

# Hrvatsko tržište kapitala i zagrebačka burza

---

Čandrlić, Iva

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2021

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:125:434179>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-12**



Repository / Repozitorij:

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



# **VELEUČILIŠTE U RIJECI**

Iva Čandrić

## **HRVATSKO TRŽIŠTE KAPITALA I ZAGREBAČKA BURZA**

(specijalistički završni rad)

Rijeka, 2021.



# **VELEUČILIŠTE U RIJECI**

Poslovni odjel

Specijalistički diplomski stručni studij Poduzetništvo

## **HRVATSKO TRŽIŠTE KAPITALA I ZAGREBAČKA BURZA**

(specijalistički završni rad)

MENTOR  
dr. sc. Denis Buterin

STUDENT  
Iva Čandrić  
MBS:  
2423000099/18

Rijeka, ožujak 2021.

**VELEUČILIŠTE U RIJECI**

Poslovni odjel

Rijeka, 10.11.2020.

**ZADATAK**  
**za specijalistički završni rad**

Pristupnici Ivi Čandrić

MBS: 2423000099/18

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

**Hrvatsko tržište kapitala i zagrebačka burza**

**Sadržaj zadatka:**

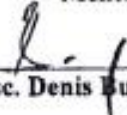
Analizirati bitne karakteristike financijskih tržišta s posebnim osvrtom na burze kao njihovu važnu sastavnicu. Istražiti značajke najvažnijih svjetskih burzi. Temeljito istražiti tržište kapitala u Republici Hrvatskoj te burzu vrijednosnih papira u Zagrebu. Temeljem rezultata istraživanja predložiti preporuke za učinkovitije uključivanje hrvatske burze na domaće tržište kapitala. Rezultate istraživanja sustavno prikazati u zaključku.

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

Zadano: 10.11.2020.

Predati do: 15.9.2021.

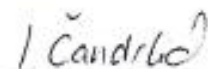
Mentor:

  
\_\_\_\_\_  
Dr.sc. Denis Buterin

Pročelnica odjela:

  
\_\_\_\_\_  
Dr.sc. Anita Stilin

Zadatak primila dana: 10.11.2020.

  
\_\_\_\_\_  
Iva Čandrić

Dostavlja se:  
- mentoru  
- pristupnici

# IZJAVA

Izjavljujem da sam specijalistički završni rad pod naslovom **HRVATSKO TRŽIŠTE KAPITALA I ZAGREBAČKA BURZA** izradila samostalno pod nadzorom i uz stručnu pomoć mentora **mr. sc. Denisa Buterina**.

Iva Čandrić

I. Čandrić

(potpis studenta)

## SAŽETAK

Predmet istraživanja ovog specijalističkog završnog rada je hrvatsko tržište kapitala s posebnim osvrtom na Zagrebačku burzu. U radu se na objektivan i sustavan način nastojalo dati što detaljniji prikaz hrvatskog tržišta kapitala uz uvodno pojašnjenje temeljni pojmova i definicija koje se odnose na predmet istraživanja. Kroz pojašnjenje pojma i značajki burzi, njihov razvojni put istaknute su relevantne značajke burzi i vrijednosnih papira koji kotiraju na burzama (dionice i obveznice, kratka prodaja i izvedenice). Također je dan uvid u najznačajnije svjetske burze: New York Stock Exchange, Japan Exchange Group, Shanghai Stock Exchange i Euronext. Analizi hrvatskog tržišta kapitala pristupilo se uz isticanje temeljnih značajki razvoja hrvatskog tržišta kapitala i stanja hrvatskog tržišta kapitala te poslovanja Zagrebačke burze. Rezultati istraživanja ukazali su na pad prometa vrijednosnim papirima na hrvatskom tržištu kapitala u razdoblju od 2009. do 2019. godine, te smanjenju broja poslovnih subjekata čije vrijednosnice kotiraju na tržištu kapitala. Analiza je ukazala i na nelikvidnost hrvatskog tržišta kapitala, još uvijek prisutnu bankocentričnost financijskog sustava te neatraktivnost Zagrebačke burza za ulagače.

**Ključne riječi:** burza; vrijednosni papiri; nelikvidnost hrvatskog tržišta kapitala; Zagrebačka burza.

## SADRŽAJ

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1. Problem, predmet i objekt istraživanja .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2. Radna hipoteza i pomoćne hipoteze .....</b>	<b>1</b>
<b>1.3. Svrha i cilj istraživanja .....</b>	<b>2</b>
<b>1.4. Znanstvene metode.....</b>	<b>2</b>
<b>1.5. Struktura rada.....</b>	<b>3</b>
<b>2. RELEVANTNE ZNAČAJKE BURZI .....</b>	<b>4</b>
<b>2.1. Pojam i značajke burzi .....</b>	<b>4</b>
<b>2.2. Razvoj kroz povijest.....</b>	<b>6</b>
<b>2.3. Svjetske burze .....</b>	<b>11</b>
2.3.1. New York Stock Exchange.....	11
2.3.2. Japan Exchange Group .....	13
2.3.3. Shanghai Stock Exchange.....	15
2.3.4. Euronext.....	16
<b>3. TRGOVANJE NA BURZAMA .....</b>	<b>21</b>
<b>3.1. Dionice i obveznice .....</b>	<b>21</b>
<b>3.2. Kratka prodaja.....</b>	<b>27</b>
<b>3.3. Izvedenice .....</b>	<b>28</b>
<b>4. TRŽIŠTE KAPITALA U HRVATSKOJ.....</b>	<b>31</b>
<b>4.1. Obilježja hrvatskog tržišta kapitala .....</b>	<b>31</b>
4.1.1. Razvojna obilježja hrvatskog tržišta kapitala .....	31
4.1.2. Analiza stanja hrvatskog tržišta kapitala .....	36



<b>4.2. Zagrebačka burza .....</b>	<b>42</b>
4.2.1. Općenito o Zagrebačkoj burzi .....	42
4.2.2. Poslovanje Zagrebačke burze .....	43
<b>4.3. Perspektive i razvoj.....</b>	<b>47</b>
<b>5. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>48</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>49</b>
<b>POPIS TABLICA I GRAFIKONA .....</b>	<b>53</b>

# 1. UVOD

## 1.1. Problem, predmet i objekt istraživanja

Predmet istraživanja ovog specijalističkog završnog rada je hrvatsko tržište kapitala i Zagrebačka burza. Prijelazom iz planskog na tržišno gospodarstvo početkom 1990-ih godina u Republici Hrvatskoj došlo je do potrebe uspostave tržišno efikasnog financijskog sustava. Naime, u planskoj ekonomiji jedini mogući eksterni instrument financiranja poslovanja poduzeća bili su bankovni depoziti i bankovni krediti, a temeljne financijske institucije bile su banke. Novouspostavljeni model gospodarstva iziskivao je izgradnju financijskog sustava zemlje koji će odgovarati novim potrebama gospodarstva. Uz druge financijske institucije, razvoj tržišta kapitala nametnuo se kao preduvjet učinkovite alokacije sredstava te rasta i razvoja gospodarstva. Zagrebačka burza je osnovana 1991. godine, a tijekom tri desetljeća djelovanja središnje je mjesto trgovanja vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Hrvatsko tržište kapitala, međutim, prati niska razina likvidnosti kao rezultat niske stope zainteresiranosti investitora za ulaganja u dionice koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi.

**Problem istraživanja** ovog specijalističkog završnog rada odnose se na određenje karakteristika tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj i trgovanja na Zagrebačkoj burzi.

**Predmet istraživanja** odnosi se na analiziranje značajki hrvatskog tržišta kapitala i poslovanja Zagrebačke burze, te i ocjenu razvijenosti hrvatskog tržišta kapitala.

**Objekt istraživanja** je hrvatsko tržište kapitala i Zagrebačka burza.

## 1.2. Radna hipoteza i pomoćne hipoteze

U skladu s navedenim problemom, predmetom i objektom istraživanja postavljena je temeljna radna hipoteza: analizom hrvatskog tržišta kapitala i Zagrebačke burze osiguravaju relevantne informacije o ulozi Zagrebačke burze na hrvatskom tržištu kapitala.

Tako postavljena temeljna hipoteza implicira više pomoćnih hipoteza:

1. Objektivnim saznanjima o burzi s teorijskog aspekta moguće je ukazati na njezine temeljne značajke.
2. Teorijski aspekt vrijednosnih papira omogućava njihovo određenje kao podloge za analizu poslovanja na hrvatskom tržištu kapitala.
3. Na temelju izvršene analize o hrvatskom tržištu kapitala moguće je dati ocjenu njegove razvijenosti i važnosti u financiranju poslovanja poduzeća te dati smjernice budućeg razvoja.

### **1.3. Svrha i cilj istraživanja**

**Svrha istraživanja** je na što objektivnije i sustavnije analizirati poslovanje Zagrebačke burze i istaknuti značajke hrvatskog tržišta kapitala.

**Cilj istraživanja** je na temelju provedene analize značajki hrvatskog tržišta kapitala i trgovanja na Zagrebačkoj burzi ocijeniti značaj koji Zagrebačka burza ima na hrvatskom tržištu kapitala, posebice u alokaciji financijskih sredstava gospodarskim subjektima.

U radu će se ponuditi odgovori na sljedeća pitanja:

1. Koje su značajke tržišta kapitala?
2. Što je burza?
3. Koje su karakteristike vrijednosnih papira?
4. Koje su karakteristike Zagrebačke burze?
5. Koje su značajke trgovanja na Zagrebačkoj burzi?
6. Kakva je perspektiva razvoja hrvatskog tržišta kapitala?

### **1.4. Znanstvene metode**

Obradi i prezentaciji podataka značajnih za temu specijalističkog završnog rada pristupilo se uz korištenje odgovarajućih metoda znanstvenog istraživanja, kao što su: povijesna metoda, metoda analize i sinteze, metoda klasifikacije, metoda komparacije, deskriptivna metoda i metoda kompilacije.

## 1.5. Struktura rada

Specijalistički završni rad je podijeljen u pet međusobno povezanih tematskih cjelina.

U prvom dijelu, **Uvodu**, istaknut je problem, predmet i objekt istraživanja, ukazano je na radnu hipotezu i pomoćne hipoteze, definirani su svrha i ciljevi istraživanja, prezentirane su znanstvene metode te je dan uvid u strukturu rada.

Drugi dio ima naslov **Relevantne značajke burzi**. U njemu je ukazano na razvoj burze kroz povijest i njene temeljne značajke. Također je dan kratak prikaz svjetskih burzi.

U trećem dijelu, s naslovom **Trgovanje na burzama**, ukazano je na vrijednosne papire kojima se trguje na burzama: dionice i obveznice, kratku prodaju i izvedenice.

Četvrti dio ima naslov **Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj**. U njemu je su istaknuta temeljna obilježja hrvatskog tržišta kapitala. Uz kratak prikaz razvoja Zagrebačke burze kroz povijest, izvršena je analiza trgovanja na Zagrebačkoj burzi te ocjena uloge Zagrebačke burze na hrvatskom tržištu kapitala. Posebno je ukazano na perspektive i razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj.

U petom dijelu, **Zaključku**, dan je kratak pregled spoznaja do kojih se došlo obradom podataka značajnih za temu završnog rada.

## **2. RELEVANTNE ZNAČAJKE BURZI**

Kako bi se dao što obuhvatniji prikaz relevantnih značajki burzi, u ovom dijelu rada uz teorijska saznanja o burzama, daje se uvid u opće značajke svjetskih burzi: burze u New Yorku, Tokiju i Londonu.

### **2.1. Pojam i značajke burzi**

U pojmovnom određenju burzi polazi se od samog pojma tržišta kapitala. Imajući na umu definiciju tržišta, kao mjesta na kojem se nešto trži, odnosno mjesta na kojem se kupuje i prodaje roba ili mjesta na kojem se susreće ponuda i potražnja (ponuditelj nudi robu, a kupac traži robu za kupnju, odnosno potražuje robu), onda se tržište kapitala može definirati kao tržište na kojemu se kupuje i prodaje kapital, odnosno mjesto na kojemu se susreću potražnja i ponuda kapitala (Alajbeg, Bubaš, 2001., 8.). Pri tome se pod kapitalom podrazumijevaju financijska sredstva potrebna poslovnom subjektu u investicijske svrhe. Funkcije koje tržišta kapitala imaju su brojna, a u prvom redu su to mehanizmi koji omogućuju prijenos investicijskih sredstava od poslovnih subjekata koji imaju višak kapitala ka poslovnom subjektu s manjkom kapitala. Taj transfer je omogućen prodajom vrijednosnih papira (dionica, obveznica i dr.) onima koji posjeduju višak financijskih sredstava (Foley, 1993., 6.). Tržište kapitala, dakle, omogućuje transfer vrijednosnih papira u novčana sredstava koja se koriste za investicijske aktivnosti, između poslovnih subjekata koji imaju manja financijskih sredstava ka onima koji imaju višak financijskih sredstava i žele ih uložiti u vrijednosnice.

U literaturi su prisutne različite klasifikacije tržišta kapitala. S obzirom na predmet razmjene na tržištu kapitala može se podijeliti na (Foley, 1993., 17.): tržište dugoročnih vrijednosnih papira i tržište dugoročnih kredita. Za tržište dugoročnih vrijednosnih papira može se reći da je to tržište kapital u užem smislu. To je tržište na kojem su predmet trgovine vrijednosni papiri s fiksnim ili varijabilnim prinosom odnosno obveznice i dionicama (Foley, 1993., 17.). Tržište dugoročnih kredita je ugovorno tržište, odnosno “tržište zasnovano na bilateralnim odnosima” (Olgić Draženović, 2012., 18.). Na tržištu dugoročnih kredita nema vrijednosnih papira. Financiranje dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala podrazumijeva odobravanje dugoročnih kredita prema unaprijed utvrđenim uvjetima (Tepuš,

2007., 469.). Tržište dugoročnih kredita naziva se i ugovornim tržištem. S obzirom na rizičnog ulaganja u vrijednosne papire, često prevladavajuća percepcija o manje rizičnom ulaganju novca u banke, što dovodi do bankocentričnosti nekih nacionalnih tržišta, dok se u drugima može uočiti orijentacija na tržište vrijednosnih papira (Čulinović, Herc, 2006., 27.).

Tržište vrijednosnih papira se može podijeliti i na: primarno i sekundarno (Alajbeg, Bubaš, 2001., 9.). Na primarnom tržištu vrijednosnih papira izdavatelj vrijednosnica dolazi do potrebnog kapitala, odnosno do financijskih sredstava koja su mu potrebna za realizaciju investicijskog projekta ili neke druge aktivnosti vezane uz njegovo poslovanje. Izdavanje vrijednosnih papira na primarnom tržištu je veoma zahtjevno i složeno, pa taj posao (od same ideje do realizacije primarne emisije vrijednosnih papira) najčešće obavljaju banke, odnosno odjeli u bankama specijalizirani za investicijsko bankarstvo. Banke su, dakle, vodeći subjekti na primarnom tržištu kapitala. One na primarnom tržištu mogu nastupiti kao subjekti koji otkupljuju cijelo izdanje vrijednosnih papira te ga dalje prodaju, ili kao posrednici koji izdavatelju vrijednosnih papira pronalaze izravnog kupca (Alajbeg, Bubaš, 2001., 9.). Sekundarno tržište vrijednosnih papira je tržište na kojem vrijednosni papiri samo mijenjaju vlasnika, za razliku od primarnog tržišta na kojem izdavatelj pribavlja sredstva potrebna financijska sredstva za svoje aktivnosti. Putem sekundarnog tržišta, investitori mogu vrijednosne papire u svom posjedu prodati i na taj način pribaviti novčana sredstva. Na ovom tržištu se, dakle, trguje već izdanim vrijednosnim papirima.

Na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira postoje strogo definirana pravila ponašanja i zakonodavni regulatorni i nadzorni okvir koji postavlja država, ali i sama institucija na kojoj se trguje: burze i OTC tržišta (Alajbeg, Bubaš, 2001., 11.). OTC tržište nije strogo formalizirano kao burza. To je dogovoreno tržište, koje se naslanja na poslovanje burze. Može se promatrati i kao tercijarno tržište.

Burza (Exchange, Börse, Bourse) je strogo formalizirana, a definira se kao specifično organizirano i stalno tržište na kojemu 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 odnosno pravilima burze utvrđeni kao predmeti njezina poslovanja (Andrijanić, 1994., 63.). Jednostavnije rečeno,

burza je organizirano tržište na kojemu, u skladu sa strogo propisanim pravilima, kupci i prodavatelji trguju vrijednosnim papirima (Alajbeg, Bubaš, 2001., 13.).

O podrijetlu naziva “burza” mogu se u literaturi iščitati različita stajališta. Pretpostavlja se da se izraz “burza” počeo upotrebljavati za trgovačke sastanke koji su se održavali u 14. stoljeću u kući obitelji Van der Burse iz Bruggea, a na kući je bio obiteljski grb s dvije kožne torbe – vreće, talijanski *borsa*) (Hrvatska enciklopedija, 2020.). Oko kuće, na trgu i u samoj kući sastajali su se trgovci radi obavljanja posla s mjenicama i obveznicama. Podrijetlo riječi “burza” može se tražiti i u talijanskoj riječi “borsa” (kesa) čime se simbolizira značaj burze kao tržišta novca i vrijednosnih papira. Među pretpostavkama o podrijetlu izraza “burza” je i ona prema kojoj je burza nazvana po “Bourse de Paris”, francuskoj nacionalnoj veletržnici dionica (EFOS, 2020).

Cjelokupno poslovanje na burzi je standardizirano: standardizirani su ugovori s kojima se na burzi radi, način izdavanja naloga, način izražavanja odnosno iskazivanja namjere pri kupnji i prodaji, način obračuna burzovnih zaključaka, uplata i isplata premija preko obračunske blagajne burze, način izvršenja promptnih i terminskih poslova, članstvo na burzi, rad burzovnih posrednika itd. (Andrijanić, 2005., 183.). Poslovi se sklapaju na burzovnim sastancima gdje se susreću kupci i prodavatelji radi kupoprodaje. Kupoprodaja se odvija bez prisustva robe, odnosno predmeta kupoprodaje (Prohaska, 1996., 21.). U fizičkom smislu, burza se opisuje kao zgrada s dvoranama odnosno prostorijom u kojoj se u određene dane i sate sastaju poslovni ljudi zainteresirani za kupoprodaju predmeta burzovnog poslovanja u skladu s posebnim pravilima i načinima trgovanja na burzi. Uslijed razvoja tehnologije, posebice Interneta, burzovna trgovina se udaljila od fizičkog mjesta na kojem su se ponuda i potražnja susretali, a za trgovinu nije potrebna fizička prisutnost kupca i prodavatelja.

