ANALIZA CIJENA DIONICA IZABRANIH SPORTSKIH DRUŠTAVA U ODNOSU NA KRETANJE TRŽIŠTA

Ercegovac, Goran

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

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

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:947572

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

ANALIZA CIJENA DIONICA IZABRANIH SPORTSKIH DRUŠTAVA U ODNOSU NA KRETANJE TRŽIŠTA

Mentor:
izv. prof. dr. sc. Roberto Ercegovac

Student:
Goran Ercegovac

Split, lipanj, 2016.

SADRŽAJ:

1. UVOD 4

1.1. Definiranje problema istraživanja **4**

1.2. Ciljevi rada **4**

1.3. Metode rada **4**

1.4. Struktura rada **5**

2. SPORTSKA DRUŠTVA KAO DRUŠTVA KAPITALA 6

2.1. Dioničko društvo 6

2.1.1. Pojam i vrste dionica 7

2.1.2. Otkup dionica 10

2.1.3. Tržište dionica (burza) 10

2.2. Pojam i postanak sportskog dioničkog društva 13

2.3. Pravo članstva i temeljni kapital sportskog dioničkog društva 15

2.4. Stjecanje značajnog sudjelovanja u temeljnom kapitalu sportskog dioničkog društva 15

3. VRIJEDNOST EUROPSKIH SPORTSKIH DRUŠTAVA 17

3.1. Europska sportska društva 17

3.2. Vrjednovanje europskih nogometnih klubova 19

4. TESTIRANJE KRETANJA CIJENA IZABRANOG UZORKA U ODNOSU NA ADEKVATNE INDEKSE TRŽIŠTA 22

4.1. Burzovni indeksi 22

4.2. Zagrebačka burza i CROBEX 23

4.2.1. Podjela i spajanje dionica 25

4.2.2. Povećanje i smanjenje temeljnog kapitala dioničkog društva 25

4.3. Analiza cijena dionica izabranih sportskih društava 26

4.3.1. Analiza cijena dionica HNK Hajduk Split š.d.d. 26

4.3.2. Analiza cijena dionica KK Zadar š.d.d. 29

5. OBJAŠNJENJE I ANALIZA REZULTATA 32

6. USPOREDBA S HRVATSKOM STVARNOŠĆU 35

7. ZAKLJUČAK 40

LITERATURA 41

SAŽETAK 44

SUMMARY 44

1. UVOD

Tržište kapitala na hrvatskom je području dugo vremena bilo relativno slabo razvijeno i tek je u posljednjih nekoliko godina postalo popularno među građanima. Oni su trgovanje dionicama percipirali kao lak i brz način zarade, zbog čega su se mnogi odlučili okušati u takvom pothvatu. Jedno od područja na kojima se može trgovati dionicama upravo su sportska društva.

Trgovanje dionicama predmet je zanimanja i ekonomskih stručnjaka, ali i onih koji trguju dionicama. Zbog evidentne neizvjesnosti u kretanju cijena dionica sportskih društava postavlja se pitanje koji faktori utječu na kretanje cijena dionica.

1.1. Definiranje problema istraživanja

Uzimajući u obzir prethodni paragraf, problem istraživanja u ovom završnom radu bit će naslovi vlasničkog kapitala izabranih sportskih dioničkih društava i njihovo tržište. Kao primjeri iskoritit će se dostupni podaci o dionicama dva hrvatska sportska dionička društva, HNK Hajduk š.d.d. i KK Zadar š.d.d.

1.2. Ciljevi rada

Cilj rada jest dokazati neovisnost kretanja cijena dionica sportskih društava u odnosu na kretanje tržišta. Polazi se od hipoteze da kretanje cijena dionica sportskih društava nije ovisno o kretanju tržišta.

1.3. Metode rada

U teorijskom dijelu rada metodom analize i kabinetskog istraživanja opisat ću neke najvažnije pojmove koji se odnose na tržište dionica ili burzu te na sportska dionička društva. Metodom analize u empirijskom ću dijelu testirati kretanje cijena navedena četiri dionička društva u odnosu na adekvatne indekse tržišta. Interpretirane rezultate usporedit ću s hrvatskom stvarnošću.

1.4. Struktura rada

Završni rad bit će podijeljen na teorijski i empirijski dio, svaki sa pripadajućim poglavljima i potpoglavljima. U teorijskom dijelu govorit ću o problematici definaranja sportskih društava kao društava kapitala te ću odabrana sportska društva ukratko predstaviti. U empirijskom dijelu rada naglasak će biti na odnosu kretanja cijena dionica sportskih dioničkih društava i adekvatnih indekasa tržišta. Osim toga, pažnju ću posvetiti i analizi i interpretaciji razultata te ću dobivene podatke usporediti sa stvarnim stanjem u Republici Hrvatskoj. U zaključnom dijelu naglasit ću osobni sud koji će se temeljiti na povezanosti rezultata analize i teorijskih postavki.

2. SPORTSKA DRUŠTVA KAO DRUŠTVA KAPITALA

S obzirom na činjenicu da je djelatnost sportskih klubova, odnosno sportskih dioničkih društava, definirana *Zakonom o sportu* i drugim propisima i aktima koji se odnose na njihovu djelatnost, smatrao sam važnim nekoliko kartica teksta posvetiti zakonskim odredbama. Međutim, zbog teme rada odlučio sam istaknuti samo one ključne elemente koji se odnose na definiranje dioničkog društva i dionica, sportskog dioničkog društva i načina na koji ono nastaje, pravo članstva i temeljni kapital te stjecanje značajnog sudjelovanja u temeljnom kapitalu sportskog dioničkog društva. Problematiziranjem tih tema dobio bi se okvir u kojem bi se moglo identificirati sportsko društvo kao društvo kapitala.

2.1. Dioničko društvo

Dioničko društvo je pravni subjekt koji postoji neovisno od njegovih vlasnika, s tim da je funkcija upravljanja odvojena od funkcije vlasništva. Kao pravni subjekt ima pravo na sklapanje ugovora i plaćanja poreza na ostvarenu dobit, no isto tako može tužiti i biti tuženo. Gulin navodi nekoliko prednosti preoblikovanja u dionička društva:

- Nema osobne odgovornosti dioničara zato što kreditori dioničkog društva imaju potraživanja isključivo prema imovini dioničkog društva.
- Lakše se akumulira kapital zato što se emisijom i prodajom dionica dioničarima dopušta da stvaraju kapital.
- Lakši je prijenos vlasništva jer se bez poteškoća na financijskom tržištu mogu mijenjati vlasnici.
- Kontinuitet postojanja očituje se u svojstvu lakog prijenosa vlasništva.
- Profesionalni menadžment preuzima funkciju upravljanja zato što dioničari ne mogu dnevno upravljati poslovnim aktivnostima dioničkog društva, stoga je menadžment, uz dioničare, druga važna ciljna grupa dioničkog društva (Gulin, n.d., prema Marris, 1963).

S druge strane, postoji i nekoliko slabosti dioničkih društava koje se odnose na sljedeće komponente:

- Problem dvostrukog oporezivanja. U prethodnom je paragrafu istaknuto kako svako dioničko društvo kao pravni subjekt mora plaćati porez na ostvarenu dobit. Međutim,

oporezuju se i dividende koje predstavljaju element raspodjele neto dobiti koji pripada dioničarima. Iz tog je razloga oporezivanje dioničkih društava kompleksnije od oporezivanja ostalih tipova pravnih subjekata.

- Veća zakonska regulacija. U odnosu na druge pravne subjekte, osnivanje i poslovanje dioničkih društava podložno je većoj zakonskoj regulativi, što direktno utječe na povećanje administracije i općih troškova poslovanja.
- Odvojenost vlasništva i kontrole. Funkcija kontrole od strane vlasnika često se svodi na glasanje u dioničkoj skupštini, što može dovesti do konflikata između vlasnika i menadžmenta. Uostalom, često se događa da su ciljevi vlasnika drugačiji od ciljeva menadžmenta (Gulin, n.d.).

2.1.1. Pojam i vrste dionica

Dionica (*eng. stock*) predstavlja jedan od instrumenata financijskog tržišta i definira se kao pravo na vlasnički udio u tvrtki (Samuelson & Nordhaus, 2011). S obzirom na činjenicu da se dionica odnosi na vlasnički udio u tvrtki, ona osigurava pravo na dio dobiti tvrtke. Ako tvrtka posluje s dobiti, onda njeni dioničari uživaju u prednostima koje im donosi ta dobit. S druge strane, ukoliko tvrtka ima određene financijske poteškoće, vlasnici obveznica prije će dobiti povrat duga nego li se bilo što isplati dioničarima. U tom smislu može se govoriti o rizičnosti dionica s potencijalnim većim prinosima (Mankiw, 2006).

Dionice su tipični vlasnički i korporativni vrijednosni papiri preko kojih kupci ostvaruju pravo vlasništva nad dijelom vlasničke glavnice dioničkog društva. U tom su smislu one i dugoročni instrument financiranja i alternativa modelu samofinanciranja kao ograničenom izvoru povećanja vlastitog kapitala (Miloš Sprčić, n.d.). Dionica uvijek mora glasiti na ime u slučaju da se izdaje prije uplate punog nominalnog iznosa ili iznosa koji je viši od toga. Ako je iznost uplate djelomičan, kao takav se mora i naznačiti na dionici. U statutu dioničkog društva može se odrediti da se dioničaru na njegov zahtjev dionica koja glasi na ime zamijeni za dionicu koja glasi na donositelja ili obratno. Dioničarima se prije potpune uplate dionica mogu izdati privremenice koje se odnose na potvrde o udjelima i moraju glasiti na ime (http://www.fiba.hr/).

U poslovanju dioničkih društava postoji više vrsta dionica, no tradicionalno se dijele na:

- Obične ili redovne dionice. Ova vrsta dionica odnosi se na idealne dijelove u kapitalu dioničkih društava. Dioničari drže dionicu koja im služi kao potvrda o uloženim sredstvima. Prava dioničara u dioničkim društvima s obzirom na navedene dionice su:
    - glasačka prava, odnosno sudjelovanje u izboru organa dioničkog društva, pravo uvida u poslovne knjige i izvještaje te pravo na kontrolu i upravljanje poslovnim aktivnostima,
    - prava na izglasane dividende,
    - prava na udio u ostatku likvidacijske mase ako se ono likvidira i ako su podmirene obaveze vjerovnicima,
    - prava prioriteta upisa nove emisije.
- Povlaštene, preferencijalne ili prioritetne dionice. Ova vrsta dionica po svojim se karakteristikama nalazi između dionica i obveznica te je bliža vlasničkim financijskim instrumentima. Vlasnici povlaštenih dionica imaju sljedeće prednosti:
    - prava na dividende po unaprijed utvrđenoj stopi, i to prije isplate dividendi vlasnicima običnih dionica,
    - prioritet u likvidacijskoj masi,
    - prava na cijenu opoziva u slučaju konverzije povlaštenih dionica u obične dionice.

