kapitala su prikupljanje novog kapitala, mogućnost lakšeg financiranja, veća likvidnost, diversifikacija portfelja, kvalitetniji menadžment i zaposlenici, povećani interes investicijske javnosti za društvo, jačanje poslovnog ugleda i publicitet.

Međutim, aferom Agrokor povjerenje u domaće tržište kapitala dodatno je narušeno, a to se vidjelo i u padu ostvarenog prometa na Zagrebačkoj burzi. Ukupan promet trgovanja u 2018. iznosio je 2,85 milijardi kuna, od čega je promet dionicama iznosio 2,1 milijardi kuna, a obveznicama 0,7 milijardi kuna. To je u odnosu na 3,66. milijardi kuna ukupnog prometa u 2017. pad za 22%, a promet dionicama pao je za trećinu (3,2 milijardi kuna. kn u 2017.).

Zbivanja na svjetskim burzama također nisu išla na ruku domaćem tržištu kapitala. Godina je bila vrlo izazovna za investitore, a obilježena je velikim kolebanjima cijena. Gotovo sva svjetska dionička tržišta završila su u minusu, a negativni globalni sentiment djelomično se prelio i na ZSE.

Smatra se da u Hrvatskoj financijska kriza kapitala još nije prošla ali ima naznaka boljoj budućnosti. Zagrebačka burza stagnira te je u fazi recesije i smatra se da je potreban veći utjecaj Hrvatske države kroz ciljane mjere na sveukupno tržište kapitala a samim time i na Zagrebačku burzu uključujući emitiranje dionica iz svog portfelja kao i veće uključivanje u rad iste. Iako ekonomski pokazatelji u gospodarstvu bilježe pozitivne rezultate (porast BDP) burza vrijednosnih papira ne prati te pozitivne pomake te i dalje bilježi negativne indekse, te se ne mogu očekivati brze i velike promjene na Hrvatskom tržištu vrijednosnih papira. Smatra se da

treba ojačati povjerenje stranih investitora te ponuditi financijskom tržištu kvalitetne projekte kako bi oživjeli Hrvatsko tržište kapitala.

## 5. ZAKLJUČAK

Burza vrijednosnih papira vrsta je burze koja brokerima i trgovcima dionicama, obveznicama i ostalim vrijednosnim papirima omogućuje trgovanje. Burzu se često naziva barometrom gospodarstva, a značaj koji ona ima za poduzeća koja kotiraju svojim vrijednosnim papirima je golem.

Začetke burzovnog poslovanje možemo pronaći još u starom vijeku, u starim civilizacijama, Egiptu, Babilonu i Rimu te se nastavila razvijati sve do danas. Zagrebačka burza osnovana je 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. Pomoću financijskih pokazatelja poslovanja Zagrebačke burze, možemo iščitati da Zagrebačka burza ostvaruje dobre rezultate na području likvidnosti, financijske stabilnosti te zaduženosti, dok koeficijent obrtaja ukupne imovine, pokazatelji ekonomičnosti, koeficijent ekonomičnosti financiranja, pokazatelji profitabilnosti imaju negativan trend iz čega se da zaključiti da Zagrebačka burza nije ekonomični ni profitabilno poduzeće te da će se takvi problemi vrlo vjerojatno nastaviti i u budućnosti.

Financijska tržišta su tržišta gdje se financijska sredstva prenose od ljudi koji imaju višak raspoloživih sredstava ljudima koji imaju manjak sredstava. Financijska tržišta – tržišta obveznica i dionica važna su kod usmjeravanja financijskih sredstava od onih koji za njih ne pronalaze produktivnu uporabu do ljudi koji pronalaze, dovodeći pritom do veće ekonomske efikasnosti. Zagrebačku burzu smo pomnije proučili pomoću burzovnog indexa Crobex te kroz volumen prodaje na Zagrebačkoj burzi. Burzovno kretanje može se pratiti kao kretanje burzovnih indeksa tj. njihov rast i pad. Burzovni indeks Zagrebačke burze naziva CROBEX označava srednju vrijednost najboljih dionica koje kotiraju i sa kojom se trguje na Zagrebačkoj burzi.

Kroz praćenje burzovnog indexa Crobex te volumena prodaje možemo zaključiti da kriza u Hrvatskoj još uvijek nije završila što se odražava na poslovanje na Zagrebačkoj burzi

koja je u stanju stagnacije jod od 2008. godine. Smatra se da, ukoliko se žele napraviti pomaci na Zagrebačkoj burzi, treba ojačati povjerenje stranih investitora te je potreban veći utjecaj Hrvatske države na sveukupno tržište kapitala. Zagrebačka burza i dalje bilježi negativne trendove te se ne mogu očekivati brze promjene na tržištu vrijednosnih papira.