## **2.2. Razvoj kroz povijest**

Primitivan oblik burze bio je prisutan već u doba Rimljana koji su ugovarali različite poslove i pogodne sastajući se na forumu. Ipak, za burzu se smatra kako se razvila iz srednjovjekovnih sajмова, koji su se organizirali u europskim lučkim gradovima, posebice u talijanskim. Naime, u tim su gradovima postojala skladišta (fontici), u kojima su trgovci mogli kupiti robu. Prve se prave burze povezuju s 12. stoljećem u Lyonu, a tek u 16. stoljeću u velikim

europskim gradovima. U 13. stoljeću europski lihvari su koristili prostor koji su ostavile veće banke. Kamatari su međusobno trgovali dugovima. Zajmodavac koji se želio riješiti visokorizičnog zajma s visokom stopom kamate mogao ga je zamijeniti za drugi zajam s drugim zajmodavcem. Ti su zajmodavci, također, kupovali emisije državnog duga. S razvojem poslovanja, zajmodavci su počeli prodavati emisije duga prvim pojedinačnim ulagačima. Vodeći u tom području bili su Mlečani, i prvi koji su počeli trgovati vrijednosnim papirima drugih vlada.

Prvom namjenskom burzom u svijetu smatra se burza osnovana u Antwerpenu 1531. godine. S obzirom da je ova burza osnovana prije postojanja dionica i obveznica, ne može se smatrati burzom u današnjem poimanju tog naziva. Bilo je mnogo poslovnih financijskih partnerstva koji su donosili prihod sličan dionicama, no nije bilo službenog udjela u poduzeću koji je promijenio vlasnika. Ova je burza s radom prestala u 17. stoljeću, a od 1872. do 1997. godine u obnovljenoj je zgradi bila smještena Antverpenska burza vrijednosnica.

Slijedeći model Antverpenske burze, a na inicijativu Thomasa Grshama, predstavnika engleske krune u Antwerpenu, otvorena je 1565. godine Kraljevska burza u Londonu, također nazvana "Burza", sve dok nije, nakon posjete kraljice Elizabete I. 1570. godine promijenila ime u *The Royal Exchange* (Kraljevska burza). Burza Middelburg otvorena je 1592. godine, a u Rotterdamu 1595. godine. Burza u Veneciji otvorena je 1600. godine, no talijanski trgovci iz Genove bili su poticatelji osnivanja burze u Londonu već sredinom 15. stoljeća. Lyon je od 1543. godine imao robnu burzu, a od 1653. godine i burzovnu zgradu (Kolar-Dimitrijević, 1995., 191.).

Amsterdamska burza je od druge polovice 16. stoljeća djelovala kao prva međunarodna burza u punom smislu te riječi, organizira se stalni sajam roba i novca. U Amsterdamu se koncentriraju glavne burzovne transakcije, koje uključuju i početak trgovanja dionicama, posebice Istočnoindijske kompanije (Hrvatska enciklopedija, 2020.). Od 1673. godine na amsterdamskoj burzi trguje se i državnim obveznicama, a od sredine 18. stoljeća s 44 vrste vrijednosnih papira (Kolar-Dimitrijević, 1995., 191.). Nizozemske, britanske i francuske vlade davale su povelje tvrtkama koje su u svom imenu imale Istočnu Indiju. Na vrhuncu imperijalizma, čini se da su svi imali udjela u dobiti poduzeća iz Istočne Indije i Azije osim



ljudi koji su tamo živjeli. Pomorski promet kojim je roba dolazila s Istoka imao je ekstremno visoku stopu rizika, zbog pirata, ali iz zbog vremenskih nepogoda i loše navigacije. Kako bi umanjili rizik, vlasnici brodova su dugo vremena koristili investitore koji bi investirali u putovanje, opremu broda i posadu, a za uzvrat su dobivali udio u prihodu, ukoliko je roba uspješno stigla na odredište. Ta rana društva s ograničenom odgovornošću vrlo su često trajala samo jedno putovanje. Nakon toga su raspušteni, a osnovano je novo poduzeće za sljedeće putovanje. Investitori povećavaju rizik tako što su istovremeno ulagali u nekoliko različitih putovanja, te povećavajući tako mogućnost da sva putovanja završe s katastrofom. Osnivanjem istočnoindijskih tvrtki, dolazi do promjene u načinu poslovanja. Te su tvrtke izdavale dionice koje će isplaćivati dividende na sav prihod od svih putovanja koja su poduzeća poduzela, umjesto da je njihovo trajanje ograničeno samim putovanjem. To su ujedno bila prva moderna dionička društva. Tvrtke su stvorile mogućnost da za svoje dionice traže više te da grade veće flote. Veličina tvrtki, u kombinaciji s kraljevskim poveljama koje zabranjuju konkurenciju investitorima, značila je ogromni profit za investitore. S obzirom da su dionice različitih istočnoindijskih tvrtki izdavane na papiru, investitori su mogli prodavati te papire drugim investitorima. Nažalost, nisu postojale burze, pa bi investitor morao pronaći brokera koji će obaviti trgovinu. U Engleskoj je većina brokera i investitora poslovalo u raznim kafeterijama širom Londona. Emisije duga i dionice namijenjene prodaji napisane su i objavljene na vratima trgovina ili su poslone kao bilten.

Tvrtka British East India imala je jednu od najvećih konkurentskih prednosti u financijskoj povijesti, monopol podržan od strane vlade. Kada su investitori počeli dobivati velike dividende i prodavati svoje dionice, drugi ulagači su bili veoma zainteresirani za sudjelovanje u tim akcijama. Početni financijski procvat u Engleskoj dogodio se tako brzo da nisu postojala pravila ili propisi koji bi regulirali izdavanje dionica. Tvrtka The South Seas imala je sličnu povelju kralja i njegovim dionicama, te brojna ponovna izdanja, koja bi se prodala čim bi došla na popis. Prije nego što je prvi brod ikad napustio luku, tvrtka The South Seas je iskoristila novootkriveno bogatstvo investitora kako bi otvorili urede u najboljim dijelovima Londona. Ohrabreni uspjehom tvrtke The South Seas, i shvativši da tvrtka nije poduzela ništa osim emisije dionica, pojavio se veliki broj 'poduzetnika' koji su željeli unovčiti svoje pothvate i inovacije. Sve te emisije, bez obzira koliko nespretni pothvati bili, prodavale su se. 'Balon' se, međutim ispuhao kada tvrtka The South Seas nije uspjela isplatiti nikakvu

dividendu zbog vrlo male dobiti, ističući razliku između novih emisija dionica i tvrtke British East India. Kraha koji je uslijedio na tržištu natjerao je vladu da zabrani izdavanje dionica, a ta je zabrana bila na snazi do 1825. godine (Investopedia, 2020.).

Prva burza u Londonu službeno je osnovana 1773. godine, 16 godina prije burze u New Yorku, New York Stock Exchange (skr. NYSE) (1789. godine). Na Londonskoj burzi bilo je ograničeno trgovanje dionicama, što nije bio slučaj i s NYSE. Prva burza u SAD-u je bila Philadelphia Stock Exchange, ali je NYSE vrlo brzo preuzela dominaciju. NYSE je sjedište imala na Wall Streetu, gdje je ostala do današnjih dana. Tokijska burza osnovana je 1878. godine.

Na prijelazu iz 18. u 19. stoljeće, zajedno s industrijskom revolucijom, stvorena je mreža burzi koja je obavljala najvažnije poslove trgovačkog prometa. U drugoj polovici 19. stoljeća nastale su ženevska, baselska i züriška burza, zahvaljujući položaju u samo srcu Europe, sigurnosti kapitala uloženog na tom području i izgradnji željezničkih pruga (Kolar-Dimitrijević, 1995., 192.). S vremenom se tržište vrijednosnih papira odvaja od tržišta robama i postaje dijelom svakodnevnog programa burzovnih transakcija.

Najveći burzovni kraha u financijskoj povijesti dogodio se 1929. godine na newyorškoj Stock Exchange i odrazio se na burze u cijelom svijetu. U to je vrijeme New York bio centar robnog financijskog kapitala odakle se dirigiralo tržištima ostalih svjetskih metropola. Krizu na burzi pratila je i gospodarska kriza koja je tada zahvatila čitav svijet, iako se gospodarska kriza nije kretala usporedo s kretanjem tečajeva vrijednosnih papira. Tečajevi vrijednosnih papira počeli su već 1926. godine naglo rasti i naglo padati. Velike oscilacije cijena bilježe se sljedećih nekoliko godina da bi svoj vrhunac i zatim strmoglavi pad doživjele 1929. godine. Opadanje započinje 3. listopada. Na početku tjedna odnosno 14. listopada tečaj dionica strmoglavo pada, a 24. listopada na tzv. "crni četvrtak" dolazi do panike. Ponuda vrijednosnih papira na burzi i dalje raste da bi dosegla svoj maksimum 29. listopada. Toga dana je 16,4 milijuna dionica promijenilo vlasnike i to je bio rekord koji nije bio probijen sljedećih četrdeset godina. Potkraj istog mjeseca dolazi do oporavka tečaja, a godišnji maksimum zabilježen je 13. studenog te godine (Andrijanić, 2005., 2.). Razvoj europskog gospodarstva ovisio je o američkom kapitalu, pa tako kriza prelazi i u Europu. SAD povlači svoj kapital iz Europe, a to su uglavnom bili

kratkoročni krediti ulagani u industriju, što je za ulagače imalo fatalne posljedice. Godine 1931. austrijske i njemačke banke su zatvorile svoje šaltere i proglasile nelikvidnost. Cijene su na svjetskom tržištu 1929. godine prosječno pale za oko 30–40%. Velika nezaposlenost bila je prisutna u cijelome svijetu, a umjesto razvoja slobodne vanjske trgovine dolazi do razvoja bilateralnih odnosa.

Poučene iskustvom iz 1929. godine, vlade svih zemalja u kojima su organizirane burze strogo kontroliraju njihov rad preko nadležnih ministarstava i trgovačkih komora te nastoje spriječiti pojave nerealnih špekulacija koje najčešće izazivaju “prodajnu paniku” i nagle skokove ili padove burzovnih tečajeva. Unatoč tome, 1987. godine The New York Stock Exchange bilježi masovni pad tečajeva. Taj fenomen zabilježen je kao “crni petak”. Dow Jones indeks pao je u samo nekoliko sati za 508 bodova, što je činilo 23 % ukupnog opsega prometa i blizio se samom dnu. Napetost je trajala nekoliko dana, a krizni menadžeri emisijskih banaka nastojali su naći rješenje i smanjiti nastale štete odnosno analizirati politiku financiranja i nadzora rada burzi. Pokazalo se da je pojačanje negativnog vala između vremenskih zona izazvao kompjutor. Naime, newyorška dionička društva i brokeri programirali su svoje kompjutore za terminske poslove i arbitražu vrijednosnih papira tako da kod određene visine tečaja automatski izbacuju prodajne i kupovne naloge na pojedinim burzama povezanim tim sustavom. Profesionalni špekulanti su tu situaciju iskoristili i ostvarili ogromnu zaradu dok oni koji su panično prodavali dionice po niskom tečaju, u isto su vrijeme ostvarivali gubitak koji za dulje vrijeme nisu mogli lako nadoknaditi. Od 1987. mnogi su politički i ekonomski događaji utjecali na krizu u svjetskom financijskom sustavu i na svjetskim burzama. Osim krupnih društvenih promjena u zemljama istočne Europe i raspada Varšavskog pakta, došlo je do ujedinjenja zapadne i istočne Europe, što je ujedno dovelo do jačanja značenja i uloge Europske unije, te uspostavljanja novih i kvalitetnijih odnosa između velesila itd. U burzovnom poslovanju dolazi do značajnih promjena pod utjecajem globalizacije. Dolazi do spajanja i preuzimanja burzi. Tržište kapitala ne poznaje granice.

## 2.3. Svjetske burze

Među najvećim svjetskim burzama s obzirom na vrijednosti svih poduzeća koja kotiraju na burzi: su New York Stock Exchange, Tokijska burza, Shanghai Stock Exchange i Euronext Europe. Navedene burze su predstavljene u ovom dijelu rada.

### 2.3.1. *New York Stock Exchange*

Burza u New Yorku – New York Stock Exchange (skr. NYSE) najznačajnija je burza u SAD-u. Korijene NYSE vuče iz 1792. kad se pod drvetom u Wall Streetu sastalo 24 brokera i potpisalo tzv. Buttonwood dogovor. Godine 1817. godine osnovan je Njujorški odbor za trgovinu i razmjenu (skr. NYSE). Nakon početka Prvoga svjetskog rata 1914. NYSE se nakratko zatvara. Godine 1920. dogodio se prvi teroristički napad kada je u bombaškom napadu ispred zgrade burze poginulo 33 ljudi. Još se jedan udar, ovog puta financijske prirode, dogodio 1929. godine, tzv. Veliki krah. Godine 1938. donesen je zakon o protekciji kako se slična situacija više ne bi dogodila. Nešto slično ipak se dogodilo 19. studenoga 1987. kada je Dow Jones pao za čak 22,6 posto kao pokazatelj nadolazeće recesije. Burza je privremeno zatvorena tijekom terorističkih napada 11. rujna 2001. Godine 2008. NYSE grupi burzi pridružuje se Amex poboljšavajući, pri tome, položaj tvrtke u američkim opcijama, fondovima kojima se trguje na burzi i novčanim dionicama te nudi vodeće mjesto za uvrštenje i trgovanje zatvorenim fondovima i strukturiranim proizvodima. Tržište dionica Amex preimenovano je u 2012. godine u NYSE MKT. Oblikovano kako bi podržalo novije tvrtke s velikim rastom, NYSE MKT je vodeća burza za tvrtke s malim kapitalom. Navedene tvrtke imaju koristi od potpuno integrirane trgovačke platforme koja koristi isti visokotehnološki model tržišta kao i NYSE s namjenskim pružateljima likvidnosti na prodajnom mjestu. NYSE Amex Options, kao jedna od dvije zasebne NYSE-ove platforme za trgovanje opcijama, nudi tradicionalni model tržišta s proširenim uslugama elektroničkog trgovanja. Trgovački prostor NYSE Amex Options na Wall Streetu je mjesto brokerskih pregovora, posebno za velike institucionalne narudžbe, narudžbe čvrstih naloga i složene narudžbe (American Stock Exchange, 2020., 2.).

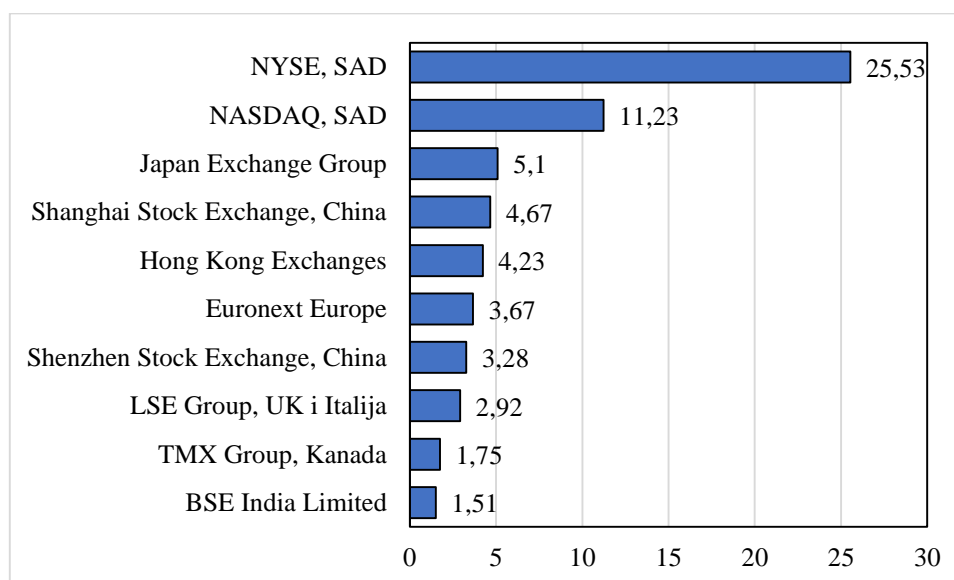
NYSE, NYSE MKT i NYSE Amex Options, od 2013. godine u vlasništvu su Intercontinental Exchangea (skr. NYSE: ICE), koji upravlja vodećom mrežom regulatornih burzi i klirinških kuća. ICE-ove terminske burze i klirinške kuće opslužuju globalna robna i

financijska tržišta, nudeći upravljanje rizikom i efikasnošću kapitala (American Stock Exchange, 2020., 3.).

Tržišna kapitalizacija NYSE u ožujku 2020. godine svih kompanija koje su kotirale na burzi iznosio je 25,53 bilijuna USD, što ju je svrstalo u vodeću svjetsku burzu s obzirom na tržišnu kapitalizaciju (Grafikon 1).

**Grafikon 1.** Tržišna kapitalizacija vodećih svjetskih burzi s obzirom na tržišnu kapitalizaciju svih poduzeća koja kotiraju na burzi, ožujak 2020. godine

u bilijunima USD



**Izvor:** Statista.com, 2020.

Prema podacima na Grafikonu 1, vidljivo je da je tržišna kapitalizacija svih kompanija koje kotiraju na NYSE više nego dvostruko veća od druge burze po veličini tržišne kapitalizacije, NASDAQ, te peterostruko veća od treće burze, Japan Exchange Group. Ti podaci jasno ukazuju na značaj koji NYSE ima na svjetskom tržištu.

S obzirom da je na veliki broj poduzeća koja kotiraju na newyorkškoj burzi, a koji su iz različitih gospodarskih sektora, osmišljeni su burzovni indeksi koji pomažu sudionicima na burzi i svima onima koji žele biti informirani o trgovanju dionicama na burzi, u mjerenju vrijednosti dionica koje kotiraju na burzi. Najznačajniji burzovni indeks na NYSE je S&P 500. Ovim indeksom se mjeri vrijednost najvećih 500 poduzeća koji kotiraju na newyorkškoj burzi

te se smatra najboljom predstavnicom cjelokupnog američkog tržišta dionica (Admiral Market, 2019.).

Osnovna karakteristika NYSE je da je to aukcijsko tržište dionica, na kojem se usklađuju najviša ponuda i najniža potražnja. Povijest njenog poslovanja, kako je vidljivo, duže je od dvjesto godina, a važnost koju ona ima na globalnoj razini vidljiva je i iz činjenice da se na njoj trguje s oko 60 % ukupnog broja dionica u svijetu.