Treba istaknuti kako vlasnici povlaštenih dionica nemaju glasačka prava (Gulin, n.d.).

Dionice pružaju dioničarima upravljačka i imovinska prava koja oni imaju na temelju članstva u dioničkom društvu. Upravljačka prava nude mogućnost utjecaja na rad dioničkog društva, zaštitu vlastitog interesa te interesa drugih dioničara i dioničkog društva. Preko imovinskih prava dioničari ostvaruju ekonomski cilj. Imovinska prava su:

- pravo na isplatu dividende,
- pravo na plaćanje naknade za ispunjenje određenih dodtanih obaveza prema dioničkom društvu,
- pravo prvenstva pri upisu novih dionica društva,
- pravo na isplatu dijela sudjelovanja u temeljnom kapitalu društva ukoliko se isti smanji,
- pravo na isplatu ostatka nakon što se provela likviacija društva,

- pravo vanjskog dioničara na odgovarajuću naknadu i otpremninu,
- pravo dioničara koji istupa iz dioničkog društva i ulazi u novo na odgovarajuću otpremninu,
- pravo dioničara koji je na propisani način glasao protiv odluke o preoblikovanju dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću da mu društvo otkupi njegov udio i za to plati odgovarajuću naknadu (Barbić, 2012).

S obzirom na činjenicu da je cilj dioničkog društva vođenje tvrtke kako bi se ostvarila dobit ili postigla neka druga imovinska korist, logično je da je temeljno pravo dioničara pravo na isplatu dividende. Zašto se to pravo uređuje posebnim propisima i zakonskim regulativama? Odgovor na postavljeno pitanje može se povezati sa striktnim propisima održanja kapitala društva kojem je važno postići financijsku stabilnost jer se u protivnom financijska nestabilnost može negativno odraziti na tržište kapitala i općenito područje realne ekonomije (Barbić, 2012).

U tom se smislu javljaju i određene kontroverze politike dividendi. Dividende se odnose na raspodjelu imovine tvrtke s obzirom na udio u vlasništvu. Najčešće se dijele gotovinske dividende. U većini se zemalja dividende ne smiju isplaćivati ako bi njihovo isplaćivanje rezultiralo nesolventnošću tvrtke. *Zakonom o trgovačkim društvima* u Republici Hrvatskoj zabranjeno je isplaćivati dividende ako su poslovni gubici smanjili svotu temeljnog kapitala. Teorije politike dividendi nastoje definirati ulogu dividendi u maksimiranju vrijednosti dionice (Vidučić, 2004, Zakon o trgovačkim društvima, 2015).

2.1.2. Otkup dionica

Tvrtka može otkupljivati dionice od svojih dioničara, čuvati ih u trezoru i prodavati u slučaju potrebe za gotovinom. Ako se smanji broj dionica u prometu, može doći do rasta zarade po dionici i povećanja cijene dionice. Otkupi dionica imaju prednosti, ali i neke negativne strane (Tablica 1.).

Tablica 1. Prednosti i nedostaci otkupa dionica

OTKUP DIONICA	
Prednosti	Nedostaci
Može dati pozitivan signal jer menadžeri smatraju da je dionica podcijenjena.	Ako dioničari nemaju jednake preferencije prema dividendama i kapitalnom dobitku, gotovinske bi dividende mogle ostvariti povoljnije efekte na cijenu dionice.
Može ukloniti blok dionica koji je imao negativne efekte na cijenu.	Postavlja se pitanje je li dioničar dovoljno svjestan svih efekata koje uzrokuje otkup dionica.
Oni koji trebaju gotovinu ponudit će dionice na otkup.	Ako tvrtka plati previsoku cijenu za dionice, rezultati su štetni za ostale dioničare i može uzrokovati pad cijene dionice nakon završetka programa.
Može omogućiti menadžmentu da se odluči na otkup dionica umjesto povećanja dividendi ili ekstra dividende.	
Može biti način provođenja većih i bržih promjena u strukturi kapitala.	
Može biti dobra investicija u slučaju iznenadnog pada cijene za koju menadžment smatra da je privremen.	

Izvor: obrada autora prema Vidučić, L. (2004): Kontroverze politike dividendi. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu,* Ekonomski fakultet Rijeka, Rijeka, br. 2., str. 139-149.

Općenito, postoji pravilo prema kojem se otkup dionica preferira u slučaju veće promjene strukture kapitala osobito onih tvrtki čiji su gotovinski tijekovi obilni, a nedostaju im raspoložive investicijske mogućnosti s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću (Vidučić, 2004).

2.1.3. Tržište dionica (burza)

Osim specifičnosti dionica problematiziranih u prethodnim temama, one su specifične i po pitanju njihova tržišta. Većina tržišta vrijednosnih papira usko je povezana s kretanjem sredstava od štediša k zajmoprimcima kako bi se podržale investicije i ekonomski rast. Međutim, na tržištu dionica uglavnom se kupuju i prodaju ranije emitirane vrijednosnice s tim da se financijska prava za novi kapital ne mijenjaju. Preciznije rečeno, trgovanje dionicama nije usko povezano sa štednjom i investicijama u privredu, osim ako se ne radi o novim emisijama dionica. S obzirom da se veći dio trgovanja dionicama odvija na sekundarnom tržištu, trgovanje dionicama indirektno utječe na zapošljavanje, rast i opće stanje gospodarstva (Novak, 2005).

Tržišta dionica ili burze organizirana su tržišta vrijednosnih papira i predstavljaju fizički cjelinu, što implicira da sve veće burze imaju svoju zgradu, članove i izabrano upravljačko tijelo. Na globalnoj razini, koristi od postojanja burzi su sljedeće:

- olakšavanje investiranja jer predstavljaju mjesta na kojima se transakcije vrše efikasno i relativno jeftino,
- neprekidnim transakcijama omogućava se testiranje vrijednosti vrijednosnih papira,
- češće, ali manje promjene cijena zbog operacija burze (Novak, 2005).

U sljedećem će se paragrafu problematizirati i pojam špekulacije koji je desetljećima prisutan na burzama diljem svijeta te prikazati poimanje burzovne špekulacije iz perspektive trgovca dionicama na Zagrebačkoj burzi.

Jedan o ključnih pojmova trgovanja dionicama na burzi jest špekulacija. Burzovno trgovanje može biti vrlo zanimljivo i puno adrenalina. Špekulanti na burzi temelje standardne vrijednosti na tržišnoj cijeni. S druge strane, investitori prosuđuju tržišnu cijenu na temelju dokazanih standarda, po čemu se može uočiti temeljna razlika između špekulanta i investitora. Špekulanti na burzi općenito nemaju dugi vijek trajanja, što i nije začuđujuće ako se u obzir uzme način na koji špekulanti temelje vrijednosti dionice. Oni svoju igru temelje na pretpostavkama da će vrijednost dionica rasti, dok se drugi klade da će pasti. Prije no što se uopće kupi dionica, potrebno je obratiti pažnju na nekoliko ključnih stvari:

- temeljita analiza tvrtke,
- čitanje financijskih izvještaja,
- uočavanje pokazatelja likvidnosti, rentabilnosti i sl.,
- razlikovanje fundamentalnih pokazatelja i tehničkih indikatora,
- što trenutno pokazuje tržište itd. (Cvjetković, 2012).

Kada se govori o špekulacijama na burzi, onda se može zaključiti da se špekuliranjem cijene dionica nastoje previše spustiti ili previše podići. Povijest je pokazala da su postojali trenuci u kojima su cijene dionica bile previsoke, ali su postojali trenuci u kojima su bile i preniske. Iz perspektive pojedinaca cijene dionica bi trebale biti takve da osiguravaju dobit, primjerice deset puta veću od uloženog. Sasvim je jasno da burza na taj način dugoročno nikako ne može poslovati (Teweles & Bradley, 1998).

Ipak, mora se naglasiti kako su u novije vrijeme špekulacije na burzi minimalizirane zbog oštre zakonske regulative i kontroliranja rada burzi. Međutim, to ne znači da se danas na burzama ne špekulira, već se uglavnom radi o špekulacijama o budućem kretanju cijena na kraći rok. Najupečatljivi je fenomen u tom smislu „igra bika i medvjeda“. Bik kupuje dionice jer pretpostavlja da će im cijena porasti te ih drži kao trajnu investiciju. Na kraju obračunskog razdoblja može ih prodati po većoj cijeni pa zaraditi na kratkoročnoj razlici. Medvjed pretpostavlja da će cijene dionica pasti pa ih prodaje, iako ih ne posjeduje, u nadi da će ih prije završetka obračunskog razdoblja moći kupiti po nižoj cijeni. Ako pogriješe u procjenama, razlike moraju sami podmiriti (Novak, 2005).

Većina dnevnih novina u svjetskim razmjerima redovito objavljuje najsvježija kretanja dionica na burzi. Tablice koje nude prikazuju sljedeće važne informacije:

- Cijena. Obično se radi o nekoliko cijena. Posljednja cijena odnosi se na cijenu posljednje transakcije prije zatvaranja burze prethodnog dana. Mnoge novine uključuju i najviše i najniže cijene za minuli tjedan ili čak godinu.
- Obujam. Dnevni se obujam odnosi na broj dionica prodanih tijekom pretodnog dana.
- Dividenda. Često se prikazuju dividende isplaćene tijekom prethodne godine za svaku dionicu, a povremeno čak i prinosi dividendi, odnosno dividenda izražena kao postotak cijene dionice.
- Odnos cijene i zarade. Zarada po dionici računa se kao omjer ukupne zarade tvrtke i broja dionica. Praksa je tvrtki da dio zarade isplaćuju dioničarima, a dio zadržavaju za daljnje investicije. Tipičan odnos cijene i zarade iznosi 15. Viši odnos pokazuje da je dionica skupa, što može značiti dvije stvari: ili je precijenjena ili se očekuje porast zarade u bliskoj budućnosti. Niži odnos pokazuje također dvije stvari: ili je dionica podcijenjena ili se očekuje pad zarade (Mankiw, 2006).

Budući da je 21. st. obilježeno eksponencijalnim razvojem tehnologije, sve veći značaj dobivaju elektronske burze s ciljem što bržeg i jednostavnijeg poslovanja, pri čemu burze kao fizičke lokacije polako gube svoj smisao. Na jednostavan se način unose tečajevi i ponude za cijene, stoga ne treba čuditi što elektronske burze uzimaju sve više maha. U prilog tome govori i činjenica da burze spadaju u žarišne aplikacije, odnosno područje elektroničkog poslovanja u kojem se očekuje najveći uspjeh (Videc, 2015).

Brokeri posluju iz svojih udaljenih ureda, a s klijentima komuniciraju preko internetske mreže. Time se zapravo burze globaliziraju i posluju 24 sata na dan, sedam dana u tjednu. Međutim, treba poznavati elektronski aukcijski postupak. Treba napomenuti da je ovakav način trgovanja svakako jeftiniji jer investitori ne trebaju koristiti brokerske usluge pa tako ne plaćaju proviziju (Videc, 2015).