## LITERATURA

### Knjige i članci:

2. Andrijanić, I. (1998). Poslovanje na robnim burzama, Treće izdanje, Mikrorad, Zagreb
3. Bazdan, Z. (2008), Efektne burze – burze vrijednosnica, Sveučilište u Dubrovniku, Dubrovnik
4. Buterin, V., Luležić, E., Buterin, D. (2018), Should Croatia develop its mortgage market? 7th International Scientific Symposium "Economy of Eastern Croatia - Vision and Growth", Osijek : Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet Osijek,
5. Buterin, V., Škare, M., Buterin, D. (2017), Macroeconomic model of institutional reforms' influence on economic growth of the new EU members and the Republic of Croatia, Economic research - Ekonomska istraživanja, 30, 1, 1572-1593
6. Buterin, V., Plenča, J., Buterin, D. (2015), Analiza mogućnosti pariteta eura i dolara, Praktični menadžment, 6, 1, 22-29
7. Buterin, V., Buterin, D. (2014), Hrvatska i bilančna recesija, Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, 5, 1, 29-38
8. Cvijetičanin, M. (2004), BURZOVNO TRGOVANJE - priručnik za investitore i analitičare, Masmedia, Zagreb
9. Foley, B.J. (1998), Mate, Tržišta kapitala, Zagreb
10. Klačmer Čalopa M., Cingula M. (2009), Financijske institucije i tržište kapitala, FOI – Varaždin,
11. Kostolany, A. (2007), Izazov burze, LMN biblioteka, Zagreb,
12. Mishkin, F.S., Eakins, S.G. (2005), Financijska tržišta i institucije, Četvrto izdanje, Mate, Zagreb
13. Mishkin, F.S. (2010), Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, Mate, Zagreb
14. Novak B. (2005), Financijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek
15. Olgić Draženović, B., Buterin, V. Buterin, D. (2018), Strukturne reforme zemalja CEE-a u tranzicijskom razdoblju – pouke i zaključci, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, 6, 1, 127-142

Internetske stranice:

1. [https://hr.wikipedia.org/wiki/New\\_York\\_Stock\\_Exchange](https://hr.wikipedia.org/wiki/New_York_Stock_Exchange), 16.6.2019.
2. [https://hr.wikipedia.org/wiki/London\\_Stock\\_Exchange](https://hr.wikipedia.org/wiki/London_Stock_Exchange), 16.6.2019.
3. [www.zse.hr](http://www.zse.hr)
4. <https://admiralmarkets.com.hr/education/articles/shares/burze-dionica>, 16.6.2019.
5. [https://hr.wikipedia.org/wiki/Vrijednosni\\_papir](https://hr.wikipedia.org/wiki/Vrijednosni_papir), 24.6.2019.
6. <https://www.zse.hr/default.aspx?id=36768>, 24.6.2019.
7. <https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/mjesta-trgovanja/uredeno-trziste/>, 25.6.2019.

## **POPIS KRATICA**

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

LSE (eng. London Stock Exchange) – Londonska burza vrijednosnih papira

MTP - Multilateralna trgovinska platforma

NYSE (eng. New York Stock Exchange) – njujorška burza vrijednosnih papira

OECD - Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj

SEC - Američka komisija za reguliranje i trgovinu vrijednosnim papirima

ZSE (eng. Zagreb Stock Exchange) – Zagrebačka burza vrijednosnih papira

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1: Koeficijent tekuće likvidnosti .....	16
Tablica 2: Koeficijent financijske stabilnosti .....	17
Tablica 3: Koeficijent zaduženosti .....	18
Tablica 4: Koeficijent obrtaja ukupne imovine .....	19
Tablica 5: Koeficijent obrta potraživanja .....	19
Tablica 6: Koeficijent ekonomičnosti financiranja) .....	20
Tablica 7: Neto profitna marža .....	21

## **POPIS SLIKA**

Slika 1: 10 najvećih Hrvatskih kompanija po tržišnoj kapitalizaciji.....	30
Slika 2: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2008.....	32
Slika 3: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2009.....	33
Slika 4: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2010.....	34
Slika 6: Kretanje indeksa CROBEX i prometa dionicama 2012.....	36
Slika 7: Kretanje indeksa CROBEX 2013.....	37
Slika 8: Kretanje indeksa CROBEX 2014.....	38
Slika 9: Kretanje indeksa CROBEX 2015.....	39
Slika 10: Kretanje indeksa CROBEX 2016.....	40

## **POPIS GRAFIKONA**

Grafikon 1: Kretanje Crobexa 2008. –2018.