### ***2.3.2. Japan Exchange Group***

JPY je najveća burza dionica u Aziji. Burza vrijednosnih papira pojavila se u Japanu osnivanjem Tokyo Stock Exchange Co., Ltd. u svibnju 1878. Burza je osnovana kao dioničko društvo s ciljem ostvarivanja dobiti (Hanžeković, 1990., 100.). Tijekom drugog svjetskog rata umjesto Tokyo Stock Exchange, osnovana je Japan Securities Exchange kao poludržavna organizacija. Nakon rata raspuštena je burza i Japan je ostao bez organiziranog tržišta vrijednosnih papira. Postepeno se pojavilo neslužbeno tržište over-the-counter market. U svibnju 1949. otvorene su burze u Tokiju, Osaki i Nagoji, a zatim burze u još pet gradova (Kioto, Hirošima, Fukuoka, Niigata i Sapiro). U travnju 1948. godine donesen je Zakon o burzama, koji se u većem dijelu poslovanja ugledao na američki Security Act iz 1933. godine i Security Exchange Act iz 1934. Japanske burze su organizirane po sustavu članstva, a svrha im je uspostavljanje tržišta vrijednosnih papira koje se ravna po trgovačkim načelima pravde i ravnopravnosti i vodi računa o javnom interesu i zaštiti investitora (Hanžeković, 1990., 101.).

Tokijska burza (Tokyo Stock Exchange Group) je 1. siječnja 2013. godine spojena s Osaka Securities Exchange te je nastala Japan Exchange Group (skr. JPX). Ovim je spajanjem nastala najveća burzovna grupacija u Japanu. Spajanju Tokijske burze i burze u Osaki daje se veliki značaj, na što upućuje i činjenica da se taj poslovni pothvat opisivao kao “korak bliže revitalizaciji japanske ekonomije” (Bašić, 2011.). Vrijednost poduzeća izlistanih na ove dvije burze u trenutku spajanja iznosio je 3,6 bilijuna USD, te je time prema tržišnoj kapitalizaciji JPY postala treća burza svijeta, iza NISE i NASDAQ, a ispred New York Stock Exchange, a ispred Shanghai Stock Exchange i Hong Kong Exchanges. Glavna podružnica JPY, uz Tokijsku burzu i burzu u Osaki je Japan Exchange Regulation (JPY-R), koja djeluje kao samoregulacijsko tijelo.

Tokijska burza je središnje mjesto trgovanja dionicama, sudjelujući velikim dijelom u ukupnoj likvidnosti JPY. S više od 3.500 poduzeća koje kotiraju na burzi, na Tokijskoj burzi se godišnje obavio oko 750 milijuna trgovina dionicama (Japan Exchange Group, 2020.). Sastoji se od četiri sekcije: prva sekcija u kojoj kotiraju najveće kompanije, druga sekcija, majke (tržište s visokom stopom rasta i emisijom dionica) i JASDAQ (engl. Japan Securities Dealers Association, Japansko udruženje trgovaca vrijednosnim papirima).

Burza u Osaki osnovana je 1. travnja 1949. godine, a osnovni kapital burze je 4,7 mlrd. jena. Burza je osnovana za terminske transakcije. Podrijetlo burze vrijednosnih papira vuče iz Edo razdoblja, kad je u Osaki, koja je u to vrijeme bila gospodarsko središte Japana, uspostavljena burza za rižu i usjeve. Svaka je prefektura imala vlastito skladište u Osaki za otpremu i konzerviranje riže (koju oporezuje vlada) i prodavala se trgovcima. Jedan od najpoznatijih trgovaca bio je “Yodoy”, u južnom dijelu Yodoyabashi područja. Trgovci su se postupno okupljali kako bi stvorili jedno tržište. To se tržište zvalo “Yodoya-Komeichi” te je bila prva burza vrijednosnih papira u Japanu. Kasnije je to tržište premješteno u Dōjima 1697. godine. Tzv. “Dōjimakomekaisho” bio je fizičko tržište na kojem se trgovalo rižinim-papirima ili fizičkom rižom. Godine 1716. uvedene su Cho-gomai transakcije, a 1730. godine ga priznaje vlada. To je ujedno označilo početak terminskih transakcija u Japanu. U lipnju 1878. godine uspostavljena je Osaka Stock Exchange, a 1943. godine burza u Osaki postaje divizija Japan Securities Exchange tijekom Pacifičkog rata. Nakon što su 1945. godine operacije na Japan Securities Exchange suspendirane, godine 1947. godine Japan Securities Exchange prestaje s radom. Donošenjem novog zakonskog okvira za rad burzi u 1948. godini, Osaka Securities Exchange počinje s radom u travnju 1949. godine (Japan exchange Gropu Corporate Site, 2020.). U 2020. godini na burzi se trguje futuresama i opcijama, provodi administracija trgovanja, administracija sudionika u transakcijama te razvoj i investicijska istraživanja za nove proizvode i okvire trgovanja.

Burza u Osaki je isključivo digitalno mjesto trgovanja koje omogućuje korisnicima tržišta online sudjelovanje na japanskim tržištima izvedenica. Indeksi volatilnosti, indeksi stranih i domaćih dionica, kao i proizvodi kamatnih stopa, neki su od izvedenica dostupnih na OSE-u. Proizvodi s kojima se najviše trguje na burzi u Osaki su Tokijski indeks cijena dionica, Nikkei 225 mini i Nikkei 225 (Japan Exchange Group, 2020.).

Japan Exchange Regulation je, kako je prethodno istaknuto, je neovisno, samoregulirajuće tijelo, čiji je cilj održati integritet tržišta. Zadužen je za nadzor trgovinskih operacija na OSE i TSE.

JPY je 1. listopada 2019. godine proširio svoje poslovanje na trgovinu robnim derivatima kupnjom tvrtke Tokyo Commodity Exchange. Tržišna kapitalizacija u ožujku 2020. godine iznosila je 5,1 bilijun USD (Statista.com, 2020.). JPX financijskim instrumentima tržišne razmjene kako bi sudionicima na tržištu pružio pouzdano mjesto za trgovanje vrijednosnim papirima i izvedenicama prisutnim na tržištu. Cilj je JPY-a pružiti svim korisnicima tržišta praktičnost i osigurati pouzdanost tržišta. Zauzvrat, od korisnika tržišta (izdavatelji, dobavljači informacija, osiguravajuća društva) prima naknada. Glavni izvori prihoda burze dolaze od usluga trgovanja, izlistavanja i obračuna.

### ***2.3.3. Shanghai Stock Exchange***

Shanghai Stock Exchange je četvrto najveće tržište dionica u svijetu po vrijednosti tržišne kapitalizacije, sa 4,67 bilijuna USD u ožujku 2020. godine (Statista.com, 2020.). Burza ima sjedište u Shanghaiju u Kini. Jedna je od dviju burzi koje neovisno djeluju u kontinentalnoj Kini, a druga je Shenzen Stock Exchange. Burza nije u potpunosti otvorena za strane ulagače te poslovanje često ovisi o odlukama središnje vlade, zbog kontrola računa kapitala koje provode kineske vlasti. Burza je osnovana 1990. godine.

Povijest burzovnog poslovanja u Kini može se pratiti od 1860-ih godina, kada je u Šangaju započela trgovina dionicama. Godine 1891. u Šangaju je osnovano Šangajsko udruženje brokera, rani oblik burze. Kasnije, u 1920-im godinama s osnivanjem Šangajske burze vrijednosnih papira (engl. Shanghai Securities Goods Exchange) i Šangajske kineske burze vrijednosnih papira (engl. Shanghai Chinese Securities Exchange, Šangaj se razvio u financijsko središte Dalekog istoka, gdje su kineski i strani investitori mogli trgovati dionicama, obveznicama i futuresama. Godine 1946. Šangajska kineska burza vrijednosnih papira preimenovana je u Šangajsku burzu vrijednosnih papira (engl. Shanghai Securities Exchange Co., Ltd.). U 1949. godine sva mjesta na kojima se trgovalo vrijednosnim papirima u Kini, zatvorena su.



Ponovno otvaranje tržišta vrijednosnih papira u Kini uslijedilo je 1980. godine kao rezultat reformi i otvaranja zemlje za inozemni kapital te razvoja socijalističkog tržišnog gospodarstva. Godine 1981. nastavljena je ponuda trezorskih obveznica. Godine 1984. izdane su dionice i obveznice poduzeća u Šangaju i drugim regijama. Dana 26. studenog 1990. godine osnovana je Šangajska burza, a 19. prosinca iste godine započela je s formalnim poslovanje (Shanghai Stock Exchange, 2020.). Pod snažnim vodstvom Središnjeg odbora CPC i Državnog vijeća te izravnog vodstva CSRC, Burza djeluje u skladu s nacionalnom reformom i razvojnim inicijativama.

Nakon 30 godina rapidnog rasta, Burza je izrasla u konkurentnu, otvorenu i uslužno orijentiranu burzu. S cjelovitom tržišnom strukturom, na Burzi se trguje dionicama, obveznicama, fondovima i derivatima. Implementirani su svjetski trgovinski sustavi i komunikacijska infrastruktura, koji mogu podržati učinkovit i stabilan rad šangajskog tržišta vrijednosnih papira. Burza ima učinkovit samoregulacijski sustav koji može osigurati uređen i uredan rad šangajskog tržišta vrijednosnih papira. Uz navedene prednosti, tržište vrijednosnih papira u Šangaju brzo je raslo i po veličini i po broju ulagača, čineći Burzu jednim od najreprezentativnijih tržišta kapitala u nastajanju. Prema ukupnom prometu, Burza zauzima sedmo mjesto na svijetu sa 6,1 bilijuna USD, a po prikupljenom kapitalu drugo mjesto s 92,93 mlrd. USD (Statista.com, 2020.). Takvim poslovnim rezultatima Šangajska burza je postala jednom od vodećih svjetskih burzi.

#### **2.3.4. Euronext**

Euronext je vodeća europska burza. To je transnacionalna burza odnosno zajednica burzi koja ujedinjuje burze u Amsterdamu, Bruxellu, Dublinu, Lisabonu, Londonu, Oslu i Parizu. U ožujku 2020. godine Euronext je imao više od 1.450 uvrštenih poduzeća s tržišnom kapitalizacijom od 3,67 bilijuna USD (Statista.com, 2020.). Na Burzi djeluje 225 aktivnih članova. Od prvog tržišta u 17. stoljeću do početka 21. stoljeća, Euronex financira gospodarstvo europskih zemalja više od 400 godine.

Euronext je nastao 2000. godine spajanjem triju europskih burzi: Pariške burze, Amsterdamske burze i Briselske burze. Kasnije, u 2002. godini stekao je Portugalsku burzu i Londonsku burzu, proširujući svoju ponudu tako da uključuje dionice, fondove koji trguju na

burzi, varante i certifikate, obveznice, derivate i dr. Sjedište Burze je u Amsterdamu, a glavni uredi u Bruxellesu, Londonu, Lisabonu, Dublinu i Parizu. U 2005. godini osnovan je Alternext. Reguliran isključivo Euronextom, Alternext je tržište dionicama, koje nudi pojednostavljene zahtjeve za uvrštenje na tržište i pravila trgovanja, kako bi se bolje zadovoljile potrebe malih i srednjih tvrtki, a istovremeno osigurala transparentnost investitora. Podružnica Euronexta je EnterNext, osnovan 2013. godine, čiji je zadatak financiranje i promicanje malih i srednjih poduzeća na financijskim tržištima. Obuhvaća 750 tvrtki s popisa na Euronext tržištima u Belgiji, Francuskoj, Nizozemskoj i Portugalu (Scott, 2019.). Euronext sam trguje u Amsterdamu sa simbolom ENX. Neki od njegovih referentnih indeksa uključuju: AEX u Amsterdamu, BEL 20 u Bruxellesu, CAC 40 u Parizu, PSI 20 u Lisabonu te Euronext 100 – paneuropski blue-chip indeks (indeks plavog čipa).

*Amsterdamska burza (engl. Amsterdam Stock Exchange)* smatra se najstarijom “modernom” burzom na svijetu i najvećom burzom u Europi za trgovanje opcijama, osnovana 1611. godine. To je privatno udruženje koje je u opcijsku burzu preraslo 1876. godine. Amsterdamska burza je tradicionalno pod međunarodnim utjecajem, koji proizlazi iz relativnog posebno niskog prosječnog odnosa tečaja/dobiti, kao i iz vlastitih dividendnih isplata za dionice poduzeća koja kotiraju na Burzi (Euronext, 2020.)

*Briselska burza (engl. Brussels Stock Exchange, skr. BSE)* je najveća belgijska burza vrijednosnih papira. Osnovana je 1801. godine dekretom Napoleona. Od 1989. primjenjuje kompjutorizirani sustav trgovanja (CATS). Godine 1999. spojena je s CIK-om i BELFOX-om (engl. *BELgian Futures and Options Exchange*), a u 2002. godini BSE je spojena s Amsterdamskom burzom, Lisabonskom burzom i Pariškom burzom u Euronext, promijenivši ime u BSE Euronext Brussels. Indeks briselske burze je BEL–20. Briselski indeks plavih čipova temelji se na uspješnosti 20 najreprezentativnijih tvrtki na belgijskom tržištu. Pokrenut 1991. godine, BEL 20 je dio nove generacije indeksa, koji predstavlja košaru dobro definiranih dionica na kojima se mogu temeljiti opcije i terminski ugovori. BEL 20 je osmišljen tako da predstavlja belgijsko tržište dionica te mora biti dovoljno likvidan i raznolik da može nesmetano trgovati. Indeks se koristi kao osnova za oblikovanje proizvoda, fondova, fondova koji trguju na burzi, opcija i terminskih ugovora.

*Lisabonska burza* (engl. *Lisbon Stock Exchange*, skr. LSE) osnovana je 1976. godine u Lisabonu u Portugalu, kao odjeljak za trgovinu obveznicama. Prethodnica Bolsa de Valores de Lisboa osnovana je 1769. godine kao Assembleia dos Homens de Negócio. Godine 1891. osnovana je Bolsa de Valores do Porto u Oportu. Nakon vojnog puča 1974. godine i Lisabonska burza i Porto burza bile su zatvorene, a ponovno će se otvoriti nekoliko godina kasnije. U 1999. ove su se dvije burze spojile u Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (skr. BVLP). Godine 2002. Euronext kupuje dionice Bolsa de Valores de Lisboa e Porto te nastaje Euronext Lisbon. Na Burzi kotira 57 poduzeća, a ukupna tržišna kapitalizacija domaćeg tržišta je 66,4 mlrd. USD (Euronext Lisbon, 2020.).

U 2002. godini Euronext se proširuje akvizicijom *London's International Financial Futures and Options Exchange* (skr. LIFFE). Londonska međunarodna burza futuresi i opcija, osnovana 1982. godine sa sjedištem u Londonu, u 2014. godini postala je dio Intercontinental Exchange te je promijenila ime u ICE Futures Europe.

*Pariška burza* (fran. *Bourses de Paris*) je povijesna Paris Stock Exchange. Pariška burza je prvi put otvorena 1563. godine i neformalno je poslovala do 1724. godine, kada su šezdesetorica mešetara dobili povlasticu da trguju svim obveznicama i dionicama (Hanžeković, 1990., 62.). Godine 1807. Napoleon I donio je *Code de Commerce* (Trgovački zakon), u kojem su utvrđena prava i obveze mešetara. Ujedno je arhitektu Brongniartu naredio gradnju današnju zgradu burze *Palais de la Bourse*, u kojoj burza posluje od 1827. godine (Leko, 2002., 92.). Tijekom 19. stoljeća razvilo se drugo, neformalno tržište, na kojem se poslovalo francuskim i inozemnim efektima, za koje se smatralo da nisu dovoljno važni da bi kotirali na službenom tržištu. To novo tržište, gdje su se mešetari zvali *courtiers en valeurs mobilières*, iako na početku bez zakonske regulacije, postalo je tako značajno da je službeno priznato 1942. godine. Krajem 1961. godine, država je odlučila da ujedini oba tržišta, koja su u to doba bila gotovo podjednako organizirana i u trajnom sukobu oko uvođenja novih vrijednosnih papira u poslovanje na burzi. U 2000. godini Pariška burza postaje dio Euronexta te mijenja naziv u Euronext Paris.

*Londonska burza* (engl. *London Stock Exchange*, skr. LSE) jedna je od najvećih i najstarijih burza u Europi (Londonska burza, 2020.). Smatra se da su prvi burzovni poslovi u

Londonu obavljani već u drugoj polovici 17. stoljeća, ali su veći značaj za gospodarski život dobili tek oko 1694. godine, osnivanjem Bank of England za vrijeme vladavine Vilima Oranskog (1689.–1702.) (Hanžeković, 1990., 52.). Osnivanje Bank of England i Burze bilo je povezano s pronalaženjem novih putova financiranja svih većih državnih rashoda. Stoga su prvi vrijednosni papiri u burzovnom prometu bile obveznice državnih zajmova. Prvo sjedište engleskih burzovnih mešetara bila je zgrada Royal Exchange, no mešetari je već 1798. godine napuštaju. Prvi pokušaj stvaranja organizirane burze pokrenulo je 150 mešetara 1773. godine, osnivanjem kluba u kavani “Johnatan”. Te su godine mešetari dobili i svoju zgradu, te je uveden pojam “Stock Exchange”. Nasuprot kasnijim vremenima, tada su i ne članovi uz plaćanje ulaznine mogli ući u poslovne prostorije burze. Godine 1802. Burza dobiva novu zgradu u kojoj ostaje do 1853. godine. Prva službena burzovna pravila prihvaćena su 1812. godine. Jedinstvena karakteristika burze je važnost tržišta državnih obveznica. Reformom burzovnog poslovanja u Engleskoj 1973. godine te pripajanjem šest regionalnih burza Velike Britanije, Burza je 1986. godine nazvana Međunarodnom burzom Velike Britanije i Republike Irske (engl. *International Stock Exchange of Great Britain and the Republic of Ireland*, skr. ISE), no i dalje se koristio naziv London Stock Exchange koji je 1991. godine vraćen. Dominantan indeks je FTSE (engl. *Footsie*), koji obuhvaća 100 dionica najvećih poduzeća uvrštenih na burzi (Londonska burza, 2020.). Spajanjem s Euronext mijenja naziv u Euronext London. Na Londonskoj burzi ostvaruje se 80 % ukupnog volumena trgovanja Euronexta. Londonska burza pokriva trgovanje na reguliranim Euronext tržištima novca i derivata, MTF-ovima Euronext Block i Euronext ETP Access te ECN, Euronext FX Corporate Service za uvrštene dionice i izdavače.