Budući da se tema rada tiče analize cijena dionica sportskih društava, smatrao sam važnim najprije posvetiti pažnju definiranju samih dioničkih društava, kao i dionica i ključnih pojmova koji se vežu za dionice. Spomenuti teorijski pregled u narednim će se karticama teksta povezati s praktičnim primjerima sportskih društava.

2.2. Pojam i postanak sportskog dioničkog društva

Zakon o sportu definira sportski klub – sportsko dioničko društvo kao sportski klub čije osnivanje, djelovanje i prestanak djelovanja uređuju *Zakon o trgovačkim društvima* i drugi propisi i akti koji se odnose na dionička društva. Tvrtka sportskog dioničkog društva mora sadržavati navedene riječi i koristiti skraćenicu „š.d.d.“ U skladu s odredbama Zakona, svako sportsko dioničko društvo obavlja sportske djelatnosti, koje uključuju sudjelovanje u sportskim natjecanjima,te druge djelatnosti (Zakon o sportu, 2015).

Sportsko dioničko društvo može nastati na dva načina:

- osnivanjem novog društva,
- preoblikovanjem sportskog kluba – udruge za natjecanje u sportsko dioničko društvo koje može biti:
    - dragovoljno,
    - obavezno.

U skladu sa zakonskom odredbom, obavezno preoblikovanje moguće je jedino ako su ispunjena sljedeća tri preduvjeta:

- radi se o profesionalnom sportskom klubu u nogometu, košarci i rukometu,
- izdano je rješenje o njegovom upisu u *Registar profesionalnih sportskih klubova*,
- na temelju revizije utvrđeno je da su se stekli uvjeti za pokretanje stečajnog postupka prema posebnim propisima *Stečajnog zakona*, a on nije pokrenut (Jelušić, n.d.).

Zakonom o sportu detaljno se precizira i postupak provođenja obveznog preoblikovanja sportskog kluba – udruge za natjecanje u sportsko dioničko društvo te predviđaju i posljedice neprovođenja obveznog preoblikovanja koje sportski klub – udruga za natjecanje trpi u skladu s pravilima nacionalnog sportskog saveza (Zakon o sportu, 2015).

S druge strane, *Zakonom o sportu* određeno je da se svaki sportski klub – udruga za natjecanje može dragovoljno preoblikovati bez obzira ima li profesionalni ili amaterski status i bez obzira na sport u kojem se natječe. U tom se slučaju na odgovarajući način primjenjuju odredbe spomenutog *Zakona* (Zakon o sportu, 2015).

Analizirajući prethodna dva paragrafa može se uočiti da obaveznom preoblikovanju podliježu samo oni klubovi i udruge koje se bave nogometom, košarkom i rukometom, dok se dragovoljno bilo koji profesionalni ili amaterski sportski klub može preoblikovati u sportsko dioničko društvo.

U Republici Hrvatskoj status sportskog dioničkog društva imaju:

- KK Zadar š.d.d.,
- KK Split š.d.d.,
- HNK Hajduk š.d.d.,
- HNK Rijeka š.d.d.,
- HNK Cibalia š.d.d.,
- NK Istra 1961 š.d.d.,
- NK Osijek š.d.d.

Takvo stanje ipak izaziva čuđenje zato što ne odgovara stvarnom stanju. Naime, mnogi sportski profesionalni klubovi koji to stvarno jesu, pravno nisu, iako imaju sve preduvjete da budu i pravno. Osim toga, normiranje obaveznog preoblikovanja odnosi se samo na nogomet, košarku i rukomet, no ne i na ostale vrste sportova (Jelušić, n.d.).

2.3. Pravo članstva i temeljni kapital sportskog dioničkog društva

Članstvo u tijelima sportskog dioničkog društva uređeno je odredbama *Zakona o sportu*, *Zakona o trgovačkim društvima* i *Zakona o sprečavanju sukoba interesa u obnašanju javnih dužnosti*. Prvi zakon precizira u kojim slučajevima fizičke osobe ne mogu biti članovi upravnog vijeća i nadzornog odbora, a to su redom neki od njih:

- ako je fizička osoba član drugog sportskog dioničkog društva,
- ako je u protekle tri godine pravomoćno kažnjavanja za djela protiv sporta i u vezi sa sportom,
- ako je član sportskih klubova – udruga za natjecanje istog sporta,
- ako je dioničar sportskog dioničkog društva istog sporta,
- ako je član tijela pravnih osoba koje organiziraju djelatnost sportskih kladionica i sl. (Zakon o sportu, 2015).

Minimalan temeljni kapital sportskog dioničkog društva iznosi 500.000,00 HRK. Zakonom je određeno da se navedeni iznos mora u cijelosti uplatiti u novcu prije upisa u sudski registar. Također, temeljni kapital sportskog dioničkog društva koje je nastalo obaveznim ili dragovoljnim preoblikovanjem utvrđuje Povjerenstvo po posebnom postupku te sportsko dioničko društvo može izdati samo redovne dionice na ime s nominalnim iznosom. Sportsko dioničko društvo mogu osnovati domaći i inozemni pravni subjekti, ali uz ograničenje prema kojem jedna osoba ne smije imati dionice u više sportskih dioničkih društava istoga sporta čiji bi iznos bio viši od 1% ukupnog temeljnog kapitala bilo kojeg od tih društava. Osim toga, dionice u sportskom dioničkom društvu ne mogu imati ni osobe koje obavljaju poslove koji utječu na sastav natjecanja u sportu, što se osobito odnosi na suce, menadžere, sportaše i osobe koje imaju utjecaja u organiziranju sportskih kladionica. Dionice ne može imati ni sportsko dioničko društvo koje obavlja djelatnost sudjelovanja u sportskim natjecanjima istoga sporta (Jelušić, n.d.).

2.4. Stjecanje značajnog sudjelovanja u temeljnom kapitalu sportskog dioničkog društva

O svakom stjecanju dionica u iznosu od minimalno 5% ukupnog temeljnog kapitala sportskog dioničkog društva osoba mora bez odgađanja obavijestiti Povjerenstvo. Ako osoba nije pravovremeno obavijestila Povjerenstvo, na nju se primjenjuju posljedice protupravnog

stjecanja dionica koje su uređene *Zakonom o sportu*. Uz suglasnost Povjerenstva jedna osoba može imati dionice u vrijednosti višoj od 25% u odnosu na temeljni kapital, pri čemu se Povjerenstvo brine o interesima sporta, sustavu natjecanja i posljedicama koje bi neizglasavanje suglasnosti moglo donijeti. Isto tako, osoba koja je stekla dionice suprotno odredbama Zakona dužna ih je otuđiti, premda na to nije imala pravo, a prava na njih ostvaruje povjerenik kojeg imenuje Povjerenstvo (Zakon o sportu, 2015).

Sportsko društvo evidentno pripada društvima kapitala. Društvo kapitala definira se kao društvo koje prioritet daje njegovom kapitalu od dioničara nad individualnosti članova u kojem sudjelovanje bez glavnog doprinosa nije moguće i u kojem osobna suradnja nije obavezna. Udjeli dioničara tvrtke redovito su prenosivi te njihova osobna imovina ne snosi nikakvu odgovornost za dugove (Berwanger, n.d.).

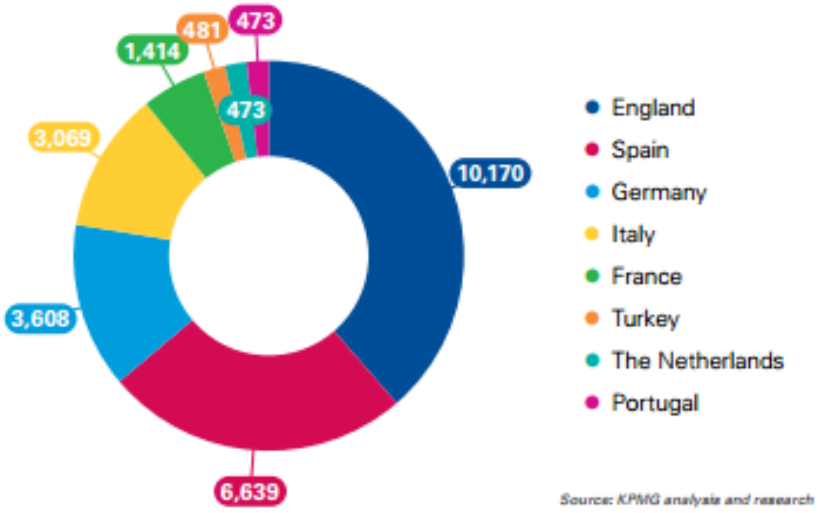
U tom smislu može se uočiti kako je i sportsko društvo jedno od društava kapitala, i to dioničko s obzirom da je temeljni kapital podijeljen na dionice i da za svoje obveze prema vjerovnicima odgovara isključivo vlastitom imovinom, a ne imovinom dioničara, kao što je i Bewanger istaknuo u ponuđenoj definiciji.

3. VRIJEDNOST EUROPSKIH SPORTSKIH DRUŠTAVA

Prodaja prava za emitiranje bila je ključni generator prihoda za nogometne klubove u posljednjih nekoliko desetljeća. Tehnološka dostignuća promijenila su i medijski svijet. Pojavili su se različiti TV kanali koji su kupovali prava na emitiranje, što je znatno utjecalo na povećanje konkurencije. Zahvaljujući sporazumu koji je potpisan 2015., unatoč procvatu cijena domaćih prava emitiranja na europskom području, razlike u pogledu prihoda među vodećim europskim ligama i engleskom Premier League postale su sve izraženije. Primjerice, kompeticija između konkurenata Sky i BT Sport dovela je do ponude izvanredne svote od čak 2,4 mlrd eura po sezoni (Sartori, 2016).