*Irska burza* (engl. *Irish Stock Exchange*, skr. ISE) je prvi put zakonski priznata 1799. godine kada je Irski Parlament donio Zakon o burzi (Dublin). U različitim razdobljima povijesti, ISE je uključivao brojne regionalne burze, uključujući burzu u Corku i Dublinu. Godine 1973. Irska se burza spojila s Britanskom i drugim Irskim burzama postavši dio Međunarodne burze Velike Britanije i Irske (engl. *International Stock Exchange of Great Britain and Ireland*), poznate kao London Stock Exchange). Godine 1995. ponovno se osamostalila i u travnju 2014. promijenila svoju korporativnu strukturu te postala vlasništvo brojnih burzovnih tvrtki (Chen, 2018.). U ožujku 2018. godine Euronext je dovršio kupnju ISE i preimenovao ju je u Euronext Dublin.

*Burza u Oslu (Oslo Børs VPS)* pridružila se Euronex Grupi u lipnju 2019. godine. Grupu Oslo Børs VPS čine Oslo Børs ASA, Verdipapirsentralen ASA (VPS) i Oslo Market Solution AS. VPS je vlasništvo tvrtke Centevo AB koja pruža usluge upravljanja digitalnom imovinom u nordijskoj regiji. Oslo Market Solution (OMS) je jedan od vodećih nordijskih dobavljača internetskih rješenja za financijska tržišta. Verdipapirsentralen ASA (VPS) osnovan je 1985. godine u svrhu uvođenja elektroničke registracije vrijednosnih papira za zamjenu fizičkih vrijednosnih papira u Norveškoj. VPS je jedini središnji depozitor vrijednosnih papira u Norveškoj, koji pruža učinkovitu infrastrukturu i usluge vezane uz transakciju vrijednosnim papirima i registraciju prava vlasništva nad vrijednosnim papirima. Tvrtka nudi registraciju za sve glavne vrste financijskih instrumenata kojima se u Norveškoj trguje: dionice, obveznice, vlasnički certifikati, kratkoročne obveznice i fondovi. Oslo Børs je jedino regulirano tržište vrijednosnim papirima u Norveškoj te vodeća svjetska burza u energetskom sektoru, pomorskom sektoru i sektoru morskog ribarstva. Oslo Børs posjeduje NOTC AS, sustav podrške trgovanju i tržište dionica koje ne kotiraju na burzi. Vlasnik je Fish Pool ASA, međunarodnog regulatornog tržišta za trgovinu financijskim ugovorima s lososima (Oslo Børs, 2020.).

Iz navedenog je vidljiv prisutan trend akvizicija i pripajanja burzi kako na europskom tržištu kapitala tako i na globalnoj razini.

### 3. TRGOVANJE NA BURZAMA

Burza, kako je već istaknuto, je strogo formalizirana. To znači da je trgovina standardizirana, kao i svi poslovi koji se na burzi odvijaju. U ovom dijelu rada daje se uvid u trgovanje pojedinim vrijednosnim papirima na burzi.

#### 3.1. Dionice i obveznice

*Dionica* je vrijednosni papir kojeg izdaje dioničko društvo i koji glasi na određeni dio temeljnog kapitala (Feldman, Obuljen, 1995., 83.). S tog aspekta one se u potpunosti razlikuju od obveznica koje predstavljaju potraživanje prema emitentu odnosno dug izdavatelja. Postoje četiri osnovne razlike između dionica i obveznica, odnosno tržišta na kojem se njima trguje. Te razlike su sljedeće (Feldman, Obuljen, 1995., 83.):

- 1) dionice su vrijednosni papiri bez roka dospijea,
- 2) s obzirom na nepostojanje roka dospijea većina se prometa dionica obavlja na sekundarnom tržištu,
- 3) promet dionica na sekundarnom tržištu obavlja se u jednakoj mjeri prodajom na OTC tržištu i na burzama vrijednosnih papira, dok se obveznicama uglavnom trguje na OTC tržištu, odnosno preko telefona,
- 4) dok obveznice karakteriziraju fiksne kamatne stope i vrijednost o dospijecu, dotle za dionice ne postoji unaprijed utvrđena stopa prihoda.

Vlasnik dionice je suvlasnik poduzeća. S obzirom na vrstu, razlikuju se u osnovi obične i preferencijalne dionice. Dok su prava običnih dionica utemeljena zakonom određene zemlje i internim propisima dioničkih društava, dotle su kod preferencijalnih dionica poznate one koje daju prednost: kod isplate dividende (npr. u obliku uvećane ili prioritetne isplate dividende) i u slučaju likvidacije (npr. namirivanje svojih prava prije vlasnika običnih dionica) (Prohaska, 1996., 42.).

Dva su tipa dionica (Saunders, Cornett 2006., 219.): obične i povlaštene dionice. Obična dionica je vrijednosni papir koji predstavlja idealan dio vlasništva dioničarskog društva, odnosno poduzeća. To je najapstraktniji oblik imovine, certifikat o pravu udjela u dobiti, riziku

i upravljanju poduzećem (Benić, 1999., 7.). Obična dionica se može sagledati i kao temeljno potraživanje. Vlasnici dionica na njihovoj osnovi ostvaruju svoja vlasnička prava u poduzeću (Feldman, Obuljan, 1995., 84.): 1) pravo učešća u financijskom rezultatu poduzeća, 2) pravo kontrole poslovanja poduzeća uvidom u poslovne knjige i 3) pravo glasa po pitanjima upravljanja poduzeća.

Dakle, redovne dionice daju, osim prava glasa i prava na dividendu, pravo na isplatu iz dijela ostatka likvidacijske odnosno stečajne mase. Pri tome treba posebno naglasiti da se raspodjela odnosi na ostatak stečajne ili likvidacijske mase, dakle, ono što ostane nakon provedenog postupka stečaja ili likvidacije, i to prema udjelu tih dionica u temeljnom kapitalu, kako prema nominalnom iznosu, tako i prema rodu. Potrebno je istaknuti da iako obični dioničari mogu potencijalno primiti neograničen broj isplata dividendi ukoliko je poduzeće visokoprofitabilno, oni nemaju nekih posebnih ili zajamčenih prava na dividendu. Umjesto toga, isplatu i veličinu dividendi određuje uprava društva izdavatelja (koje su izabrali obični dioničari). Nadalje za razliku od isplata kamata na dužničke vrijednosne papire, korporacija se nije oglašila o plaćanje ukoliko propusti isplatu dividende običnim dioničarima. Stoga, obični dioničari nemaju zakonsku zaštitu ukoliko ne prime dividende, čak i ako je tvrtka visokoprofitabilna i odabere korištenje tog profita za ulaganje u nove projekte i razvoj poduzeća (Saunders, Cornett, 2006., 221.). Jedan od nedostataka kod dividendi običnih dionica, s gledišta investitora, je dvostruko oporezivanje – jednom na razini poduzeća (po korporativnoj poreznoj stopi prema činjenici da se isplate na dividende ne odbijaju od poreza na profit tvrtke ili neto zaradu) i jednom na osobnoj razini (po stopi poreza na prihod pojedinca). Investitori mogu djelomično izbjeći to dvostruko oporezivanje držanjem dionica u rastućim tvrtkama koje većinom svojom zaradom financiraju daljnji rast poduzeća, a ne isplaćuju velike dividende. Obično rast zarade vodi do povećanja cijene dionica (Boras et al, 2002). Tako dioničari mogu prodati svoje dionice i platiti porez na kapitalni dobitak umjesto na obični prihod u obliku dividende (Saunders, Cornett, 2006., 221.).

Obične dionice ne mogu se izdavati u više rodova. Ako postoji više serija redovnih dionica, sve one čine isti rod, po načelu jednakosti između dioničara. Ako se odlukom o izdavanju dionica odredi da će jedna serija redovnih dionica imati veća prava od ostalih, tada ta serija dionica postaje povlaštena.

Iako se po samoj definiciji i objašnjenju pojma dionice čini nelogično postojanje više vrsta običnih dionica, u gospodarskoj praksi su se razvile i obične dionice koje nemaju pravo glasa po pitanju upravljanja. Radi se o tzv. *non voting stocks*, odnosno o dionicama serije B za razliku od dionica serije A koje imaju pravo glasa po pitanjima upravljanja. Te su se dionice najčešće emitirale prilikom raznih financijskih reorganizacija poduzeća. Tek u novije vrijeme neka poduzeća emitiraju dionice bez prava glasa po pitanjima upravljanja kao redovni izvor financiranja svoga poslovanja i ekspanzije poslovanja.

Obične se dionice mogu razlikovati i sa stanovišta rednog broja njihove emisije. Tako se može govoriti o osnivačkim dionicama (dionice prve emisije) i o dionicama drugih emisija. Naravno da i ovdje postoji njihovo razlikovanje sa stanovišta prava glasa po pitanjima upravljanja. Osnivačke su dionice one serije A iako se i obične dionice drugih emisija mogu izjednačiti s osnivačkim sa stanovišta svih prava pa tako i prava glasa po pitanjima upravljanja.

Konačno, pravo glasa po pitanjima upravljanja ne mora biti utvrđeno po prvoj mogućoj logici *jedna dionica jedan glas*, već neke dionice mogu imati potencirano pravo glasa. Radi se o dionicama s tzv. kumulativnim pravom glasa po pitanjima upravljanja ili pak o dionicama čiji određeni broj u paketu daje pravo izbora jednog ili više ovlaštenih direktora poduzeća. Potencirano pravo glasa po pitanjima upravljanja utvrđuje se primjenom određenih formula u kojima je presudan ponder broj dionica koje posjeduje određena pravna ili fizička osoba.

Dionice su, u potpunosti, razmjernjivi vrijednosni papiri. Stoga i samo poduzeće može otkupiti vlastite obične dionice bilo na temelju neposredne pogodbe s vlasnikom, ili preko sekundarnog tržišta kapitala. Otkup vlastitih dionica za poduzeće, praktično, znači kontrakciju imovinske bilance. Takve dionice, međutim, predstavljaju potencijalno povećanje imovine i vlastitog kapitala poduzeća oslobođeno administrativnih stega oko provođenja postupka njihove emisije. One ne ulaze u formiranje prava vlasnika. Takve se dionice nazivaju trezorskim dionicama (engl. *Treasury Stocks*), a zbog svojih karakteristika iskazuju se u pasivi imovinske bilance poduzeća kao odbitna stavka od vlasničke glavnice (Papuga, Orsag, Adrović and Mikac 1990, 74).

Motivi poduzeća za otkup vlastitih dionica mogu biti različiti. Tako se npr. mogu otkupiti interesi jednog ili više dioničara, zatim osigurati slobodne dionice za vršenje raznih



poslovnih kombinacija ili pak za njihovu podjelu ovlaštenoj upravi, za provođenje akcija za povećanje tržišne vrijednosti dionica, za provođenje akcija za onemogućavanje agresije drugih poduzeća na samostalnost dioničarskog poduzeća i sl.

Ponukani različitim motivima dioničari mogu dio svoga dioničarskog portfelja ili pak cjelokupni portfelj darovati poduzeću. U tom se slučaju govori o donatorskim dionicama (engl. *Donated Stocks*). Njihova je sudbina identična trezorskim dionicama samo što ne predstavljaju kontrakciju imovinske bilance poduzeća već samo promjenu strukture vlasničke glavnice dioničarskog poduzeća.

Dok su prava običnih dionica utemeljena zakonom određene države i internim propisima dioničkog društva, preferencijalne dionice daju određene prednosti, koje se mogu sagledati u sljedećem (Prohaska, 1996., str. 42): 1) kod isplate dividende, npr. u obliku uvećane ili prioritete isplate dividende i 2) u slučaju likvidacije, npr. namirivanje svojih prava prije vlasnika običnih dionica.

Preferencijalne, prioritete, povlaštene, privilegirane ili prijenosne dionice omogućuju svojim vlasnicima određene prednosti odnosno izvjestan privilegirani položaj u odnosu na vlasnike običnih dionica. One se po pravu prioriteta naplate preferencijalnih dividenda i učešća u likvidacijskoj masi dioničarskog poduzeća nalaze između obveznica, kojima su podređene, i običnih dionica, u odnosu na koje su nadređene. U odnosu na obične dionice preferencijalne dionice nose, po pravilu, limitirane dividende koje se najčešće obračunavaju po fiksnoj stopi kao i limitirano učešće u likvidacijskoj masi poduzeća (slično obveznicama), u visini njihove nominalne vrijednosti ili pak neke "realne" vrijednosti. Same preferencijalne dividende isplaćuju se tek nakon što se izglasa, ovisno o raspoloživosti financijskog rezultata i ciljevima dioničarskoga poduzeća. To znači da, za razliku od kamata, preferencijalne dividende ne moraju biti isplaćene. Međutim, najčešće se vlasnicima preferencijalnih dionica daje kumulativno pravo na neisplaćene dividende u budućim razdobljima koje je nadređeno isplati dividenda na obične dionice. Sam fiskalni tretman preferencijalnih dividendi identičan je tretmanu običnih dividenda. Vlasnicima preferencijalnih dionica najčešće se ne daje pravo glasa po pitanjima upravljanja (slično obveznicama). Međutim, to im se pravo, najčešće, garantira u slučaju da im kroz više obračunskih razdoblja nisu isplaćene preferencijalne dividende. Slično

kao i kod ostalih karakteristika koje se nalaze između običnih dionica i obveznica, iako je kapital od preferencijalnih dionica prvenstveno permanentni kapital dioničarskog poduzeća, poduzeće u pravilu, zadržava pravo njihova opoziva ili pak njihove konverzije u obične dionice (Papuga, Orsag, Adrović, Mikac, 1990., 81.).

*Obveznica* (eng. *bond*), ili zadužnica (obligacija) je “dužnički vrijednosni papir koji izdavaoca obvezuje na povrat pozajmljenih sredstava u određenom roku s određenom kamatom koja se isplaćuje periodično ili se pribraja glavnici i isplaćuje o dospijeću” (Andrijašević, 1997., 145.). To je kreditni instrument i u biti je ugovor o kreditu. Obveznica, dakle, predstavlja jedan od načina prikupljanja novčanih sredstava. Ona je “potraživanje i pismena isprava u kojoj se izdavatelj obvezuje da će imatelju obveznice, tj. vjerovniku u određenom roku i to dužim od jedne godine vratiti pozajmljeni iznos uvećan za kamate” (Prohaska, 1996., 31.). Obveznica može glasiti na ime ili na donosioca, a izdaje se u gotovim apoenima. U razvijenim zemljama razvio se veliki broj različitih vrsta obveznica koje osim države izdaju i banke, te razne financijske kuće. Osiguravajuća društva u svom financijskom poslovanju često ulažu u obveznice s ciljem da se zaštite i oplemene novac prikupljen iz premije osiguranja i ostalih vrsta prihoda.

Obveznice su (Saunders, Cornett, 2006., 172.), u pravilu, dugoročne obveze koje izdaju korporacije i vladine jedinice, a izdavanjem obveznica koriste se za prikupljanje sredstava za potporu duga operacijama izdavatelja (npr. za projekte kapitalnih izdataka). To je pisani dokument koji nalaže izdavatelju (emitentu) obveznice da plati njezinu imatelju određeni iznos novca naznačen na obveznici i ugovorene kamate, na samo jedan budući datum (datum dospijeća) ili na niz budućih datuma. U prvom slučaju radi se o obveznici bez kupona (jednokratno isplativoj obveznici), dok je u drugom slučaju riječ o obveznici s kuponima (višekratno isplativoj obveznici) (Saunders, Cornett, 2006., 172.).

Obveznica bez kupona (*zero coupon bond*) je ona kojom se emitent obvezuje da će izvršiti samo jednu isplatu na određeni budući datum i ta isplata jednaka je nominalnoj vrijednosti obveznice (ibid., 173). Prednost za emitenta je što nema godišnjih isplata, ali kada obveznica dospije, u slučaju nedostatka novčanih sredstava, emitent može doći u stanje nelikvidnosti i insolventnosti. Ukoliko se obveznice prodaju prije dospijeća, prodaju se uz

duboki diskont. Ako je riječ o obveznici s kuponima, emitent se obvezuje isplaćivati kamate u ugovorenim (polugodišnjim ili godišnjim) iznosima, dok se glavnica podmiruje na dan dospijea.

Postoje i tzv. obveznice sa serijskim dospijecom, kod kojih se i glavnica i kamate plaćaju u periodičnim iznosima. Najčešća vrsta obveznice je obveznica s fiksnim prinosom, koji označava kuponska stopa. Umjesto fiksne kamatne stope u toku trajanja dužničkog instrumenta, kamatna stopa može fluktuirati s tekućom tržišnom kamatnom stopom, pa se takve obveznice nazivaju obveznice s fluktuirajućim prinosom. Zbog zaštite vjerovnika, često se određuje minimalna kamatna stopa, rjeđe maksimalna kamatna stopa (Saunders, Cornett, 2006., 172.).

Uspješne korporacije izdaju neosigurane korporacijske obveznice, a kao osiguranje služi financijska snaga i moć prihoda kompanije. Suprotno tome, osigurane obveznice omogućavaju u slučaju neplaćanja namirenje iz imovine emitenta (hipotekarne obveznice).

Obveznice na temelju prihoda obvezuju poduzeće da plati kamatu tek onda kada ostvari dostatan prihod iz kojeg tu kamatu može podmiriti. Ova vrsta obveznice daje malu vjerojatnost fiksnog povrata. Konvertibilna obveznica je ona koja se može zamijeniti, prema opciji imatelja, za određen broj običnih dionica (omjer razmjene obveznica za dionice naveden je na obveznici). Obveznice se također mogu emitirati u stranoj valuti (*foreign bond issue*) (Saunders, Cornett, 2006., 172.).

Specijalna vrsta obveznica su euroobveznice (*eurobonds*), koje su denominirane u najstabilnijim stranim valutama, kojima se živo trguje (to su najčešće američki dolar, japanski jen, britanska funta i dr.). Ukoliko emitent obveznica ne plati kamate na dugovanje u ugovorenom roku, vlasnici obveznica mogu zahtijevati povrat glavnice i prije roka dospijea.

Obveznice, za razliku od dionica, ne daju pravo vlasniku obveznica na sudjelovanje u odlučivanju i dobiti, ali daju pravo na povrat uložene glavnice uvećane za ugovorenu kamatu na obveznice u ugovorenom roku. "Nominalna vrijednost obveznice pokazuje iznos novca koji će vlasnik obveznice dobiti u trenutku dospijea obveznice. Nominalna kamatna stopa na obveznice je stopa po kojoj se obračunava i isplaćuje kamata prema dinamici navedenoj u obveznici. Datum dospijea obveznice je datum na koji izdavatelj obveznice mora isplatiti

glavnicu vlasnicima obveznica” (Ivanović, 1997., 396.). Budući da su obveznice instrument dugoročnog financiranja, datum dospeljeća je obično između 2 i 30 godina nakon dana izdavanja obveznica. Kratkoročne obveznice najčešće imaju dospeljeće manje od godine dana. Srednjoročne obveznice obično dospeljevaju u roku od dvije do deset godina dok dugoročne obveznice obično traju više od 10 godina. Prednosti obveznica su i (Ivanović, 1997., 397.): 1) neosiguranost obveze, 2) efikasnost i fleksibilnost financiranja prema potrebama, 3) smanjenje izloženosti pojedinih banaka prema izdavatelju, 4) diversifikacija izvora financiranja i širenje baze investitora, 5) troškovi financiranja konkurentni tradicionalnim kreditnim linijama, 6) praćenje cijene vlastitog duga na tržištu i mogućnost refinanciranja u uvjetima pada kamatnih stopa, 7) financiranje na dulju ročnost uz fiksiranje kamatnih stopa i 8) marketinški aspekt.

Obveznice, dakle, u odnosu na dionice imaju značajne prednosti, a za ulagače one između ostalog znače i manji rizik ulaganja.

### **3.2. Kratka prodaja**

Kratka prodaja (engl. short selling) se može definirati kao “način na koji se pokušava ostvariti dobit od vrijednosnih papira čija vrijednost pada” (Capital.com, 2020.). Definira se kao “postavljanje negativne pozicije na imovinu” (Admiral Markets, 2020.). Kod ovog oblika trgovine, vrijednosne papire ulagač posuđuje kako bi ih prodao po trenutnoj cijeni, ali ih ne plaća sve dok cijena ne padne, tako da može ostvariti profit kroz razliku. U slučaju porasta cijene, ostvaruje gubitak. Ta se strategija naziva i “prodavati kratko” ili “kraćenje”. Kratku prodaju obavlja broker, koji je ulagaču posudio dionice na prodaju po njihovoj trenutačnoj cijeni, ali ih ulagač ne kupuje tako dugo dok ne “zatvori” svoju poziciju (Capital.com, 2020.). Pri tome se nada da će cijena pasti te da će ostvariti dobit, odnosno da neće biti na gubitku u slučaju rasta cijene. Ulagači mogu koristiti kratku prodaju kao dio njihove špekulativne strategije. No, potrebno je istaknuti kako je ova strategija rizična, te da ulagač može pretrpjeti gubitak ukoliko cijena vrijednosnog papira poraste.

### 3.3. Izvedenice

Financijske izvedenice su vrijednosnice kojima se počelo organizirano trgovati na svjetskom tržištu kapitala prije dva do tri desetljeća. U tom je razdoblju došlo do velikog povećanja opsega trgovanja tim instrumentima i kontinuiranog pojavljivanja novih i sve kompleksnijih vrsta izvedenica. To su financijski instrumenti koji su ovisni o vrijednosti neke druge, osnovne varijable. Ta varijabla može biti neka druga vrijednosnica, no može biti i bilo koja druga stohastička varijabla, kao što su to npr. meteorološke varijable (temperatura, količina snijega, jakost vjetera itd.). Izvedeni financijski instrumenti ili derivati predstavljaju grupu raznovrsnih financijskih “proizvoda” čija je vrijednost određena ovisno o “podlozi” na koju se taj instrument veže (Jelić, 2000., 75.). Ova “podloga” može biti vrijednost neke robe, strane valute, košarice valuta, vrijednosnih papira, burzovnih indeksa, kamatnih stopa i dr. Prema svom nastanku, izvorna svrha financijskih izvedenica bila je osiguranje od različitih rizika promjene cijena odnosno određenih vrijednosti, zbog čega se i danas redovito koriste.

Osnovni oblici financijskih izvedenica su: opcije, futuresi, varanti, konvertibilije i prava. U praksi postoji nepregledna lepeza drugih proizvoda koje bankari nazivaju različitim imenima, kao što su primjerice caps, floors, collars, swaptions itd. Svakim danom se kreiraju nove financijske izvedenice.

*Opcije* zauzimaju značajno mjesto na tržištu izvedenica. Njihova je popularnost posljedica širokog spektra mogućnosti koje one daju financijskim subjektima da poboljšaju svoju financijsku poziciju. Iako se opcije u praksi pokazuju kao veoma vrijedan instrument, one su povezane s velikim rizicima. Uz njih se vezuju i mnogobrojni bankroti poznatih financijskih ustanova u svijetu (Barrings, LTCM, Metallgesellschaft, itd.). Opcija je ugovor između dviju stranaka koji kupcu daje pravo, ali ne i obvezu da kupi ili proda opcijom specificirani terminski ugovor (Vukina, 1996., 96.). Dakle, opcije (engl. *options*) odnosno opcijski ugovori su pismeni ugovori kojima se izdavalac–sastavljač opcije (engl. *writer of an option*) odnosno njihov prodavalac obvezuje da će u budućnosti osigurati izvršenje prava iz opcije odnosno pravo na kupovinu i/ili na prodaju vrijednosnih papira, sve uz određenu premiju (engl. *premium*). Kupac, koji ujedno može biti i/ili prodavalac, ima pravo ali ne i obvezu da na osnovi plaćene premije, po nekoj izvršnoj, zaključnoj ili osnovnoj cijeni (engl. *exercise price, striking price, basis price*) i u utvrđenom roku (engl. *expiration day*), kupi odnosno proda vrijednosni papir na koji glasi

opcija. Na tržištu se susreću dvije vrste opcija (Vukina, 1996., 96.): call opcije i put opcije. *Call opcija* daje pravo, ali ne i obvezu, kupcu (imaocu) opcije da kupi od prodavatelja (pisca opcije) terminski ugovor po unaprijed određenoj udarnoj cijeni (strike price ili exercise price) bilo kada u vremenskom intervalu prije dospijeća opcije. *Put opcija*, daje pravo, ali i ne i obvezu, kupcu (imaocu) opcije da proda prodavatelju (pisцу) opcije terminski ugovor po unaprijed određenoj udarnoj cijeni u vremenu prije dospijeća opcije.

*Futures ugovor* je standardizirani terminski ugovor koji obvezuje na kupnju ili prodaju neke vrijednosnice, robe ili valute, na neki dan u budućnosti (Šimović, 2003., 200.). Predstavlja ugovor između kupaca i prodavaoca, te burze odnosno obračunskog zavoda, o kupnji ili prodaji nečega u budućnosti po cijeni dogovorenoj u sadašnjosti (Ivanović, 1997., 438.). Pojavom futures ugovora trgovina na burzama razdvojila se na promptno i terminsko tržište. Futures ugovor se razvio iz terminskog ugovora. Ugovor predstavlja obvezu koja prodavaocu nalaže izvršenje isporuke, a kupcu obvezu prihvata unaprijed dogovorene robe ili valute na točno određeni dan u budućnosti. U svakom promptnom ugovoru specificiraju se tip robe ili valute, tip ili vrsta vrijednosnog papira i sl., cijena i rok isporuke, te ime specijaliziranog obračunskog zavoda za izvršenje takvog ugovora odnosno za njegovo poravnanje.

*Terminski ugovori* (engl. *forward contract*), za razliku od *promptnih* (standardiziranih) ugovora, predstavljaju nestandardizirane ugovore između kupaca i prodavača o kupoprodajnoj aktivnosti na određeni datum u budućnosti po cijeni dogovorenoj u sadašnjosti. Osnovne su razlike između promptnih i terminskih ugovora u tome, *prvo*, što su promptni ugovori, kao što je navedeno, standardiziranog a terminski običnog nestandardiziranog oblika, *drugo*, što je terminskim ugovorima uobičajeno točno utvrditi datum isporuke, dok se promptni ugovorima predviđaju rokovi od – do u kojima je moguće izvršiti isporuku, *treće*, što se promptni ugovori javljaju na strogo formaliziranim tržištima kapitala (za razliku od terminskih, koji se javljaju na manje formaliziranim tržištima kapitala, u izravnom kontaktu između kupca i prodavatelja), i *četvrto*, u tome što je kreditni rizik manji kod promptni ugovora, jer obračunski zavod, koji je povezan s burzom, kod ove vrste ugovora, garantira svaku transakciju.

*Varanti* (engl. *warrants*) su pismene punomoći kao neodvojivi dijelovi (engl. *und detachable*) obveznica i preferencijalnih dionica, odnosno samostalni, odvojivi (engl.

*detachable*) vrijednosni papiri, koji njihovim vlasnicima omogućuju pravo kupnje određenoga broja dodatnih novoemitiranih običnih dionica po unaprijed utvrđenoj fiksnoj izvršnoj cijeni (engl. *exercise price*) do datuma istjecanja (expiration date) varanta (Ivanović, 1997., 443.). Njihovu cijenu određuju, prvo, razlika između tržišne cijene dionica i one garantirane u varantu, koja je nešto niža od tekuće tržišne cijene, i drugo, broj dionica koji se može kupiti po fiksnoj cijeni na temelju jednoga varanta. Varanti kao samostalni vrijednosni papiri, prilikom reorganizacije poduzeća, mogu se izdavati i vlasnicima običnih dionica te drugim zainteresiranim investitorima. Rok njegovog istjecanja je veoma važan kad varanti cirkuliraju kao odvojivi vrijednosni papiri.

Varanti se obično koriste kao “slatkiši” koji se daju uz javnu emisiju obveznica, ili uz zaduživanje koje se vrši mimo službenih tržišta kapitala. Investitor ne samo da dobiva fiksni povrat koji je vezan za sredstva koja on posuđuje drugome, već i opciju kupovine običnih dionica po utvrđenoj cijeni. Kada bi se tržišna cijena dionica povećala, ta opcija bi mogla biti vrijedna. Kao rezultat toga, poduzeće bi trebala moći ostvariti nižu kamatnu stopu nego u drugim slučajevima. Za poduzeća koja predstavljaju granični kreditni rizik, upotreba varanta može činiti razliku između sposobnosti i nesposobnosti pribavljanja sredstava putem emisije instrumenata zaduživanja. Osim što služe kao “slatkiš” pri financiranju zaduživanja, varanti se koriste pri osnivanju poduzeća kao kompenzacija osiguravateljima i financijerima osnivačkog kapitala.

*Prava* (engl. *rights*) predstavljaju samostalne vrijednosne papire koji njihovim vlasnicima odnosno običnim dioničarima, do datuma istjecanja prava, omogućuju pravo, prvokupnje određenoga broja dodatnih novoemitiranih običnih dionica uz privilegiranu upisnu cijenu (engl. *subscription price*), kako bi osigurali svoj udio u vlasničkoj glavnici korporacije (Ivanović, 1997., 443.). Vrijednost prava određena je razlikom između tržišne cijene dionica i privilegirane upisne cijene po kojoj se mogu kupiti emitirane obične dionice.

Iz ovog kratkog prikaza vidljivo je da na burzama postoji veći broj izvedenica kojima se trguje. Njihov broj nije konstantan već se oblikuju nove izvedenice koje nalaze svoje mjesto na burzi.

## **4. TRŽIŠTE KAPITALA U HRVATSKOJ**

Stabilnost tržišta kapitala vraćaju povjerenje ulagača u tržište kapitala i aktualiziranje ulaganja na tržištu kapitala. U ovom dijelu rada istražuju se karakteristike hrvatskog tržišta kapitala, daje kratak pregled značajki Zagrebačke burze te ukazuje na perspektive i razvoj hrvatskog tržišta kapitala u budućnosti.

### **4.1. Obilježja hrvatskog tržišta kapitala**

Tržišta kapitala, kako u svijetu, tako i u Republici Hrvatskoj od velike su ekonomske važnosti. Posjedovanje određenog kapitala i razumijevanje financijskih instrumenata iziskuje i poznavanje mjesta trgovanja, koja spajaju ponudu i potražnju za financijskim instrumentima. U ovoj dijelu završnog rada daje se uvid u obilježja hrvatskog tržišta kapitala kroz sljedeće tematske jedinice: 1) razvojna obilježja hrvatskog tržišta kapitala i 2) analiza stanja na hrvatskom tržištu kapitala.

#### ***4.1.1. Razvojna obilježja hrvatskog tržišta kapitala***

Prijelaz s planskog gospodarstva u tržišno gospodarstvo početkom 1990-ih godina označio je i potrebu razvijanja tržišta kapitala. No, tržište kapitala na području Republike Hrvatske nije novijeg datuma. Ono je djelovalo u prvoj polovici 20. stoljeća. Godine 1907. utemeljena je Zagrebačka burza u sklopu Trgovačkog doma (današnje Gospodarske komore) kao sekcija za robu i vrednote (Zagrebačka burza, 2020.). Njeno djelovanje je završilo 1911. godine, a ponovno je otvorena tek nakon završetka prvog svjetskog rata, 1919. godine, pod nazivom Zagrebačka burza za robu i vrednote. Karakter joj je bio međunarodni, što je uključivalo posebice klijente iz Praga i Beča. Na Zagrebačkoj burzi su se realizirale brojne novčane transakcije, stvarajući osnovu za utemeljenje snažnog bankarstva u Zagrebu. Društvene i političke promjene te ratna događanja koja su se u idućem razdoblju događala utjecala su na zatvaranje Burze 1945. godine, te prestanak djelovanja tržišta kapitala. Plansko gospodarstvo, naime, nije imalo potrebe za tržištem kapitala. Prevladavao je monobankarski sustav. Početkom 1990-ih promijenjena je uloga centralne banke te počinju djelovati komercijalne banke uz samu privatizaciju. Banke u bivšoj Jugoslaviji 'osnivala' su poduzeća iz realnog sektora, kojima je kapitala banaka, u većini slučajeva, dodijeljen u 1989. i 1990. godini



padom socijalizma. Hrvatska je u 1990. godini imala 26 banaka u državnom vlasništvu. Nakon toga, državne banke nisu bile predmetom direktne privatizacije, već su privatizirani vlasnici banaka, odnosno poduzeća iz realnog sektora koji su bili njihovi vlasnici (Kraft, Hofler, Payne, 2004., 3.). U tom procesu, neke od banaka su “usput” privatizirane. Banke koje su imale bolje poslovne rezultate izdale su nove dionice, i na taj način su došle do dioničara koji su platili svoje dionice, no privatizacija se banaka većinom ocjenjuje pasivnom i neizravnom. Većina starih državnih banaka je do 1996. godine privatizirana. Neke od banaka je preuzela država, te ih je nakon sanacije prodala strateškim ulagačima. Do 1997. godine rad je odobren za ukupno 49 banaka. No, bankarska kriza koja je uslijedila 1998. i 1999. godine utjecala je na propadanje 14 banaka, te se njihov broj do 2000. godine smanjio na 43. Već 1994. godine u hrvatske banke ulazi strani kapital, te do 2000. godine u strano vlasništvo prelazi 83,7 % ukupne imovine banaka (Kraft, Hofler, Payne, 2004., 3.). U 2018. godini u Hrvatskoj je 21 banka, od čega je 11 banaka (90,2 %) u stranom vlasništvu. U ukupnoj imovini banaka u Republici Hrvatskoj, inozemne banke sudjeluju s 90,2 %. Najveći udio imaju banke u talijanskom vlasništvu (48,9 %), a slijede banke u austrijskom vlasništvu, s udjelom od 29,9 % (Hrvatska narodna banka, 2019., 7.).

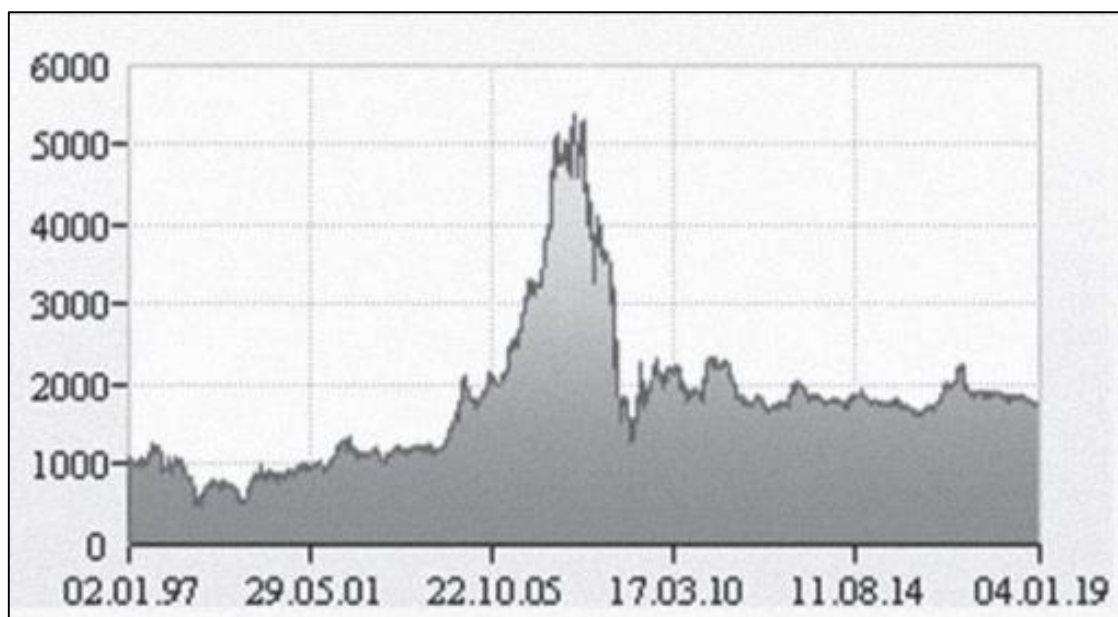
Promjene u bankarskom sektoru tekle su paralelno s procesom uspostave tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj, koji je započeo 1991. godine. Taj je proces zahtijevao brojne reforme, kao što su: strukturiranje adekvatnog zakonodavnog i regulatornog okvira, provedba privatizacije državnih poduzeća i dr. Burza se obnavlja 1991. godine, a prvi zakonom kojim se regulira tržište kapitala donesen je u prosincu 1995. godine, Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima. Godine 1997. osnovano je Središnje klirinško depozitarno društvo. Zakonski akti su u sljedećem razdoblju nadopunjavani i mijenjani. U 2002. godine donesen je Zakon o tržištu vrijednosnih papira, koji je u 2008. godini zamijenjen Zakonom o tržištu kapitala. Hrvatsko tržište kapitala je već u prvom desetljeću svog razvoja bilo institucionalno uređeno djelovanjem dviju burza: Zagrebačke i Varaždinske. Odobrenjem HANFA-e (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga) u 2007. godini Zagrebačka burza postaje jedini operater uređenog tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj te operater multilateralne trgovinske platforme (skr. MTP) (Grubišić Šeba, 2013., 221.), ako rezultat pripajanja Varaždinske burze Zagrebačkoj burzi 2006. godine. Varaždinska burza je počela s radom 1993. godine kao OTC tržište sa sjedištem u Varaždinu. Burzom je postala 2002. godine. Tržišna kapitalizacija Varaždinske burze na početku 2007. godine iznosila je 9,8 mlrd. eura. Pripajanjem Varaždinske burze

Zagrebačkoj burzi nastalo je jedinstveno tržište kapitala u Hrvatskoj. U 2008. godini donesen je Zakon o tržištu kapitala, koji je stupio na snagu 1. siječnja 2009. godine. Tijekom vremena ovaj je zakon doživio sedam izmjena i dopuna, u svrhu daljnjeg usklađivanja s pravnim stečevinama Europske unije (koju u području tržišta kapitala karakterizira dinamičnost i podložnost čestim promjenama), odnosno stvaranja preduvjeta za potpunu integraciju financijskog tržišta Republike Hrvatske u jedinstveno tržište država članica Europske unije (Nacrt prijedloga Zakona o tržištu kapitala, 2017.).