3.1. Europska sportska društva

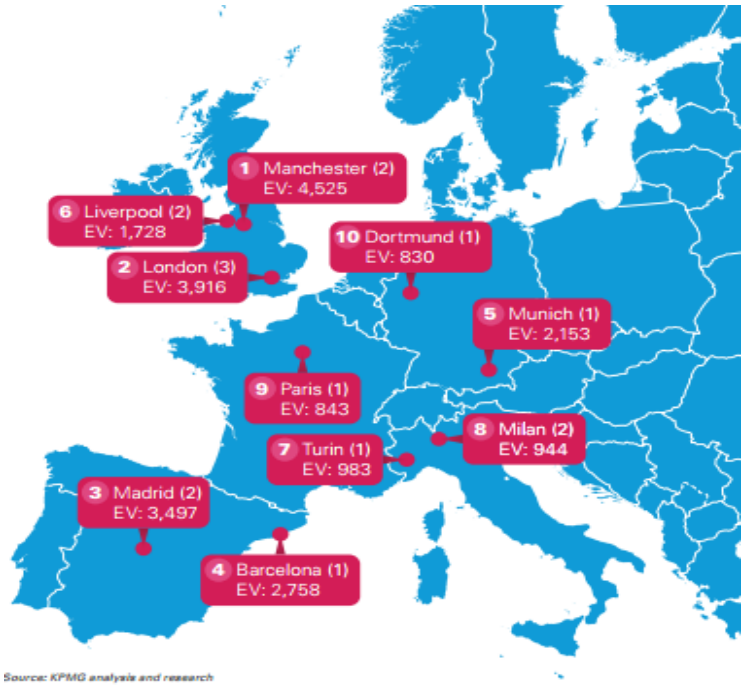
Engleski klubovi koji su izdvojeni u izvještaju o nogometnoj eliti čine značajan udio u ukupnoj vrijednosti razmatranih klubova. Novi medijski prostor u kombinaciji sa sposobnošću klubova u stjecanju profita i visokim stupnjem profitabilnosti, smješta Englesku na sami vrh. Naime, engleski klubovi čine 40% ukupne vrijednosti razmatranih klubova. Slijede ih španjolski klubovi prevođeni gigantima Real Madridom i Barcelonom, koji zajedno čine 85% vrijednosti španjolskih klubova. Španjolska je jedina zemlja koju zastupaju dva kluba čija je vrijednost veća od 2 mlrd eura. Njemačka, koju u izvješću zastupaju tri kluba, prikazuje kumulativnu vrijednost veću od 3,5 mlrd eura. Talijanski klubovi danas igraju manje važnu ulogu na terenu i izvan njega. FC Internazionale bio je posljednji talijanski klub koji je osvojio Ligu prvaka davne 2010. godine, a od tada je samo Juventus bio u mogućnosti doći do finala. Juventus je i jedini talijanski klub koji se pojavljuje u Top 10 (Sartori, 2016).



Slika 1. Vrijednost europskih nogometnih klubova (u mil eura)

Izvor: Sartori, A. (2016). Football Clubs' Valuation: The European Elite 2016, KPMG, Amsterdam, str. 6.

Što se tiče gradova, Manchester s dva nogometna giganta najbolje kotira u vrijednosti nogometnih klubova po gradu, i to u okupnom iznosu od čak 4,5 mlrd eura, što je više nego ukupna vrijednost tri londonska kluba: Arsenala, Chelsea i Tottenhama. Dva madridska kluba vrijede približno 3,5 mlrd eura. S druge strane, Milano, grad koji ima dva nogometna kluba, ne postiže čak niti 1 mlrd vrijednosti, što dodatno naglašava poteškoće s kojima se suočavaju talijanski nogometni klubovi u posljednjih nekoliko godina. Fenerbahçe SK i Galatasaray SK, istanbulski klubovi, čak niti ne ulaze u kategoriju Top 10 po gradu (Sartori, 2016).



Slika 2. Top 10 gradova s obzirom na vrijednost nogometnih klubova (EV u mil eura)

Izvor: Sartori, A. (2016). Football Clubs' Valuation: The European Elite 2016, KPMG, Amsterdam, str. 7.

3.2. Vrjednovanje europskih nogometnih klubova

Prilikom određivanja vrijednosti nogometnog kluba vrijedi zlatno pravilo prema kojem sve počinje od sportskog uspjeha. Tehnike za procjenu vrijednosti nogometnih klubova istovjetne su onima koje se koriste u procjeni vrijednosti bilo kojeg poduzeća. Međutim, nogometni klubovi nastoje prikazati posebnosti koje ih razlikuju od drugih društava. Oni daju prioritet sportskom uspjehu više nego profitabilnosti i toga se tradicionalno drže. Usprkos tome, uspješni klubovi privlače pozornost najvijača, medija i sponzora, što zauzvrat stvara prihode (Sartori, 2016).

Druga posebnost je niska korelacija između izravnog ulaganja u klub i sportskog uspjeha, što se može pratiti na primjeru Leicester Cityja, prema kojem je evidentno da se sportski uspjeh ne može kupiti. Jedna od najčešćih metoda procjene vrijednosti kluba jest prognoza budućeg profita. Diskontirani novčani tok može se primijeniti isključivo na profitabilne tvrtke, a praksa je pokazala da većina nogometnih klubova nisu profitabilni. Osim toga, diskontirani novčani tok ne može se niti primijeniti bez uvida u poslovne planove pojedinačnog kluba. Međutim, može se koristiti metoda kapitalizacije tržišta. Jednom kada

društvo kotira na burzi, investitori mogu kupiti dionice i steći udjele u vlasništvu. U tom je kontekstu vrijednost nogometnih klubova jednaka umnošku dobiti po dionici i broju dionica uvećanim za neto dug. Važno je naglasiti da se ova metoda može koristiti samo za klubove koji kotiraju na burzi. Tijekom 90-ih većina je engleskih klubova kotirala na burzi, no zbog nelikvidnosti i stagnirajućih cijena u današnje vrijeme vrlo malo klubova kotira (Sartori, 2016).

Zbog toga je danas popularna i metoda višestrukih prihoda koja služi prvoj procjeni vrijednosti društva te se čini prikladnijom za nogometne klubove. Ovom se metodom više mjeri vrijednost društava nego prihoda koje stvaraju. Za nogometne je klubove važna zbog tri razloga:

- podacima o prihodima su pristupačni i lako usporedivi,
- može se primijeniti na najproblematičnije klubove,
- prihod nije toliko promjenjiv kao zarada (Sartori, 2016).

Međutim, postoji i nekoliko ograničenja metode višestrukih prihoda. Kao prvo, naglasak na prihode može dovesti do više vrijednosti klubova, dok se istovremeno zanemaruju značajni gubitci zbog nemogućnosti kontrole troškova. Kao drugo, ne odražava u cijelosti stanje imovine kluba. U tom bi se slučaju mogli razmatrati sljedeći pokazatelji:

- profitabilnost, pri čemu visok omjer ukazuje na nižu sposobnost generiranja isključivo materijalne dobiti,
- popularnost, gdje postoji visoka korelacija između sportskog uspjeha i angažiranosti na društvenim mrežama Instagram, Facebook, Twitter,
- sportski potencijal, pri čemu klubovi koji imaju cjenjenije vodstvo imaju bolje šanse biti sportski uspješni,
- prava emitiranja, o čemu je već bilo riječi,
- vlasništvo stadiona, koji predstavlja najvažniju imovinu kluba (Sartori, 2016).

U ovom poglavlju razmatrala se vrijednost nogometnih klubova. Može se zaključiti da se tradicionalno klubovi oslanjaju na vlastiti uspjeh i daju primat upravo sportskom uspjehu nego profitabilnosti. Upravo je sportski uspjeh karika koja privlači medije, sponzore, pa čak i navijače. Također, raspravljalo se i o metodama procjene vrijednosti klubova. Koliko je

preoblikovanje klubova u dionička društva bilo uspješno, pokazat će se petom poglavlju, u kojem se na grafu može pratiti kretanje cijena dionica izabranih europskih klubova.

4. TESTIRANJE KRETANJA CIJENA IZABRANOG UZORKA U ODNOSU NA ADEKVATNE INDEKSE TRŽIŠTA

4.1. Burzovni indeksi

Burzovni indeksi namjenjeni su procjeni tržišnih kretanja kroz određeni vremenski period. U globalnim je razmjerima najpoznatiji burzovni indeks Dow Jones Industrial Average, skraćeno Dow Jones. Navedeni indeks naziv duguje svojim osnivačima, novinarima Charlesu Dowu i Eddieju Jonesu. Dow Jones indeks podijeljen je u tri prosjeka:

- Dow Jones Industrials Average (DJIA),
- Dow Jones Transportation Average (DJTA),
- Dow Jones Utilities Average (DJUA).

Općenito govoreći, kretanje burzovnih indeksa u praksi se prikazuje na dva načina:

- putem grafikona, pri čemu svaka burza može izraditi grafikon kretanja svoga indeksa u određenom razdoblju,
- putem tablica, pri čemu se određeni indeks može komparirati s ostalim, sličnim indeksima (Videc, 2015).



Slika 3. Odnos kretanja burzovnih indeksa Dow Jones i Gold Ratio u periodu 1971.-2007.

Izvor: Gold, Silver and The Dow Jones Index. (2007): dostupno na http://www.marketoracle.co.uk/(pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.

4.2. Zagrebačka burza i CROBEX

Na našim područjima Zagrebačka burza (Zagrebačko tržište kapitala dioničko društvo) posluje u skladu sa zakonskim propisima Republike Hrvatske, u čijim transakcijama mogu sudjelovati samo članovi burze. O broju članova burze odlučuje njena Uprava, odnosno član mora zadovoljiti sve uvjete za članstvo i dobiti odobrenje od Upravnog odbora. Članstvo se na burzi plaća (Videc, 2015).

Osim Zagrebačke, u Republici je Hrvatskoj djelovala i Varaždinska burza. No ponedjeljak 19. ožujka 2007. godine datum je kada se zadnji put trgovalo na Varaždinskoj burzi. Od tog je trenutka Zagrebačka burza postala jedino službeno mjesto trgovanja na tržištu kapitala na našim prostorima. Kako je cijela stvar tekla? Naime, bilo je tu i prgovora o udruživanju ili čak stvaranju treće burze koja bi i Varaždinsku i Zagrebačku poslala u povijest, no to se nije dogodilo. Dvije su burze 21. prosinca 2006. godine potpisale ugovor o pripajanju, čime je Varaždinska burza *de iure*prestala postojati, da bi se to krajem siječnja iduće godine *de facto* i dogodilo (Varaždinska burza otišla u povijest, 2007).

Na Zagrebačkoj burzi u upotrebi je CROBEX kao službeni indeks cijena dionica kojima se trguje. Bazna vrijednost CROBEX-a iznosi 1.000, a ponderira se na osnovi free float tržišne kapitalizacije, odnosno proizvoda zadnje cijene dionice i broja dionica raspoloživih za investitora. CROBEX je inače prvi hrvatski burzovni indeks. Računa se od 1. rujna 1997. godine. Jači utjecaj na indeks imaju dionice s većom free float tržišnom kapitalizacijom. Crobex zapravo prikazuje tendenciju rasta ili pada cijena dionica na Zagrebačkoj burzi. U nastavku je prikazana formula za njegov izračun (Šlibar, 2009):

$$I^j t = \frac{M^j(t)}{K_T \times M(0)} \times 1000 \quad (1)$$

$M^j(t)$= free float tržišna kapitalizacija dionica koje ulaze u CROBEX na dan t i vrijeme j;
$M(0)$= free float tržišna kapitalizacija na bazni datum;
K_T= faktor prilagodbe baze indeksa na dan revizije

Odluka o indeksu CROBEX nudi nešto širu formulu za izračun (Zagrebačka burza, 2014):

$$I_t^j = \frac{\sum_{i=1}^{n} p_{i,t}^j \times q_{i,T} \times f_{i,T}}{K_T \times \sum_{i=1}^{n} p_{i,T} \times q_{i,T} \times f_{i,T}} \times B \quad (2)$$

$p_{i,t}^j$ = zadnja cijena dionica na dan t i vrijeme j;

$q_{i,T}$ = broj izdanih dionica na dan revizije T;

$f_{i,T}$ = free float fakzor dionica na zadnji dan mjeseca koji prethodi danu revizije;

B= bazna vrijednost indeksa;

$p_{i,T}$ = zadnja cijena dionica na bazni datum ili na dan koji prethodi uključenju u CROBEX

Dionice koje ulaze u sastav indeksa CROBEX moraju ispunjavati sljedeće uvjete:

- moraju biti uvrštene na uređeno tržište,
- njima se moralo trgovati više od 80% ukupnog broja trgovinskih dana u šestomjesečnom razdoblju koje prethodi reviziji.