Dana 6. srpnja 2018. godine donesen je novi Zakon o tržištu kapitala koji je stupio na snagu 22. veljače 2020. godine, s izmjenama u 2020. godini. Na formiranje novog zakona bilo je potrebno više od dvije godine. Nova verzija zakona imala je za cilj povećanje učinkovitosti financijskih tržišta, smanjenje utjecaja tržišne nepravilnosti te stvaranje odnosa povjerenja sa sadašnjim i budućim ulagačima. U tu svrhu “dodatno je uređeno područje poslovanja osoba ovlaštenih za obavljanje poslova s financijskim instrumentima, detaljnije su propisani uvjeti trgovanja financijskim instrumentima te su propisani uvjeti trgovanja robnim izvedenicama, emisijskim jedinicama i izvedenicama na emisijske izvedenice, unaprjeđena je zaštita ulagatelja s ciljem osnaživanja okvira za pružanje usluga investicijskog savjetovanja i upravljanja portfeljem, kao i poboljšana kvaliteta informacija koji se daju klijentima vezano uz investicijske usluge koje im se pružaju, uvode se veći regulatorni zahtjevi obzirom na razvoj tehnologije i tržišne infrastrukture, a vezano za nove trgovinske platforme i visokofrekventno i algoritamsko trgovanje i dr.” (Nacrt prijedloga Zakona o tržištu kapitala, 2017.)

S obzirom na ovaj kratak povijesni pregled razvoja tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj te uz kretanje dioničkog indeksa CROBEX u razdoblju od 1997. do 2019. godine (grafikon 2) mogu se uočiti četiri razvojna razdoblja kroz koje je hrvatsko tržište kapitala prošlo na svom razvojnom putu.

**Grafikon 2.** Kretanje vrijednosti CROBEX-a od njegovog osnutka 1997. godine do početka 2019. godine



**Izvor:** Penda, 2019., 129.

Iz kretanja vrijednosti CROBEX-a jasno se uočavaju razdoblja razvoja hrvatskog tržišta kapitala. Posebno je vidljivi dinamičan rast u razdoblju od 2005. do 2007. godine. Razvojna razdoblja mogu se opisati kako slijedi (Penda, 2019., 130-132):

**1. razdoblje: 1991. – sredina 1997. godine (“Rađanje”, odnosno “Obnavljanje”)** – karakterizira početak postojanja hrvatskog tržišta kapitala, odnosno njegovo obnavljanje u samostalnoj Republici Hrvatskoj. Trgovina dionicama dio je općeg postupka privatizacije koji vodi Hrvatski fond za privatizaciju (osnovan 1992. godine). Trgovina se odvija na vrlo rudimentalan način: telefaksom i dokumentacijom ovjerenom u općinskim uredima. Tržište kapitala nema pravi institucionalni okvir, pa se pojavljuje mešetarenje paketima dionica, tzv. “torbarenje”. Time je započeo društvenim transfer vlasništva nad vrijednom javnom i državnom imovinom. Prvo razdoblje razvoja tržišta kapitala završava stvaranjem CROBEX-a 1997. godine i uvođenjem elektroničkog sustava za trgovanje u realnom vremenu, TEST-1.5.

**2. razdoblje: sredina 1997. – kraj 2004. (“Formativno doba”)** – obilježeno je dodatno alokacijom i akumulacijom vlasništva nad ekonomskom odnosnom društva, s tim da se uključuju i inozemni akteri kroz inozemna direktna ulaganja uglavnom preuzimajući vlasničke udjele (prvenstveno u bankarskom sektoru, a kasnije i u farmaciji, telekomunikacijama i dr.), te iznimno malim dijelom kroz “greenfield” investicije. Stagnacija CROBEX-a prisutna je u razdoblju od 1997. do 2000. godine (grafikon 2). Tek nakon 2000. godine međunarodni pritisak na Republiku Hrvatsku popušta, te Hrvatska podnosi 21. veljače 2003. godine zahtjev za punopravno članstvo u EU, a pristupni pregovori otpočeli 3. listopada 2005. Takav splet okolnosti utjecao je i na početak oporavka CROBEX-a (2001.-2005.), koji je tada preskočio svoju prvotnu vrijednost od 1.000 bodova, te više nije pao ispod nje.

**3. razdoblje: 2005.-2007. (“Rast”)** – karakterizira postupni rast hrvatskog tržišta kapitala. Taj je rast zabilježen tijekom 2005. godine usporedo s ubrzanim rastom BDP-a, otvaranjem europske perspektive Hrvatskoj, započetim pristupnim pregovorima o članstvu u Europsku uniju, te očekivanjima brzog i uspješnog zatvaranja pregovora. Godine 2005. osnovana je i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (skr. HANFA), agencija za nadzor tržišta kapitala, brokerskih društava, mirovinskih i investicijskih fondova te tržišta osiguranja.

Prvi eksplozivan rast hrvatskog tržišta kapitala uslijedio je nakon pokušaja preuzimanja dionica Plive koje su kotirale na zagrebačkoj i londonskoj burzi od strane islandske tvrtke Actavis. To je preuzimanje utjecalo na rast dionica Plive na burzi, s 481 kune na 570 kuna, ali je istovremeno i hrvatsko tržište kapitala postalo atraktivno javnost za investiranje novčanih viškova. Preuzimanje Plive nije uspjelo, a ona je tek 2016. godine prodana Barru po cijeni dionice od 820 kuna. Godina 2007. označena je i spajanjem Zagrebačke i Varaždinske burze. CROBEX je u razdoblju od 2005. do 2007. godine narastao s vrijednosti od 2.000 bodova na 5.392,94, što je bila njegova povijesno najveća stečena vrijednost ostvarena 15. listopada 2007. godine.

**4. razdoblje: 2008.-2009. (“Pad”)** – ovo se razdoblje može okarakterizirati vjerojatno kao najdramatičnije razdoblje u cijeloj povijesti hrvatskog tržišta kapitala. Razdoblje je označeno svjetskom financijskom krizom koja je imala negativne učinke i na hrvatsko tržište

kapitala. CROBEX je u samo godinu dana pao s vrijednosti od 5.245,58 bodova (2. siječnja 2008. godine) na 1.722,19 boda (31. prosinca 2008. godine), ili za 67,17 %. Pad CROBEX-a je nastavljen i u 2009. godini, te je 9. ožujka ostvarena najniža vrijednost od 1.262,58 bodova. Ukupno promatrajući CROBEX je u tom razdoblju (2. siječnja 2008. – 9. ožujka 2009.) pao za 75,94 %.

**5. razdoblje: 2009. – do danas (“Devastacija”)** – posljednje razdoblje razvoja hrvatskog tržišta kapitala koje obuhvaća cijelo posljednje desetljeće obilježava stagnacija vrijednosti CROBEX-a kao i stagnacija ukupne dioničke tržišne kapitalizacije. Razdoblje do 2015. godine obilježeno je snažnim padom industrijske proizvodnje te padom trgovine na malo, a pad realnog BDP-a do 2013. godine iznosio je 11 % u odnosu na vrh poslovnog ciklusa 2008. godine (Buterin i Buterin, 2014., 33.). U tom razdoblju dolazi do značajnog pada tržišne kapitalizacije dionica promatranih s aspekta pojedinih gospodarskih sektora zastupljenih na Zagrebačkoj burzi, uz iznimku sektora turizma i financijske djelatnosti. Svojevrsan egzodus izlistanih kompanija sa Zagrebačke burze i dramatičan pad ukupnog prometa dionicama, razlogom su što se govori o svojevrsnoj devastaciji hrvatskog tržišta kapitala u posljednjem desetljeću. To posebice dolazi do izražaja ako se kretanja na Zagrebačkoj burzi usporede s kretanjima na važnijim tržištima kapitala u svijetu u istom razdoblju. Za razliku od pojedinih parametara koji na svjetskim burzama pokazuju pozitivan trend, na Zagrebačkoj burzi ti isti parametri pokazuju drastičan pad. Zagrebačka burza je 2015. godine vlasnički preuzela Ljubljansku banku.

#### ***4.1.2. Analiza stanja hrvatskog tržišta kapitala***

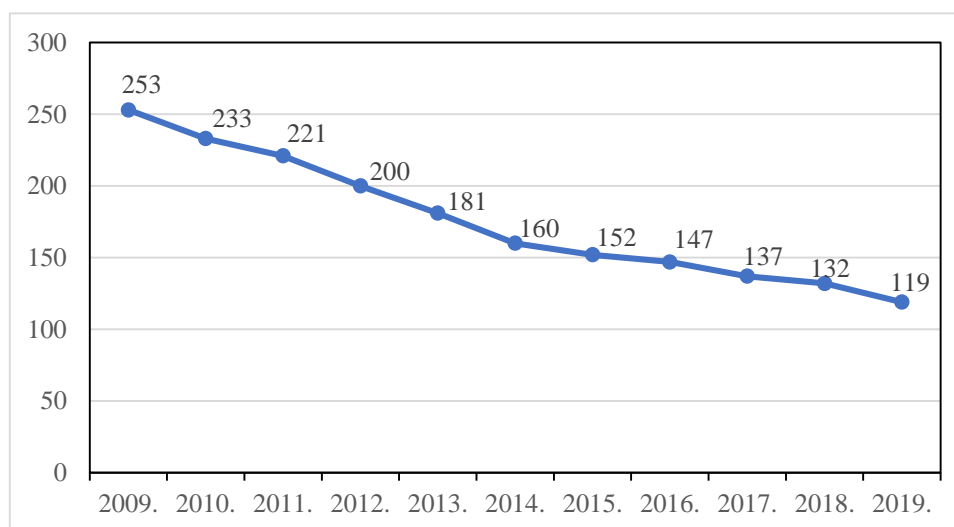
Tržište kapitala ne bi trebalo biti samo sebi svrha. Ono bi trebalo biti na usluzi potrebama realnog gospodarstva, poticati produktivne investicije, mobilizirati štednju, diversificirati rizik i sl. (Pečarić, Anetić i Radić, 2012., 117.). Činjenica je, međutim, da je hrvatski financijski sustav bankocentričan, kao što je primjerice, i u Njemačkoj, za razliku od nekih zemljama članica Europske unije, poput Irske i Velike Britanije, koje imaju miješani sustav. U početnoj fazi razvoja tržišta kapitala, poduzeća koja su emitirala dionice na Zagrebačku burzu i Varaždinsku burzu nisu od te emisije imala značajnije koristi, te su za financiranje razvoja koristili bankarske kredite. Prema Groseldu (1994) sve vlade zemalja centralne i istočne Europe u ranim godinama tranzicije (pa i Hrvatske) podupirale su

anglosaksonski model tržišnih ekonomija zasnovan na razvijenim financijskim tržištima, koji je imao epitet simbola kapitalizma koje su ove zemlje i težile, no ubrzo se ovaj model pokazao neprimjeren za nasljeđe centralno-planske ekonomije s bankama kao temeljnim institucijama te bankovnim depozitima i bankovnim kreditima kao jednim mogućim instrumentima financiranja odnosno izvorima eksternog financiranja, pa su se reformatori usmjerili na daljnji razvoj kontinentalnog, bankocentričnog oblika financijskih sustava (Olgić Draženović, Buterin i Buterin, 2018, 129). Tijekom kuponske privatizacije, u kojoj sudjeluju isključivo stradalnici Domovinskog rada, nastaju privatizacijski investicijski fondovi, kao dionici industrije fondova u Republici Hrvatskoj.

Razvoj tržišta kapitala u uskoj je vezi s političkim odlukama, s obzirom da bez suglasnosti vodećih političkih tijela ne mogu stupiti na snagu zakoni koji daju okvir tržištu kapitala niti mogu biti stvorene institucije potrebne za njegovo nesmetano funkcioniranje. Osim toga, uključanjem državnih tijela u slobodan razvoj tržišta kapitala, raste povjerenje i domaćih i inozemnih investitora, što je iznimno važno za rast i razvoj tržišta kapitala, jer se tako omogućuje slobodan protok kapitala na tržištu i sudjelovanje investitora u financiranju gospodarskog razvoja neke zemlje. Tržište kapitala je, nadalje, pod utjecajem političke stabilnosti u zemlju. Naime, privlačenje međunarodnih ulaganja je veće ukoliko postoji politička stabilnost. Tome svakako treba dodati i značaj monetarne stabilnosti za privlačenje investitora, ali i fiskalne stabilnosti.

Republiku Hrvatsku karakteriziraju česte promjene fiskalnog sustava, a posljednjih godina i politička nestabilnost koja dovodi i do niske razine zainteresiranost međunarodnih investitora za Republiku Hrvatsku i hrvatsko tržište kapitala. To rezultira i niskom razinom likvidnosti hrvatskog tržišta kapitala. Na probleme na hrvatskom tržištu kapitala, u prvom redu ukazuje broj poduzeća čije dionice kotiraju na Zagrebačkoj burzi, koji u razdoblju od 2009. do 2019. godine pokazuje trend pada (grafikon 3).

**Grafikon 3.** Kretanje broja poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2009. do 2019. godine



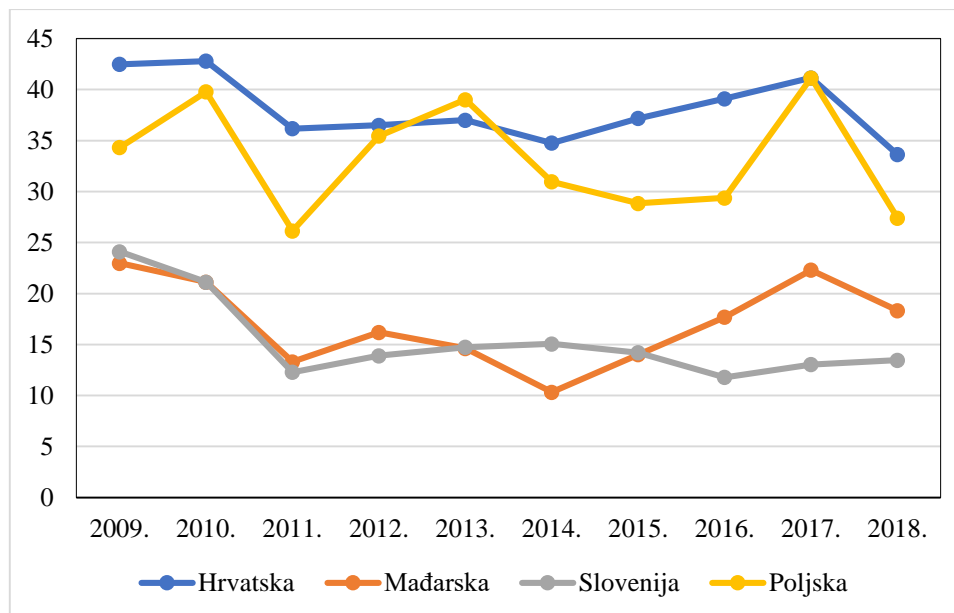
**Izvor:** Izrada studenta prema: Zagrebačka burza, Opće karakteristike tržišta, <https://zse.hr/default.aspx?id=44325>, 7.08.2020.

Podaci na grafikonu 3 pokazuju da je u razdoblju od 2009. do 2019. godine broj poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi značajno smanjen, s 253 na 119, odnosno za 53 %. Čak 134 poduzeća koja su u 2009. godini bila prisutna na hrvatskom tržištu kapitala, više nisu. Razlozi koji se navode su stečaj poduzeća (10 % ukupnog broja poduzeća koja su kotirala na Zagrebačkoj burzi), zakonska prisila javnih dioničkih društava u 1990-im godinama za prisustvo na burzi itd. (Penda, 2019., 137.). Kada im je zakon to dozvolio mnoga su poduzeća izašla sa Zagrebačke burze. No, bez obzira na navedene razloge, činjenica je da je broj poduzeća prisutnih na hrvatskom tržištu kapitala u padu i da sve manji broj izdanja dionica pokazuje dodatno smanjenje atraktivnosti hrvatskog tržišta kapitala.

Stavljanjem u odnos tržišne kapitalizacije dionica i bruto domaćeg proizvoda može se doći do saznanja o veličini hrvatskog tržišta kapitala. To je posebice evidentno ukoliko se taj omjer uspoređi s drugim tržištima kapitala u nastajanju, poput slovenskog, poljskog i mađarskog (grafikon 4).

**Grafikon 4.** Odnos tržišne kapitalizacije i bruto domaćeg proizvoda (BDP) u Hrvatskoj i odabranim tržištima kapitala u nastajanju, 2009.-2018. godine

u %



**Izvor:** Izrada studentice prema: The World Bank, 2020.

Udio tržišne kapitalizacije i BDP-a je relativni pokazatelj veličine tržišta kapitala u odnosu na ukupno gospodarstvo. U tom kontekstu može se ocijeniti da je tržište kapitala s obzirom na veličinu kapitala veće u odnosu na promatrana tržišta kapitala Slovenije, Mađarske i Poljske. Podaci, također pokazuju smanjenje veličine tržišta kapitala u razdoblju od 2009. do 2018. godine. Hrvatska ima prilično visok udio tržišne kapitalizacije u BDP-u. Na to je tijekom promatranog razdoblja najveći utjecaj imao rast cijena dionica, dok rast BDP-a nije pokazivao neke veće oscilacije. Ukupni godišnji promet na tržištu kapitala koristi se kao pokazatelj likvidnosti, no nije koristan u usporedbi. No, pri tome može biti pokazatelj veličine pojedinog tržišta. U tablici 1. prikazan je promet dionicama na hrvatskom tržištu kapitala i odabranim tržištima u nastajanju u razdoblju od 2009. do 2019. godine.



**Tablica 1.** Kretanje prometa na hrvatskom, mađarskom, slovenskom i poljskom tržištu dionica, 2009.-2019. godine

mlrd. USD

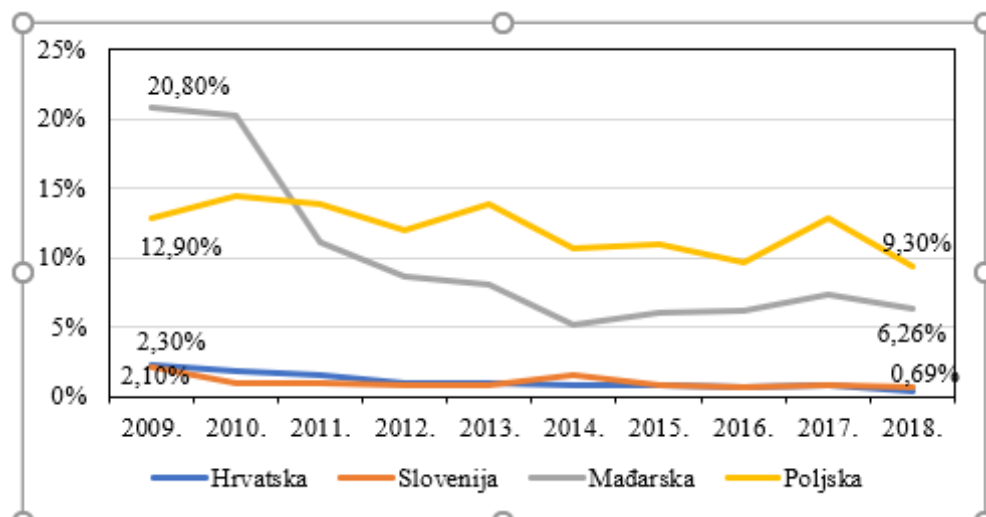
Godina	Hrvatska		Mađarska		Slovenija		Poljska	
	mlrd. USD	Verižni indeks	mlrd. USD	Verižni indeks	mlrd. USD	Verižni indeks	mlrd. USD	Verižni indeks
2009.	1,462	-	27,206	-	1,033	-	56,628	-
2010.	1,050	71,8	26,466	97,3	0,484	46,9	69,439	122,6
2011.	0,927	88,3	15,652	59,1	0,512	105,8	73,064	105,2
2012.	0,543	58,6	10,963	70,0	0,400	78,2	60,228	82,4
2013.	0,554	102,0	10,823	98,7	0,413	103,3	72,613	120,6
2014.	0,490	88,4	7,114	65,7	0,736	178,2	57,795	79,6
2015.	0,424	86,5	7,441	104,6	0,365	49,6	52,628	91,1
2016.	0,318	75,0	7,812	105,0	0,306	83,8	45,640	86,7
2017.	0,432	135,8	10,383	132,9	0,377	123,2	68,002	149,0
2018.	0,247	57,2	9,890	95,3	0,375	99,5	54,748	80,5
2019.	0,329	133,2	8,668	87,6	0,150	40,0	50,394	92,0

**Izvor:** Izrada studentice prema: The World Bank, 2020.

Podaci u tablici pokazuju pad prometa na hrvatskom tržištu kapitala, što ukazuje na smanjenje likvidnosti tržišta kapitala u razdoblju od 2009. do 2019. godine. U 2009. godini promet dionicama na hrvatskom tržištu kapitala iznosilo je 1,462 mlrd. USD, a u 2019. godini vrijednost prometa dionicama je tek 0,329 mlrd. USD. Može se, uočiti također povećanje prometa dionicama u 2019. godini u odnosu na 2018. godini, kao posljedica prodaje poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi, što je utjecalo i na veći promet dionicama. Mali promet dionica na hrvatskom tržištu kapitala u usporedbi s drugim tržištima ukazuje na njegovu nelikvidnost. U usporedbi s drugim tržištima u nastajanju: mađarskom, slovenskom i poljskom može se uočiti najveće smanjenje prometa dionicama upravo na hrvatskom tržištu kapitala, a najmanje na Poljskom – 11,0 %. Pad prometa na slovenskom tržištu kapitala je sličan kretanjima na hrvatskom tržištu kapitala (85,5 %), dok je pad prometa na mađarskom tržištu kapitala iznosio 68,2 %. Omjer prometa dionicama na tržištu kapitala i gospodarske aktivnosti na hrvatskom, mađarskom, slovenskom i poljskom tržištu prikazan je na grafikonu 5.

**Grafikon 5.** Odnos prometa dionicama na tržištu kapitala i BDP-a u Republici Hrvatskoj, Mađarskoj, Sloveniji i Poljskoj, 2009.-2018. godine

u %

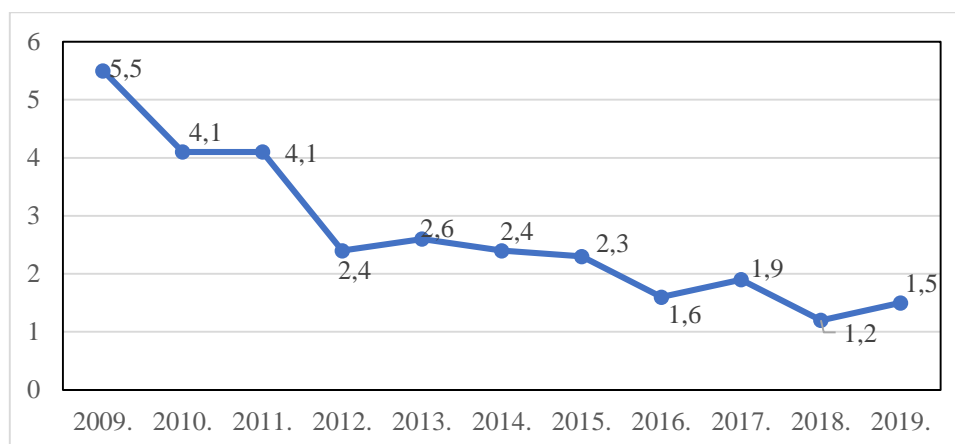


**Izvor:** Izrada studentice prema: The World Bank, 2020.

Podaci na grafikonu pokazuju nisku razinu udjela prometa dionicama u BDP-u Republike Hrvatske, što upućuje na nelikvidnost hrvatskog tržišta kapitala. Slično je i na slovenskom tržištu, dok veću likvidnost pokazuju mađarsko i poljsko tržište kapitala. Na nelikvidnost tržišta kapitala ukazuje i odnos prometa dionicama u tržišnoj kapitalizaciji hrvatskog tržišta kapitala (grafikon 6).

**Grafikon 6.** Kretanje udjela prometa dionica u tržišnoj kapitalizaciji tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj, 2009.-2019. godine

u %



**Izvor:** Izrada studentice prema: The World Bank, 2020.

Iz grafikona je vidljiv mali udio prometa dionicama u tržišnoj kapitalizaciji tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj, koji se u razdoblju od 2009. do 2019. godine kretao od 5,5 % do svega 1,5 %. Tako nizak udio ukazuje na nelikvidnost tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj.

## **4.2. Zagrebačka burza**

Kako bi se dao što detaljniji pregled hrvatskog tržišta kapitala potrebno je ukazati na njegov institucionalni okvir, Zagrebačku burzu. U ovom dijelu diplomskog rada daje se uvid u opće značajke Zagrebačke burze te je provedena analiza poslovanja Zagrebačke burze.

### **4.2.1. Općenito o Zagrebačkoj burzi**

Zagrebačka burza je, kako je vidljivo iz prethodnog teksta ponovno počela s radom u 1991. godini, kada je 25 banaka i dva osiguravajuća društva utemeljila Zagrebačku burzu kao središnje mjesto trgovanja vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Razvoj dioničarstva i trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj najbolje se može vidjeti iz podatka da je u razdoblju od 1995. do 2000. godine vrijednost tržišta Zagrebačke burze narasla gotovo 10 puta (Zagrebačka burza, 2020.). U 2019. godini na Burzi je bilo uvršteno 119 poslovnih subjekata, a Burza upravlja dvama tržištima: Uređenim tržištem i Multilateralnom trgovinskom platformom. U 2007. godini pripojena joj je Varaždinska burza. Od 2010. godine Zagrebačka burza uvodi novitete na domaće tržište kapitala, kao što je specijalistička trgovina (engl. *market making*), zatim trgovanje strukturiranim proizvodima, počinje upravljanje Multilateralnom trgovinskom platformom, uvodi osam novih indeksa, te izdaje LEI oznake. U 2010. godine je uz potporu Europske banke za obnovu i razvoj osnovana Akademija Zagrebačke burze. Godine 2014. Zagrebačka burza je zajedno s Bugarskom i Makedonskom burzom osnovala društvo SEE LINK s ciljem stvaranja regionalne infrastrukture za trgovanje dionicama uvrštenim na ta tri tržišta, a platforma SEE LINK postala je operativnom u 2016. godini. Zagrebačka burza je u 2016. godini postala vlasnikom i Ljubljanske burze, stjecanjem 100 % dionica od grupacije CEE Stock Group (CEESEG) (Zagrebačka burza, 2020.). Imajući na umu slična razvojna obilježja Zagrebačke i Ljubljanske burze, okvir njihova poslovanja, kao i sličnosti slovenskog i hrvatskog tržišta kapitala, ovom se akvizicijom očekuju brojni pozitivni učinci na oba tržišta kapitala.

U rujnu 2016. godine u Zagrebu je osnovano društvo Funderbeam South-Europa u kojem Zagrebačka burza ima udio od 20-ak posto. Ovo je društvo osnovano u partnerstvu s Funderbeamom iz Estonije, a njegov razvoj potiče Shareholders Special Fund koji se nalazi u sastavu Europske banke za obnovu i razvoj. Funderbeam je *crowdfunding* platforma koja omogućava startup poduzećima odnosno ulagateljima da odmah nakon inicijalne faze ulaganja mogu svojim udjelima trgovati, a zahvaljujući inovativnom sustavu koji se temelji na bitcoin tehnologiji (Zagrebačka burza, 2020.).

Vlasničku strukturu Zagrebačke burze na dan 31. srpnja 2020. godine čini 198 dioničara, a najveće udjele imaju RR One Capital d.o.o. i FINA s 9,99 %, a slijedi ADDIKO Bank d.d./PBZ CO OMF – kategorija B s 9,98 % te Addiko Bank d.d./ICAM Outfox Macro Income Fund s 8,6179 %. Temeljni kapital Zagrebačke burze je 46.635.700 redovnih dionica, a svaka dionica ima nominalnu vrijednost od 10,00 kn. O unutarnjoj organizacijskoj strukturi društva odlučuje Uprava koja se sastoji od dva člana, koji je zastupaju samostalno i pojedinačno. Burza ima nadzorni odbor koji ima 9 članova, te odbore: Odbor za odlučivanje o sukobu interesa, Odbor za mjere zaštite tržišta, Odbor za indekse i Odbor za nadzor referentnih vrijednosti (Zagrebačka burza, 2020.).

Temeljem navedenog vidljivo je da Zagrebačka burza aktivno sudjeluje u razvoju regionalnog tržišta kapitala, pri čemu se nastoji osigurati transparentnost poslovanja vrijednosnicama, kao i najveća razina pruženih usluga na tržištu kapitala kako bi se zadovoljile potrebe svih dionika.

#### **4.2.2. Poslovanje Zagrebačke burze**

Na Zagrebačkoj burzi se trguje s više različitih vrijednosnih papira, među kojima su, u prvom redu, dionice, zatim obveznice, komercijalni papiri, prava i strukturirani proizvodi. Zagrebačka burza je od 1991. godine promijenila više načina poslovanja i platformi u upotrebi. U 2020. godini Zagrebačka burza koristi trgovinski sustav pod nazivom Xetra, koji se koristi za obavljanje transakcija unutar i izvan knjige ponude i dopušta određene modalitete trgovine, poput kontinuirane trgovine, trgovine za nelikvidne dionice i trgovine kontinuiranih dražbi (za strukturirane proizvode (Zagrebačka burza, 2020.). Poslovanje Zagrebačke burze najbolje se može prikazati prometom vrijednosnica tijekom određenog razdoblja. U tablici 2 prikazan je

sveukupni redovni promet vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2009. do 2019. godine.

**Tablica 2.** Sveukupni redovni promet vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi u razdoblju 2009.-2019. godine

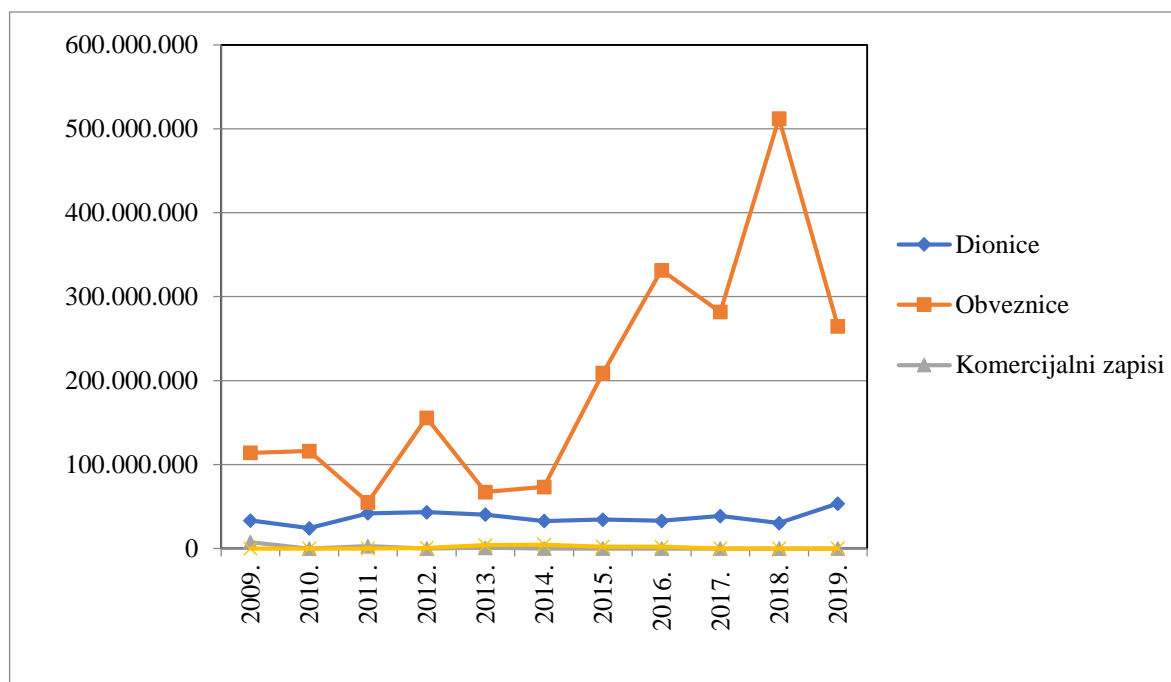
Godina	Sveukupni promet (kn)	Promjena, u %
2009.	10.912.528.618,00	-64,87%
2010.	12.899.282.583,00	18,21%
2011.	5.924.304.457,00	-54,07%
2012.	3.853.942.277,00	-34,95%
2013.	3.806.698.858,00	-1,23%
2014.	3.898.794.669,00	2,42%
2015.	3.536.513.535,00	-9,30%
2016.	3.864.406.130,00	9,27%
2017.	3.659.710.222,00	-5,29%
2018.	2.854.064.079,00	-22,01%
2019.	2.994.252.428,00	4,91%

**Izvor:** Zagrebačka burza, 2020.

Podaci u tablici 2 pokazuju smanjenje sveukupnog prometa vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2009. do 2019. godine, s 10,9 mlrd. kuna na svega 2,99 mlrd. kuna. Samo 2010. i 2019. godina pokazuju međugodišnji rast sveukupnog prometa. Ukupni pad prometa vrijednosnicama na Zagrebačkoj burzi u 2019. godini iznosio je 72,%. Nakon rasta prometa vrijednosnicama u 2010. godini u odnosu na 2009. godinu koji je iznosio 18,21 %, u 2011. godini dolazi do pada prometa za 54,1 %, što se može pripisati globalnoj financijskoj krizi koja je imala odraz i na poslovanje Zagrebačke burze. Pad prometa nastavljen je i u 2012. godini i to za 35 %. U razdoblju koje slijedi promet gotovo ostaje na istoj razini, a značajniji pad ponovno je vidljiv tek u 2018. godini, kada je bio manji u odnosu na 2017. godinu za 22,1 %.

Poslovanje Zagrebačke burze može se analizirati i uz pomoć volumena trgovanja i tržišne kapitalizacije. Volumenom trgovanja podrazumijeva se broj vrijednosnih papira kojima se tijekom određenog razdoblja trgovalo na Burzi. Ovim se pokazateljem može dati slika o cjelokupnoj aktivnosti na tržištu kapitala. Na grafikonu 7 prikazan je volumen trgovanja pojedinim vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2009. do 2019. godine.

**Grafikon 7.** Volumen trgovanja na Zagrebačkoj burzi, 2009.-2019. godine



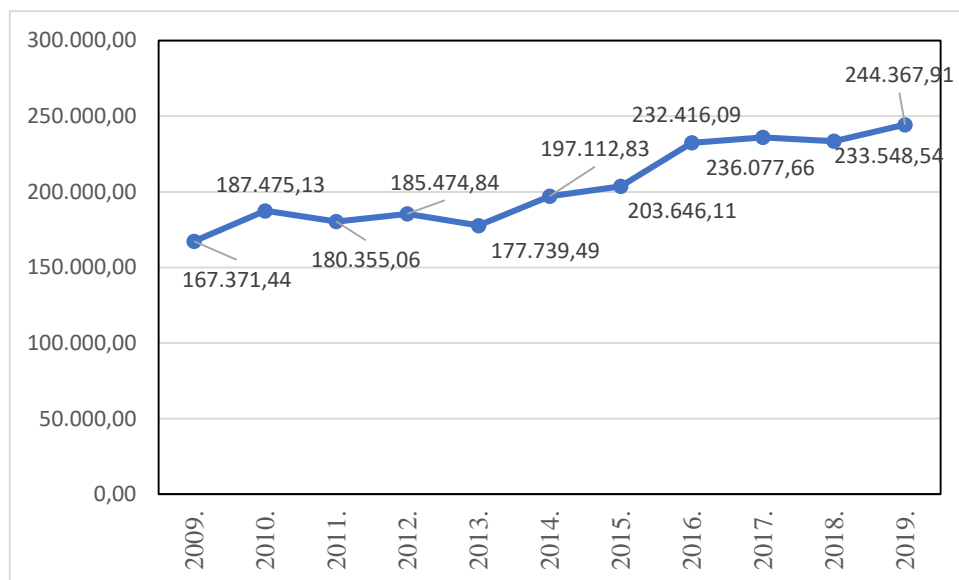
**Izvor:** Zagrebačka burza, 2020.