Prilikom toga je rang svake dionice determiniran s obzirom na dva faktora:

- udjel u free float tržišnoj kapitalizaciji,
- udjel u prometu realiziranom u sklopu knjige ponuda u polugodišnjem razdoblju koje prethodi reviziji (Zagrebačka burza, 2014).

Simbol	Sektor	Zaključna	Zadnja	Promjena %	Prva	Najviša	Najniža	Prosječna	Količina	Promet
PTKM-R-A	CE	12,35	12,40	+7,17 %	11,57	12,40	11,57	12,35	2.858	35.298,47
VART-R-1	CB	14,40	14,50	+1,05 %	14,40	14,50	14,30	14,40	1.437	20.691,73
RHMF-O-26CA		103,60	103,60	+0,24 %	103,60	103,60	103,60	103,60	5.000.000	5.180.000,00
VIRO-R-A	CA	260,10	260,14	0,00 %	260,07	260,14	260,07	260,10	157	40.836,17
ULPL-R-A	H	102,73	108,88	-0,11 %	106,00	108,88	102,00	102,73	275	28.251,35
LKPC-R-A	H	567,70	570,00	-0,9 %	571,03	571,03	557,10	567,70	28	15.895,66
HT-R-A	JB	139,26	138,86	-1,1 %	140,08	140,08	137,28	139,26	12.087	1.683.260,53
IGH-R-A	MB	68,64	68,10	-1,32 %	69,01	69,01	68,10	68,64	74	5.079,66
RIVP-R-A	I	23,93	24,11	-1,43 %	23,97	24,18	23,71	23,93	21.508	514.621,65
ATGR-R-A	G	793,83	800,00	-1,72 %	810,21	810,21	780,03	793,83	369	292.922,30
KOEI-R-A	CJ	650,00	650,00	-1,96 %	650,00	650,00	650,00	650,00	3	1.950,00
LKRI-R-A	H	44,11	44,11	-2,2 %	44,11	44,11	44,11	44,11	100	4.411,00
PODR-R-A	CA	325,18	325,01	-2,7 %	330,00	330,00	324,99	325,18	1.334	433.795,95
DLKV-R-A	F	12,40	12,37	-3,06 %	12,48	12,49	12,07	12,40	14.836	184.009,90
LEDO-R-A	CA	9.400,00	9.400,00	-3,39 %	9.400,00	9.400,01	9.400,00	9.400,00	176	1.654.400,12
ADPL-R-A	CL	109,08	109,00	-3,55 %	109,59	110,00	107,70	109,08	1.578	172.128,90
TPNG-R-A	H	70,22	70,16	-3,81 %	70,32	70,32	70,16	70,22	248	17.414,36
OPTE-R-A	JB	1,52	1,50	-9,64 %	1,56	1,56	1,50	1,52	20.415	30.969,41

Slika 4. Pregled trgovine na Uređenom tržištu (Službeno tržište) na dan 24. lipnja 2016. godine

Izvor: Zagrebačka burza, http://zse.hr/ (pokušaj pristupa 23. lipnja 2016.)

4.2.1. Podjela i spajanje dionica

Podjela dionica korporativna je akcija kojom izdavatelj povećava broj izdanih dionica na dva načina:

- smanjivanjem nominalnog iznosa dionice iz prvobitnog izdanja,
- povećavanjem broja izdanih dionica tako da svaki dioničar dobije dvije ili više dionica, no smao ako su dionice izdane bez nominalnog iznosa.

Navedenu odluku izdavatelj temelji na odlukama glavne skupštine uz zadržavanja temeljnog kapitala društva kakv jest. Treba naglasiti kako će se u oba slučaja broj izdanih dionica povećati dok će se smanjiti cijena proporcionalno omjeru podjele dionica. Faktor prilagodbe neće se pritom mijenjati (Zagrebačka burza, 2014).

Drugi izvanredni događaj jest spajanje dionica. Izdavatelj na temelju odluke glavne skupštine smanjuje broj izdanih dionica uz istovremeno povećanje nominalnog iznosa dionice iz prvotnog izdanja. Drugi način spajanja dionica jest smanjenje količine dionica bez nominalnog iznosa. Na taj bi način dioničar dobio jednu dionicu umjesto dviju ili više njih. U indeksu će se smanjiti broj izdanih dionica i povećat će se cijena, dok se faktor prilagodbe baze neće mijenjati (Zagrebačka burza, 2014).

4.2.2. Povećanje i smanjenje temeljnog kapitala dioničkog društva

Povećanje temeljnog kapitala može se realizirati na tri načina:

- preko sredstava društva novim izdanjem dionica,
- putem novog izdavanja dionica s pravom prvenstva,
- putem javne ponude.

U prvom slučaju izdavatelj postojećim dioničarima nudi određeni broj novih dionica koji je proporcionalan njihovom sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva. Izdavanjem dionica s pravom prvenstva izdavatelj nudi dioničarima određeni broj dionica koristeći izdavanje prava koja se odnose na samostalne financijske instrumente. I posljednje, javna ponuda najjednostavnije se može objasniti kao akcija kojom izdavatelj javnosti nudi određeni broj novih dionica na prodaju. S druge strane, temeljni kapital može se smanjiti povlačenjem određenog broja dionica. Treba istaknuti kako sve odluke vezane za povećanje ili smanjenje

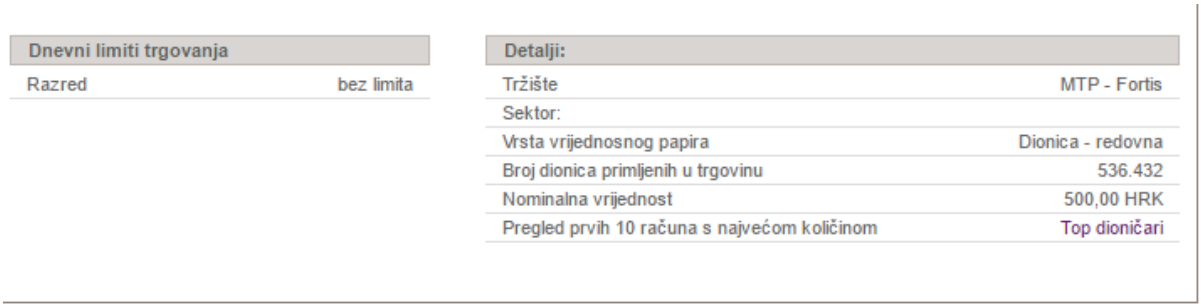
temlejnog kapitala izdavatelj donosi na temelju odluka glavne skupštine (Zagrebačka burza, 2014).

4.3. Analiza cijena dionica izabranih sportskih društava

U ovom potpoglavlju najviše će se pažnje posvetiti analizi cijena dionica HNK Hajduk Split š.d.d. i KK Zadar š.d.d., odnosno njihovim kretanjima na tržištu. Polazišna točka bit će njihovo kratko predstavljanje u okviru Zagrebačke burze i Središnjeg klirinškog depozitarnog društva. Nakon toga problematizirat će se položaj navednih sportskih društava na burzi, kao i aktivnosti od strane izdavatelja dionica po pitanju prodaje dionica.

4.3.1. Analiza cijena dionica HNK Hajduk Split š.d.d.

Vrijednosnica HNK Hajduk š.d.d. na Zagrebačkoj je burzi označena kao HJDK-R-A. Vrijednosnim papirom prema podacima dostupnim sa Zagrebačke burze i web stranice Moje dionice još nije trgovano (Tablica 2), stoga je logično da podataka o kretanju cijena dionica i nema.



Dnevni limiti trgovanja	
Razred	bez limita

Detalji:	
Tržište	MTP - Fortis
Sektor:	
Vrsta vrijednosnog papira	Dionica - redovna
Broj dionica primljenih u trgovinu	536.432
Nominalna vrijednost	500,00 HRK
Pregled prvih 10 računa s najvećom količinom	Top dioničari

Slika 5. Detalji o dionici Hajduka

Izvor: Zagrebačka burza, http://zse.hr/ (pokušaj pristupa 23. lipnja 2016.)

Tablica 2. Trgovanje dionicama HNK Hajduk š.d.d.

Trgovanje HJDK-R-A	
Zadnja cijena:	0,00
Datum zadnjeg trg.	
Likvidnost u 20 trg. dana:	0
Pros. promet u zadnjih 20 trg. dana:	0
Beta:	P

Izvor: Moje dionice, http://www.mojedionice.com/ (pokušaj pristupa 24. lipnja 2016).

Međutim, navodi se kako je Hajduk isključen sa burze (Vrijednosnica HJDK-R-A). Kao jedan od razloga isključenja bilo kojeg člana burze navodi se sljedeće:

„U slučaju ugrožavanja rada Trgovinskog sustava (kao što je, ali ne ograničavajući se na: preopterećenje sustava, narušavanje sigurnosnih postavki i sl.), uzrokovanog od strane Člana neodgovarajućom uporabom programske podrške (softvera) namijenjene trgovanju ili programske podrške koju Član uvodi zbog potreba poslovanja, Burza može u svrhu zaštite integriteta trgovinskog sustava isključiti Člana iz sustava trgovanja do otklanjanja uzroka za isključenje.“(Pravila ZSE, n.d.).

Osim toga, član može biti isključen i zbog osobito teških kršenja odredbi Pravila ZSE te u slučaju opetovanog kršenja odredbi Pravila ZSE, kada Burza ocijeni da se ostale mjere (poput suspenzije) nisu pokazale dovoljnima da člana spriječe u daljnjem kršenju tih odredaba (Pravila ZSE, n.d.).

Treba naglasiti kako stvarni razlozi isključenja dionica Hajduka sa Zagrebačke burze prema dostupnim podacima nisu poznati. Unatoč tome, Hajdukove dionice i njihovo kretanje cijena mogu se analizirati na temelju relevantnih podataka koji su dostupni na web stranicama, samo što neće odražavti sadašnje stanje, nego stanje onog trenutka u kojem su bile emitirane i prema okolnostima koje su tada vrijedile.