Grafikon 7 pokazuje da se, s obzirom na volumen trgovanja na Zagrebačkoj burzi najviše trguje obveznicama, a potom dionicama. Komerrijalnim zapisima i strukturiranim proizvodima trguje se u znatno manjem volumenu. U 2019. godini volumen obveznica kojima se trgovalo iznosio je 264.739.541, što je u odnosu na 2018. godinu bilo smanjenje volumena 48,3 %. U odnosu na 2009. godinu volumen trgovanja obveznicama povećan je za 132,3 %. Volumen trgovanja dionicama u 2019. godini iznosio je 53.487.731 te je u odnosu na 2018. godinu povećan za 76,8%, a u odnosu na 2009. godinu za 60,2 %. Komerrijalnim zapisima i strukturiranim proizvodima se u 2019. godini nije trgovalo. U 2009. godini volumen zapisa iznosio je 7.551.094, a prava 18.303.094. Volumen komerrijalnih zapisa se tijekom razdoblja smanjuje, te od 2015. godine nisu predmet trgovanja. Strukturiranim proizvodima se u 2012. godini trgovalo volumenom od 51.764.819, a u 2016. godini volumenom od 51.903.393, što je povećanje od 0,3 %. U razdoblju do 2019. godine nije se trgovalo strukturiranim proizvodima.

Tržišna kapitalizacija dionica i obveznica kojima se trgovalo na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2009. do 2019. godine prikazana je grafikonom 8.

**Grafikon 8.** Tržišna kapitalizacija obveznica i dionica kojima se trgovalo na Zagrebačkoj burzi, 2009.-2019. godine

u mil. kn



**Izvor:** Zagrebačka burza, 2020.

Grafikon 8 ukazuje na povećanje tržišne kapitalizacije vrijednosnica kojima se trgovalo u razdoblju od 2009. do 2019. godine. U 2019. godini tržišna kapitalizacija je iznosila 244,4 mlrd. kuna, što je u odnosu na 2009. godinu povećanje za 46,0 %. Podaci pokazuju pad tržišne kapitalizacije u razdoblju od 2010. do 2013. godine, no gubicu s vraćeni već u 2014. godini. Smanjenje tržišne kapitalizacije može se uočiti u 2018. godini u odnosu na 2017. godinu i to za 1,1 %, no već u 2019. godini dolazi do rasta te je ostvarena maksimalna tržišna kapitalizaciju u promatranom razdoblju. U 2019. godini na tržišnu kapitalizaciju utjecala je pojedinačna dionica Kraša koji je promijenio vlasnika, pa je povećan promet ove dionice uz istovremeni rast cijene dionice, a što je utjecalo i na rast tržišne kapitalizacije.

Iz ove analize može se uočiti smanjenje ukupnog prometa vrijednosnicama na Zagrebačkoj burzi, uz istovremeno povećanje volumena i ukupne tržišne kapitalizacije. Također je uočeno da trgovanja pojedinačnim vrijednosnim papirima mogu značajno utjecati na poslovanje Zagrebačke burze.

### 4.3. Perspektive i razvoj

Iako postoji autora koji hrvatsko tržište kapitala, odnosno Zagrebačku burzu smatraju modernim tržištem koje je uređeno u skladu sa stečevinama Europske unije, potrebno je ipak istaknuti kako je ono nedovoljno razvijeno, odnosno usko zbog malog broja ulagača i plitko zbog malog broja naloga koji bi bili u stanju dovesti do značajnih pomaka cijena i burzovnih indeksa te je posljedično nedovoljno likvidno i ne sasvim efikasno (Šarlija et al, 2020., Buterin et al, 2021.). Pad prometa na Zagrebačkoj burzi ukazuje na probleme s kojima je Zagrebačka burza i hrvatsko tržište kapitala suočeno. Tome svakako treba dodati i nelikvidnost hrvatskog tržišta kapitala. Sa smanjenjem dostupnih instrumenata za trgovanje dolazi i do pada prometa. U skladu s tim nameće se potreba povećanja dioničkih društava koja će kotirati na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj, te uvesti nove instrumente kako bi se povećala atraktivnost tržišta za trgovanje. Osim toga, potrebno je omogućiti poduzećima na izdavanjem vrijednosnih papira dođu do potrebnih sredstava za njihovo razvoj. Time bi se ujedno povećao i broj investitora koji su na hrvatskom tržištu prestali ulagati zbog gubitaka koja su pretrpjeli i/ili zbog loših uvjeta koji su vladali na hrvatskom tržištu kapitala. Ponudu na tržištu kapitala potrebno je povećati boljom i kvalitetnijom ponudom financijskih instrumenata kojima se može trgovati na transparentan način.

Trenutno stanje hrvatskog tržišta kapitala rezultat je i neulaganja institucionalnih ulagača prisutnih na tržištu kapitala (obvezni mirovinski fondovi u čijem je portfelju oko 72 % državnih obveznica), koji su u prošlosti pretrpjeli velike gubitke na dionicama građevinskog sektora i ulaganjem u turistički sektor.

Temeljem kretanja CROBEX-a u prošlosti, procjenjuje se da CROBEX ima sve preduvjete za nastavak rastućeg trenda. To bi svakako trebalo utjecati i na poboljšanje stanja na hrvatskom tržištu kapitala. Intenzivne aktivnosti u smjeru jačanja regionalnih tržišta i integracije hrvatskog tržišta kapitala mogu biti dobra podloga za rast i razvoj hrvatskog tržišta kapitala.



## 5. ZAKLJUČAK

Za hrvatsko tržište kapitala može se reći da je relativno novo, iako ono ima svoje početke u 1907. godini kada je osnovana Zagrebačka burza. Međutim, političke i društvene promjene tijekom 20. stoljeća utjecale su na prestanak njenog poslovanja koji je trajao od 1945. do 1991. godine. U 1991. godini Zagrebačka burza ponovno počinje s radom, a utemeljilo ju je 25 banaka i dva osiguravajuća društva. Pri tome joj je dana temeljna zadaća središnjeg mjesta na kojem će se trgovati vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Ta se zadaća i funkcije koje su joj zakonskim odrednicama utvrđene nisu se promijenile tijekom tri desetljeća njenog djelovanja.

Burza je u razdoblju od 1995. do 2000. godini dosegla rast od gotovo deset puta, a definiran je zakonski okvir u kojem će Burza poslovati. Zakonodavne i regulatorne odredbe su tijekom razdoblja poslovanja Burze mijenjane u skladu sa zakonskim odredbama vezanim uz poslovanje na tržištu kapitala u Europskoj uniji, a koje su podložne čestim promjenama.

Analiza provedena u ovom radu ukazala je na probleme s kojima se susreće hrvatsko tržište kapitala i Zagrebačka burza, a što se prvenstveno odnosi na smanjenje broja poduzeća koja kotiraju na tržištu, smanjenje prometa vrijednosnih papira, smanjenje transakcija i dr. što utječe na atraktivnost tržišta kapitala za investitore. Došlo se, također, do zaključka o nelikvidnosti hrvatskog tržišta kapitala. U usporedbi s drugim tržištima u nastajanju: slovensko, mađarsko i poljsko, hrvatsko tržište kapitala ima nižu stopu likvidnosti. Temeljem navedenog došlo se do spoznaja da se analizom hrvatskog tržišta kapitala i Zagrebačke burze osiguravaju relevantne informacije o ulozi Zagrebačke burze na hrvatskom tržištu kapitala, čime je ujedno dokazana postavljena radna hipoteza.

## LITERATURA

### 1) Knjige:

1. Andrijanić, I., Poslovanje na robnim burzama, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Mikrorad, Zagreb, 1994.
2. Andrijanić, I., Poslovanje u vanjskoj trgovini, Mikrorad, Zagreb, 2005.
3. Cvjetičanin, M., Kako čitati burzovna izvješća, Informator, Zagreb, 1994.
4. Feldman, B., Obuljen, S., Društva kapitala, Faber&Zbombić Plus, Zagreb, 1995.
5. Foley, B. J., Tržišta kapitala, Mate, Zagreb, 1993.
6. Hanžeković, M., Vrijednosni papiri i njihovo tržište, Institut za javne financije, Zagreb, 1990.
7. Ivanović, Z., Financijski menadžment, Hotelijerski fakultet Opatija, Opatija, 1997.
8. Leko, V., Financijske institucije i tržišta, Mikrorad, Zagreb, 2002.
9. Papuga, M., Orsag, S., Adrović, Z., Mikac, A., Uvod u financijsko tržište i tržište vrijednosnih papira, Zagrebačka poslovna škola, Zagreb, 1990.
10. Prohaska, Z., Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest d.o.o., Zagreb, 1996.
11. Saunders, A., Cornett, M. M., Financijska tržišta i institucije: Moderno viđenje, Masmedia, Zagreb, 2006.
12. Vukina, T., Osnove trgovanja terminskim ugovorima i opcijama, Infoinvest, Zagreb, 1996.

### 2) Članci:

13. Benić, Đ., Očekivanja i financijsko tržište, Ekonomska misao i praksa, vol. 8, no. 1, 1999., str. 7-30.
14. Boras, I., Buterin, V. & Buterin, D. (2002) Znanje u funkciji dinamičkog razvoja gospodarstva (s osvrtom na stanje u Primorsko-goranskoj županiji). U: Sundać, D. (ur.) Znanje - temeljni ekonomski resurs, str 189-198.
15. Buterin, V., Buterin, D., Hrvatska i bilančna recesija, Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, vol. 5, no. 1, 2014., str. 29-38.
16. Buterin, D., Buterin, V., Suljić Nikolaj, S. (2021) Institutional reform – a necessary

- condition for health system reform in Croatia. U: Aleksić, A., Ružić, V. & Baracskai, Z. (ur.) Economic and Social Development : 65th International Scientific Conference on Economic and Social Development / Book of proceedings, str. 159-171
17. Čulinović Herc, E., Zaštita ulagatelja s ugovorima o brokerskim društvima – nova europska Smjernica o tržištima financijskih instrumenata i hrvatsko pravo, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 7, no. 3-4, 2004., str. 261-294.
  18. Grubišić Šeba, M., Troškovi izdavatelja vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala, Ekonomski pregled, vol. 64, no. 3, 2013., str. 213-240.
  19. Jelić, M., Financijski derivati – osnovni problemi, Slobodno poduzetništvo, vol. 7, no. 2, 2000., str. 75-87.
  20. Kolar-Dimitrijević, M.: O osnutku i radu Zagrebačke burze do 1945. godine, Radovi Zavoda hrvatske povijesti, Zagreb, vol. 28., 1995., str. 190-211.
  21. Kraft, E., Hofler, R., Payne, J., Privatizacija, ulazak stranih banaka i efikasnost banaka u Hrvatskoj: analiza stohastičke granice fleksibilne Fourierove funkcije troškova, Istraživanja, Hrvatska narodna banka, 2004., I-14., <https://www.hnb.hr/documents/20182/121630/i-014.pdf/e4fa615b-08a7-4bc3-be06-f7b44de5c316> (8.08.2020.)
  22. Olgić Draženović, B., Buterin, V., Buterin, D., Strukturne reforme zemalja CEE-a u tranzicijskom razdoblju, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, vol. 6, no. 1, 2018., str. 127-142.
  23. Pečarić, M., Amerić, J., Radić, M.: Komparativna analiza stupnja financijske integracije tržišta kapitala Hrvatske i zemalja CEE s tržištem EU-a, u: Prohaska, Z., Dimitrić, M., Blažić, H. (ur.), Zbornik radova: Financijska tržišta i institucije Republike Hrvatske u procesu uključivanja u Europsku uniju, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2012., str. 111-148., file:///C:/My%20Documents/avelini/Financijska%20tr%20C5%BEi%20C5%A1ta%20i%20institucije%20u%20RH.pdf (9.08.2020.)
  24. Penda, I. A., Devastacija hrvatskog tržišta kapitala – što dalje?, Financije i poduzetništvo, vol. 7, no. 1, 2019., str. 125-156.
  25. Šarlija, V., Buterin, V., Buterin, D., Utjecaj sezonskih oscilacija na kretanje cijene dionica u sektoru turizma, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, vol. 8, no. 1, 2020., str. 283-293.
  26. Šimović, H., Strategije trgovanja futures ugovorima i opcijama na terminskim tržištima, Slobodno poduzetništvo, vol. 10, no. 11, 2003., str. 199-215.
  27. Tepuš, M. M., Analiza modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala u Hrvatskoj, Ekonomski pregled, vol. 58, no. 7-8, 2007., str. 486.-488.

### 3) Ostali izvori:

28. Admiral Market, Što je američka burza dionica i kako na njoj trgovati, 24.09.2019., <https://admiralmarkets.com/hr/education/articles/shares/americka-burza>, 8.08.2020.
29. Admiral Markets, Short Selling, <https://admiralmarkets.com/hr/education/articles/trading-instruments/short-selling-definicija>, 17.08.2020.
30. Alajbeg, D., Bubaš, Z., Tržište kapitala za građane, Institut za javne financije, Zagreb, 2001., <https://www.ijf.hr/upload/files/file/knjige/trziste.pdf>, 14.08.2020.
31. American Stock Exchange, Historical Timeline, NYSE, [https://www.nyse.com/publicdocs/American\\_Stock\\_Exchange\\_Historical\\_Timeline.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/American_Stock_Exchange_Historical_Timeline.pdf), 9.08.2020.
32. Andrijašević, S., Račić-Žlibar, T., Rječnik osiguranja, Masmedia, Zagreb, 1997.
33. Bašić, T., Spajaju se Tokio i Osaka, Poslovni dnevnik, 23.11.2011., <https://www.poslovni.hr/burze/spajaju-se-tokio-i-osaka-191212>, 13.08.2020.
34. Capital.com, Kratka prodaja, <https://capital.com/hr/kratka-prodaja-definicija>, 14.08.2020.
35. Chen, J., Euronext Dublin, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/i/irish-stock-exchange-ise.asp>, (11.08.2020.)
36. EFOS – ekonomski pojmovi Wiki, Burza, <https://efosekonomskipojmovi.fandom.com/hr/wiki/Burza>, 17.08.2020.
37. Euronext Lisbon, <https://sseinitiative.org/stock-exchange/euronext-lisbon/>, 15.08.2020.
38. Euronext VPS, <https://www.vps.no/pub/about-us/about-vps/?lang=en>, 14.08.2020.
39. Euronext, <https://www.euronext.com>, 15.08.2020.
40. Hrvatska enciklopedija, online izdanje, <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=10314>, 2.07.2020.
41. Hrvatska narodna banka, Bilten o bankama, vol. 19, no. 32, 2019., <https://www.hnb.hr/documents/20182/2868711/hbilten-o-bankama-32.pdf/c1d882fe-aeb2-38e6-6484-5212bb9dca93> (19.08.2020.)
42. Investopedia, The Birth of Stock Exchanges, <https://www.investopedia.com/articles/07/stock-exchange-history.asp>, 8.07.2020.
43. Japan Exchange Group, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/japan-exchange-group/>, 11.08.2020.
44. JPX, Japan Exchange Group Corporate Site, <https://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/history/02-01.html>, 10.08.2020.

45. Londonska burza, Hrvatska enciklopedija, online izdanje, Leksikografski zavod Miroslav Krleža, <https://enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=68236>, 17.08.2020.
46. Nacrt prijedloga Zakona o tržištu kapitala, Zagreb, 2017., <https://esavjetovanja.gov.hr/ECon/MainScreen?entityId=6312>, 10.08.2020.
47. Olgic Draženović, B., Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2012., <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view>, 10.08.2020.
48. Oslo Børs, <https://www.euronext.com/en/markets/oslo>, 16.08.2020.
49. Scott, G., Euronext, Investopedia.com, <https://www.investopedia.com/terms/e/euronext.asp> (12.08.2020.)
50. Shanghai Stock Exchange, <http://english.sse.com.cn/aboutsse/overview/>, 14.08.2020.
51. Statista.com, Largest stock exchange operators worldwide as of Mar 2020, by market capitalization of listed companies, <https://www.statista.com/statistics/270126/largest-stock-exchange-operators-by-market-capitalization-of-listed-companies/>, 10.08.2020.
52. World Bank, Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) – Croatia, Slovenia, Poland, Hungary, <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?end=2019&locations=HR-SI-PL-HU&start=2009&view=chart>, 11.08.2020.
53. Zagrebačka burza, <https://zse.hr/default.aspx?id=64271>, 18.07.2020.
54. Zagrebačka burza, Opće karakteristike tržišta, <https://zse.hr/default.aspx?id=44325>, 7.08.2020.

## POPIS TABLICA I GRAFIKONA

### Popis tablica

<b>Tablica 1.</b>	Kretanje prometa na hrvatskom, mađarskom, slovenskom i poljskom tržištu dionica, 2009.-2019. godine.....	40
<b>Tablica 2.</b>	Sveukupni redovni promet vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi u razdoblju 2009.-2019. godine .....	44

### Popis grafikona

<b>Grafikon 1.</b>	Tržišna kapitalizacija vodećih svjetskih burzi s obzirom na tržišnu kapitalizaciju svih poduzeća koja kotiraju na burzi, ožujak 2020. godine .....	12
<b>Grafikon 2.</b>	Kretanje vrijednosti CROBEX-a od njegovog osnutka 1997. godine do početka 2019. godine .....	34
<b>Grafikon 3.</b>	Kretanje broja poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2009. do 2019. godine .....	38
<b>Grafikon 4.</b>	Odnos tržišne kapitalizacije i bruto domaćeg proizvoda (BDP) u Hrvatskoj i odabranim tržištima kapitala u nastajanju, 2009.-2018. godine .....	39
<b>Grafikon 5.</b>	Odnos prometa dionicama na tržištu kapitala i BDP-a u Republici Hrvatskoj, Mađarskoj, Sloveniji i Poljskoj, 2009.-2018. godine .....	41
<b>Grafikon 6.</b>	Kretanje udjela prometa dionica u tržišnoj kapitalizaciji tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj, 2009.-2019. godine .....	41
<b>Grafikon 7.</b>	Volumen trgovanja na Zagrebačkoj burzi, 2009.-2019. godine.....	45
<b>Grafikon 8.</b>	Tržišna kapitalizacija obveznica i dionica kojima se trgovalo na Zagrebačkoj burzi, 2009.-2019. godine .....	46