Izdavatelj dionica jest HNK Hajduk Split š.d.d. (Ulica 8. mediteranskih igara 2, Split). Temeljni kapital društva iznosio je 268.216.000,00 HRK, a predstavljao je umnožak izdane količine i nominalne vrijednosti vrijednosnih papira prema podacima Središnjeg klirinškog depozitarnog društva (Vrijednosnica HJDK-R-A, n.d.).

Tablica 3. Broj dionica društva zaključno s danom 3. lipnja 2016.

Broj dionica društva	
Broj dionica HJDK-R-A: (nominala=500)	536.432
Ukupan broj dionica: (03.06.2016)	536.432
Broj i % vlastitih dionica: *(nema podatka)*	0 0,00%

Izvor: Moje dionice, http://www.mojedionice.com/ (pokušaj pristupa 24. lipnja 2016).

Bernard Jurišić, hrvatski sportski novinar, za sportnet.hr je napisao kako je na dan 13. listopada 2008. godine, i to samo dan prije završnog roka, HNK Hajduk okončao prodaju svih dionica koje je pustio u prodaju (Tablica 4). Tako je Hajduk dobio najvećeg privatnog dioničara, poduzetnika Ivana Rimca, koji je investirao nešto više od 11.000.000,00 HRK, odnosno sve ono što je preostalo nakon uplata dalmatinskih poduzetnika. Iz tog razloga peti krug prodaje uopće nije bilo potrebno organizirati (Jurišić, 2008).

Tablica 4. Dioničari Hajduka zaključno s danom 13. istopada 2008.

DIONIČARI	VRIJEDNOST U HRK	POSTOTAK VLASNIŠTVA
Grad Split	140.000.000,00	63%
Ivan Rimac	11.000.000,00	5%
Jako Andabak	10.000.000,00	4,5%
Dalekovod d.d.	10.000.000,00	4,5%
Brodomerkur d.d.	5.000.000,00	2,2%
Zagreb Monataža grupa	5.000.000,00	2,2%
Kerum d.o.o.	5.000.000,00	2,2%
Jolly JBS d.o.o.	5.000.000,00	2,2%
Studenatc d.o.o.	5.000.000,00	2,2%
Konstruktor d.d.	5.000.000,00	2,2%
Tommy d.o.o.	5.000.000,00	2,2%
Tankerska plovidba d.d.	5.000.000,00	2,2%
Agrokor d.d.	5.000.000,00	2,2%
Navijači	5.000.000,00	2,2%

Izvor: Jurišić, B. (13. listopad 2008): Prodane sve dionice Hajduka, (mrežno). Dostupno na: http://hrsport.net/ (pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)

Stanje se s vremenom promijenilo pa sada imamo situaciju promjene vlasničke strukture Hajduka u odnosu na početno stanje, što prikazuje Tablica 5.

Tablica 5. TOP 10 dioničara Hajduka zaključno s danom 24. lipnja 2016.

24.06.2016 > T: 21.06.16

RB	Dioničar	Broj	%
1.	GRAD - SPLIT	300.928	56,10%
2.	TOMMY D.O.O.	131.580	24,53%
3.	DRŽAVNA AGENCIJA ZA OSIG. ŠTEDNIH ULOGA I SANACIJU	52.690	9,82%
4.	KONSTRUKTOR INŽENJERING D.D.	10.000	1,86%
5.	STUDENAC D.O.O.	10.000	1,86%
6.	KERUM D.O.O.	10.000	1,86%
7.	NEXE GRUPA D.D.	4.000	0,75%
8.	ŠTIMAC IGOR	2.000	0,37%
9.	BRODOSPLIT D.D.	548	0,10%
10.	AUTOTRANS D.O.O.	200	0,04%
	UKUPNO	521.946	97,30%

Izvor: Izvor: Moje dionice, http://www.mojedionice.com/ (pokušaj pristupa 24. lipnja 2016).

Može se uočiti promjena u odnosu na prvobitno stanje te se može zaključiti kako pravne osobe drže čak 96,93% dionica, odnosno 521.746 dionica. Igor Štimac i dalje je vlasnik 2.000 dionica, dok je Grad Split ostao većinski vlasnik, ali s nešto nižim postotkom vlasništva. Preostale dionice koje nisu prikazane u vlasništvu su navijača i drugih fizičkih (pravnih) osoba.

4.3.2. Analiza cijena dionica KK Zadar š.d.d.

Nakon što je iz povjerenstva za profesionalne sportske klubove dana 11. srpnja 2012. godine na adresu KK Zadar stigla suglasnost Vlade Republike Hrvatske, čelnici kluba na čelu s predsjednikom Edvinom Šimunovim, objavili su vijest o postupku preoblikovanja kluba iz Udruge građana u sportsko dioničko društvo. Darko Kasap, tadašnji dogradonačelnik Zadra, istaknuo je kako je revizorskim izvješćem utvrđeno da vrijednost kluba iznosi ukupno 41.190.000,00HRK te da će u gotovini biti potrebno upisati oko 6.000.000,00 HRK kako bi proces u cijelosti uspio. Cijena jedne dionice stajat će 250 HRK. Proces upisa dionica provodit će Hypo banka, a same će se dionice moći upisati u pet krugova (Media servis, 2012). Način i postupak upisa dionica po krugovima već je objašnjen, stoga smatram nepotrebnim ponavljati.

Preoblikovanjem KK Zadar u sportsko dioničko društvo ukupni predvidivi kapital nakon povećanja istog prikazuje Tablica 6.

Tablica 6. Ukupni predvidivi kapital KK Zadar

1. Početni temeljni kapital (bez 1.000.000,00 kn Grada u 1. krugu)	**5.000.000,00**
2. Grad Zadar – (1.000.000,00 + 2.270.313,46 + 31.283.458,00)	**34.553.771,46**
3. Liburnija d.o.o. i ostali vjerovnici – postupak završen	**1.290.662,14**
4. Ostali od kojih se čeka pisana izjava – postupak u tijeku	**5.974.303.,00**
5. Vlastite dionice i udjeli – odbitna stavka	**-5.629.011,00**
- UKUPNI KAPITAL I PRIČUVE:	**41.189.725,60**

Izvor: KK Zadar. (2012): Javni poziv za upis i uplatu dionica, KK Zadar, Zadar, str. 33.

Budući da nema dostupnih podataka o stvarnim dioničarima KK Zadar, u nastavku će se prikazati samo oni koji su okarakterizirani kao potencijali dioničari navedenog sportskog dioničkog društva temeljen određenih sklopljenih ugovora i dogovora:

- Republika Hrvatska/Grad Zadar na temelju prenesenih prava i potraživanja Republike Hrvatske na jedinicu lokalne samouprave,
- Grad Zadar,
- Liburnija d.o.o.,
- Tankerska plovidba d.d.,
- Marina Dalmacija d.d.,
- Tankerkomerc d.d.,
- Folijaplast d.o.o.,
- Tvornica kruha d.d.,
- Danijel Mikulić, vlasnik obrta Studio B,
- Čazmatrans nova d.o.o.,
- RTD d.o.o.,
- Ivan Kokolek, vlasnik obrta I.K.,
- Juro Terzić, vlasnik obrta Terzić bus,
- Nasadi d.o.o.

Osim navedenih, potencijalni dioničari mogu biti i sve druge fizičke i pravne osobe koje svoja potraživanja pretvore u udio u kapitalu (KK Zadar, 2012).

Cijena dionica u svim je krugovima upisa bila fiksna, a takva je i ostala. Međutim, izgleda da prodaja dionica nije išla po zamišljenom planu te je bio organiziran i peti krug.

Pokazalo se da je taj posljednji krug bio ključan za opstanak KK Zadra. No, ciljani temeljni kapital u iznosu od 6.000.000,00 HRK dobijen je dijelom u novcu, a dijelom pretvaranjem potraživanja vjerovnika u vlasničke udjele. Na taj je način nadoknađena skromna kupnja dionica u prva četiri upisna kruga (Šimunov, 2012).

5. OBJAŠNJENJE I ANALIZA REZULTATA

U ovom će poglavlju fokus biti na usporedbi cijena dionica HNK Hajduk š.d.d. i KK Zadar š.d.d. te usporedbi s europskim stanjem. Problematizirat će se i utjecaj tržišta na njihove cijene u odnosu na burzovni indeks, odnosno pokazat će se ovise li cijene dionica sportskih dioničkih društava o kretanjima na tržištu. Budući da su i KK Zadar i HNK Hajduk nekada kotirali na burzi, važno je bilo prikazati kretanje njihovih dionica te usporediti ih sa stanjem na europskom prostoru.

Treba imati u vidu da je HNK Hajduk klub bogate povijesti koja traje više od sto godina. Međutim, ni sva ljubav građana Splita i ostalih navijača nije dovoljna za opstanak kluba. Činjenica jest da HNK Hajduk već dulji niz godina posluje s gubitcima. Iako je prodaja dionica išla prema očekivanjimaa te peti krug upisa dionica uopće nije bio potreban, stanje u klubu i dalje je kritično. Fizičke i pravne osobe svoj su dio u preoblikovanju kluba ispunile i više nego zadovoljavajuće. Cijena dionica od 500 HRK po dionici, što nije mali iznos, nije spriječila ulagače da investiraju i tako barem malo pomognu voljenom klubu.

Praksa na tržištu je takva da, ako poslovanje kluba konstantno ima negativni tren, ne računajući pritom moguće male pozitivne oscilacije, druge pravne ili fizičke osobe pokazat će interes za investiranjem. Međutim, one neće otkupljivati dionice po cijeni kojom su je trenutni dioničari kupovali. Potencijalni ulagači nudit će niže cijene. U nastavku će biti opisan pokušaj Tommyja da kupi dionice Hajduka.

Tommy je 17. srpnja 2015. godine Državnoj agenciji za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (DAB-u) uputio ponudu za otkup 9,82% dionica, odnosno 52.690 dionica Hajduka u vlasništvu DAB-a po cijeni od 10.327.240,00 HRK. Međutim, nominalna vrijednost tog broja dionica iznosila je 26.350.000,00 HRK. Svoju je ponudu temeljio na izvještaju ovlaštenog revizora o promjenama kapitala za prethodnu godinu zaključno s posljednjim danom mjeseca prosinca prema kojemu stanje kapitala iznosi 135.063.365,00 HRK, što znači da 9,82 posto dionica iznosi ukupno 13.263.222,00 HRK. U pismu koje je potpisao Ante Josić, predsjednik uprave Tommyja, stoji sljedeće:

„S obzirom na trend poslovanja društva HNK Hajduk, koji niz godina posluje s gubitkom, te na daljnju neizvjesnost oko stanja i poslovanja Društva i rizike koje ovakvo

potencijalno ulaganje donosi, spremni smo ponuditi cijenu u iznosu od 196 kuna po dionici, odnosno ukupno 10,327.240 kuna za 52.690 dionica (9,82 posto ukupnog broja izdanih dionica). Ponuda vrijedi 30 dana od zaprimanja pisma namjere."(Laušić, 2015).

Tadašnji ministar financija Boris Lalovac na pitanje zašto je odbio takvu ponudu ako se u vidu ima negativan trend poslovanja Hajduka i kriza unutar kluba odgovorio je u samo dvije rečenice:

„Moj je stav bio da je vrijednost Hajduka neprocjenjiva i da njegove dionice nisu za prodaju. Stoga smo ponudu odbili."(Laušić, 2015).

Međutim, samo nekoliko dana poslije situacija se bitno promijenila. Jako Andabak nagodio se s Tomislavom Mamićem, vlasnikom Tommyja, te mu prodao 26.000 dionica po cijeni od 250 HRK po dionici. Računa se da je Andabak na taj način izgubio oko 6.500.000,00 HRK, no prema njegovim riječima, na taj se potez odlučio isključivo zato da pomogne Hajduku (Večernji.hr, 2015).

Iz tablica navedenih u prethodnom potpoglavlju jasno je da je Grad Split većinski vlasnik Hajduka, stoga je sasvim jasno da kupnja/prodaja dionica može ići samo preko institucije Grada Splita ako kupac želi većinski udio i potpunu kontrolu nad klubom. Udio vlasništva u iznosu od 25% plus jedne dionice omogućuje suvlasniku da se bez njegove suglasnosti ne mogu donositi važne strateške odluke, primjerice opoziv članova nadzornog odbora, promjena visine kapitala i sl. Koji su stvarni razlozi poteza Tomislava Mamića, nije poznato i o njima se može samo špekulirati, no činjenica je da je otkupio 26.000 dionica po 50% nižoj cijeni (Prekratić, 2015).

KK Zadar se nalazi u čak lošijoj financijskoj krizi od Hajduka. Nogomet je općenito razvikaniji sport i veće se količine novca vrte upravo u nogometu. Naime, u KK Zadar se u posljednjih nekoliko godina više troši nego što se prihoduje. Predstečajnom je nagodbom otpisan veliki dio potraživanja i klubu su smanjena dugovanja. Podsjetimo se, klub je prije privatizacije dugovao 100.000.000,00 HRK. Međutim, nedugo nakon pretvorbe, klub je ušao u nova dugovanja. Logičan slijed bio bi stečaj, no do stečaja još uvijek nije došlo (Mirčeta, 2014).

Božidar Kalmeta, gradonačelnik Zadra, predložio je dodatno financiranje kluba iz proračuna kako bi se deblokirao račun i počeo normalno raditi, za što je rebalansom predviđeno 3.000.000,00 HRK, uz 3.500.00,00 HRK već planiranih u proračunu. Predložio je također i da se upravi kluba predloži izrada modela dokapitalizacije kluba. Ako ođe do suglasnosti, raspisao bi se međunarodni natječaj da zainteresirani uđe u klub. Druga mogućnost je da se odbije ovaj prijedlog i klub ode u stečaj. Njegov je prijedlog usvojen na sjednici Gradskog vijeća na temu stanja u KK Zadar te klub nije otišao u stečaj (Zadarski.hr, 2015).

Zbog katastrofalnog financijskog stanja KK Zadar je bio u potrazi za strateškim partnerom. Tražio se netko tko bi bio spreman otkupiti dionice, s tim da bi Grad Zadar zadržao 25% plus jednu dionicu. Bilo je tu i špekulacija kako bi većinski vlasnici kluba mogli postati turski investitori, no do službene potvrde nije nikada došlo. Sugeriralo se kako bi KK Zadar bio poklonjen ako bi bio prodan za 1 HRK. Teško je u tom smislu govoriti o poklanjanju ako znamo da je dug kluba veći od 20.000.000,00 HRK, a troškovi regionalne lige 15.000.000,00 HRK. Cijene dionica nisu se spominjale, no Grad Zadar bi zadržao spomenutih 25% plus jednu dionicu, što bi za KK Zadar imalo pozitivne efekte, primjerice klub ne bi mijenjao ime, igralo bi se i dalje u dvorani Kreše Ćosića i sl. (Mega Media, 2015).

Može se zaključiti kako se i u slučaju Hajduka i KK Zadra cijena dionica uglavnom nije mijenjala. Kada su stavljene na prodaju, dionice su se mogle u svim krugovima kupovati po fiksnoj cijeni od 500 HRK za Hajdukove, odnosno 250 HRK za Zadrove dionice bez obzira na fluktuaciju burzovnog indeksa. Budući da je većina financijskih podataka o navedenim klubovima poslovna tajna, nije bilo moguće provoditi dubinske analize. Može se samo ustanoviti da bez obzira na rast ili pad burzovnog indeksa cijena dionica navedenih sportskih društava ostaje ista. Iznimka je slučaj Mamić i Andabak, prema kojem je Mamić kupio dionice Hajduka po dvostruko nižoj cijeni, no prema dostupnim podacima radilo se o dogovoru prijenosa vlasništva dionica između dvojice poduzetnika.

6. USPOREDBA S HRVATSKOM STVARNOŠĆU

Tržišna se cijena definira kao cijena po kojoj je prodavač spreman prodati, a kupac kupiti određeni proizvod ili uslugu. Ako netko ne može prodati svoje dionice po ponuđenoj cijeni, onda cijena nije dovoljno visoka. Baratanje dionicama i prodaja državne imovine stoga ne bi smjela uključivati subjektivni stav. Nema neprocjenjivog kluba, već se mora postaviti pitanje kolika je realna vrijednost pojedinog kluba. Koliko će jedan klub koštati ako netko otkupi sve njegove dionice? U slučaju Hajduka, to bi bilo otprilike 20.000.000,00 eura (Prekratić, 2015). Vrijedi li klub zbilja toliko?

Temelj procjene dioničkog društva može se tražiti u bilanci. Raspolaganje vlastitim sredstvima determinira se u okviru oduzimanja ukupnih obaveza od ukupne imovine. Možda je Tommy na tome temeljio svoju ponudu, ali uzimajući u obzir i poslovanje s gubitcima. No potrebno je uzeti u obzir i druge parametre. Hajdukovo ime je postalo brand, a neki će upravo to smatrati njegovom najvećom vrijednošću (Prekratić, 2015). Tu se također može povući paralela sa KK Zadar. Zadar kao grad s dugogodišnjom košarkaškom tradicijom također mnogo cijeni svoj košarkaški klub i navijači će ga i dalje podržavati unatoč lošem poslovanju.

Bilanca klubova ne sadrži ni vrijednost igrača, odnosno momčadi, stoga je vrlo teško pričati o njihovoj vrijednosti. Opet ću kao primjer izdvojiti Hajduka koji godinama nije plaćao odštetne vrijednosti za igrače, a ta se stavka nalazi unutar nematerijalne imovine u bilanci. Dakle, Hajduk je nema. U svakom bi slučaju trebalo uzeti u obzir i tržišnu vrijednost svih igrača i vrijednost imovine kluba (Prekratić, 2015).

Tablica 7. Bilanca Hajduka na dan 15. lipnja 2008.

	Stanje po knjigovodstvu Udruge i stanje utvrđeno revizijom na dan 15.06.2008.
UKUPNO IMOVINA	**241.611.777,51**
Dugotrajna imovina	**222.851.618,81**
Dugotrajna nematerijalna imovina	221.464.061,64
Dugotrajna materijalna imovina	1.294.357,17
Dugotrajna financijska imovina	93.200,00
Kratkotrajna imovina	**18.760.158,70**
Zalihe	1.136.863,68
Potraživanja od kupaca	5.944.697,51
Potraživanja za pozajmice	351.087,31
Potraživanja od zaposlenih	38.352,00
Potraživanja za poreze	2.083.677,63
Ostala potraživanja – potraživanja od igrača	0,00
Potraživanja od povezanih društava	9.173.477,41
Novac	32.003,16
UKUPNO OBVEZE I VLASTITI IZVORI	**241.611.777,51**
OBVEZE	**244.042.647,81**
Obveze za zajmove	20.954.733,01
Obveze za kredite banaka	26.345.039,34
Obveze prema dobavljačima	19.935.869,09
Obveze prema zaposlenima	342.344,37
Obveze za poreze, doprinose idruge pristojbe	143.597.564,72
Ostale kratkoročne obveze	32.867.097,28
VLASTITI IZVORI	**- 2.430.870,30**
IZVANBILANČNI ZAPISI	**0,00**
Izvanbilančni zapisi - aktiva	2.175.000,00
Izvanbilančni zapisi – pasiva	2.175.000,00

Izvor: HNK Hajduk. (2008). Javni poziv za upis i uplatu dionica HNK Hajduk š.d.d., HNK Hajduk, Split, str. 23.

Tablica 8. Bilanca KK Zadar na dan 30. rujna 2011.

Opis bilančnih pozicija	Stanje u kunama po knjigovodstvu Udruge i stanje utvrđeno revizijom na dan 30.09.2011.
UKUPNO IMOVINA	**24.708.503**
Nefinancijska imovina	**223.063**
Financijska imovina	**24.485.440**
Uk. novac u banci i blagajni	1.619.556
Uk. depoziti, jamč. i potr. od radnika za više plać.por.	455.351
Uk. zajmovi	54.816
Uk. potraživanje za prihode - kupci i ispravak potraživ.	22.342.117
Uk. potraživanja za prihode - kupci i ispravak potraživ.	13.600
UKUPNO OBVEZE I VLASTITI IZVORI	**24.708.503**
OBVEZE	**71.471.580**
Uk. obveze za rashode	48.421.011
Uk. obveze za kredite i zajmove	20.281.425
Uk. odgođeno plaćanje rashoda i prih. bud. razd.	2.769.144
VLASTITI IZVORI	**-46.763.077**

Izvor: KK Zadar. (2012): Javni poziv za upis i uplatu dionica, KK Zadar, Zadar, str. 21.

Može se zaključiti kako su cijene dionica sportskih dioničkih društava i njihovo kretanje neovisni o kretanjima tržišta. Bez obzira na to hoće li burzovni indeks i koliko rasti, odnosno padati, cijena ostaje fiksna. Problem se događa ukoliko klubovi loše posluju, a izdavatelj dionice ne može prodati po željenoj cijeni. Tada se događa da čak i pojedini dioničari gube ako odluče prenijeti vlasništvo na druge osobe. Kada bi se uvrstile sve ključne komponente na kojima bi se temeljila realna vrijednost kluba, onda bi vjerojatno i cijene dionica odgovarale knjigovodstvenoj cijeni.

Slika 4. Kretanje CROBEX-a u periodu siječanj 2000. – siječanj 2014.

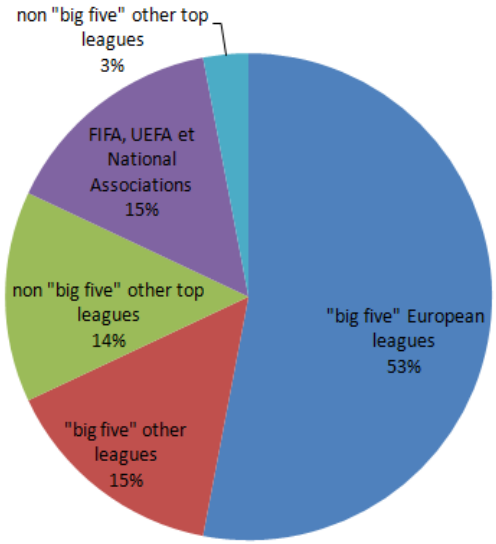


Izvor: Eclectica, https://eclectica.hr (pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)

Ostaje pitanje kako funkcionira europsko tržište, odnosno što se s cijenama dionica sportskih klubova događa na europskom tržištu. Prema podacima iz 2006. godine, europsko nogometno tržište ostvarilo je prihod od 12,6 milijardi eura (Grafikon 1). Pri tome velikih pet europskih liga predstavlja 53% tržišta, a to su:

- engleska Premier league,
- francuska Ligue 1,
- njemačka Bundesliga,
- španjolska Primera,
- talijanska Serie A(European Football Clubs Listed on Stock Exchange, n.d.).

Grafikon 1. Europsko nogometno tržište 2006. godine

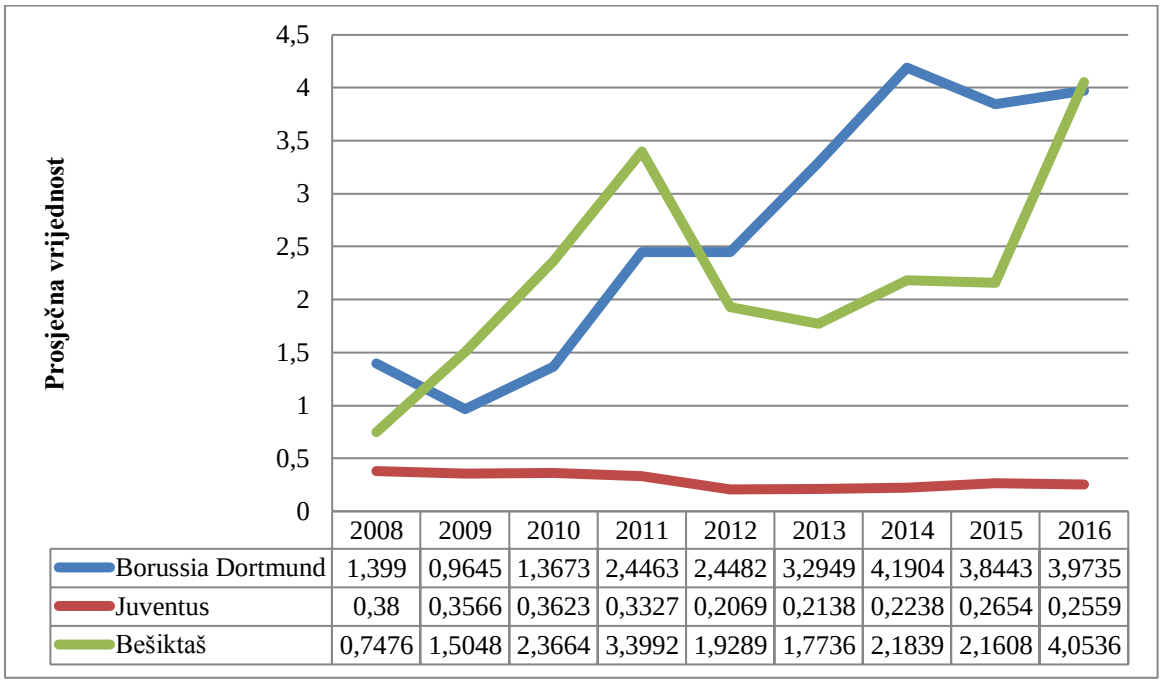


Izvor: *European Football Clubs Listed on Stock Exchange.* Universite de la Reunion: Faculte de Droit et d'Economie

Luc Renneboog i Peter Vanbrabant, stručnjaci za financije, ispitivali su jesu li cijene dionica odabranih nogometnih klubova uvrštenih na Londonskoj burzi i alternativnom tržištu ulaganja pod utjecajem sportske izvedbe nogometnih ekipa. Njihovi izračuni temeljeni na studijama događaja pokazali su da je na prvi dan nakon utakmice moguće očekivati abnormalni povrat od gotovo 1% ako nogometni klub pobijedi. S druge strane, porazi ili neriješena igra donosi negativni abnormalni povrat od 1,4% i 0,6% (Renneboog & Vanbrabant, 2000).

Druga studija koju su proveli Duque i Ferreira proširena je i na analizu volatilnosti i odnosila se na analizu cijena dionica dva portuglaska kluba, Sportinga i Porta. Rezultati su pokazali da je izvedba nogometnog kluba povezana s cijenom dionice po principu „bolja izvedba – bolja cijena“ (European Football Clubs Listed on Stock Exchange, n.d.).

Grafikon 2. Kretanje prosječnih cijena dionica odabranih europskih nogometnih klubova u periodu 2008. – 2016.



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Borussia Dortmund	1,399	0,9645	1,3673	2,4463	2,4482	3,2949	4,1904	3,8443	3,9735
Juventus	0,38	0,3566	0,3623	0,3327	0,2069	0,2138	0,2238	0,2654	0,2559
Bešiktaš	0,7476	1,5048	2,3664	3,3992	1,9289	1,7736	2,1839	2,1608	4,0536

Izvor: autor

Općenito govoreći, kod nogometnih se klubova veći značaj pridaje sportskom uspjehu, odnosno klubovima su važniji prestiž i uspjeh nego financijski profit. Radi se o tome da će uspješniji klubovi privući obožavatelje, medije i sponzore. Zauzvrat, dolazi do stvaranja prihoda koji mogu biti investirani u poboljšanje ekipe kako bi se povećale šanse daljnjih uspjeha. Osim toga, niska je korelacija između izravnih ulaganja u klub i sportskog uspjeha. Kao dokaz može poslužiti neuspjeh Leicester Cityja u 2016. godini (Sartori, 2016).

Može se zaključiti da se stanje u Hrvatskoj i Europi razlikuje po pitanju cijena dionica sportskih klubova, odnosno sportskih dioničkih društava. Dok je na europskoj razini važan sportski uspjeh kluba, u Hrvatskoj se još uvijek više cijeni samo ime kao svojevrsni brand (primjer Hajduka).

7. ZAKLJUČAK

Sportska dionička društva pripadaju društvima kapitala zato što se prioritet daje dioničarima, a osim toga, temeljni je kapital podijeljen na dionice. Na našim je prostorima tržište kapitala još uvijek u razvoju, ali se može primijetiti kako se građani sve više zanimaju za takav oblik trgovanja. Konkretno, takvo se stanje moglo uočiti na primjeru klubova razmatranih u okviru ovog rada. Primamljivo zvuči biti jedan od dioničara Hajduka ili KK Zadra.

Klubovi su proglašenjem predstečajne nagodbe, a onda i preoblikovanjem u sportska dionička društva omogućili fizičkim i pravnim osobama da ostvare pravo vlasništva nad klubovima. Na taj su se način emitirale dionice putem javnog poziva za upis dionica koji je predviđao četiri, a iznimno pet krugova upisa. Može se zaključiti da je u tom smislu Hajduk prošao bolje jer peti krug upisa nije uopće bio potreban, dok je odaziv kod KK Zadar bio slabiji pa se morao organizirati i peti krug upisa dionica,

Analiza kretanja cijena izabranih uzoraka pokazala je da cijene dionica nisu bile podložne variranjima te da nisu ovisile o rastu ili padu CROBEX-a kao indeksa na Zagrebačkoj burzi. Međutim, treba naglasiti kako vrijednosnim papirima Hajduka još nije trgovano, a podatke o dionicama KK Zadar Zagrebačka burza ne prikazuje, iako su upisane u Depozitorij SKDD-a.

Ograničenja ovog istraživanja mogla bi se pronaći u vidu slabo dostupnih informacija o financijama klubova te u neredovitom izdavanju financijskih godišnjih izvješća. Također, pokazalo se da je Hajduk isključen sa Zagrebačke burze, no nisu poznati razlozi isključenja. O svim ostalim klubovima koji su preoblikovani u sportska dionička društva informacije su još oskudnije. Podataka o njima gotovo da i nema na Zagrebačkoj burzi. Možda i ta činjenica ide u prilog zaključku da cijene dionica nisu ovisne o kretanju tržišta.

Ovim istraživanjem mogu se uočiti neki nedostaci na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj po pitanju sportskih dioničkih društava i njihovih dionica. Prema mom mišljenju, poželjno bi bilo uspostaviti jedinstveni indeks koji bi se odnosio samo na sportska dionička društva ili da se nogometni klubovi uključe na The Stoxx Europe Football Index.

LITERATURA

1. Barbić, J. (2012): Pravo na dividendu kao temeljno imovinsko pravo dioničara. Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, br. 5-6, Pravni fakultet Zagreb, Zagreb, str. 1413-1443.

2. Berwanger, J. (n.d.). Kapitalgesellschaften. Preuzeto 15. lipanj 2016 iz Gabler Wirtschaftslexikon: http://wirtschaftslexikon.gabler.de/

2. Cvjetković, D. (11. travanj 2012): Burzovne špekulacije. (Mrežno). Dostupno na: http://www.mojarijeka.hr/ (Pokušaj pristupa 16. lipnja 2016.)

3. Dionice i obveznice. (n.d.): (Mrežno). Dostupno na: http://www.fiba.hr/(Pokušaj pristupa 15. lipnja 2016.)

4. European Football Clubs Listed on Stock Exchange. (n.d.): Universite de la Reunion: Faculte de Droit et d'Economie.

5. Garber, M. (2011): Hajduk u sto i jednoj priči, Croma Co., Stobreč

6. Gold, Silver and The Dow Jones Index. (18. svibanj 2007): (Mrežno). Dostupno na: http://www.marketoracle.co.uk/ (Pokušaj pristupa 23. lipnja 2016.)

7. Gulin, D. (n.d.): Računovodstvo dioničkog kapitala (glavnice). (Mrežno). Dostupno na: http://efzg.hr/ (Pokušaj pristupa 14. lipnja 2016.)

8. HNK Hajduk. (2008): Javni poziv za upis i uplatu dionica HNK Hajduk š.d.d., HNK Hajduk, Split

9. Jelušić, D. (n.d.): Sportsko dioničko društvo. (Mrežno). Dostupno na: http://www.pravnadatoteka.hr/hrv/index.asp (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)

10. Jurišić, B. (13. listopad 2008). Prodane sve dionice Hajduka. (Mrežno) Dostupno na: http://hrsport.net/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)

11. KK Zadar. (2012): Javni poziv za upis i uplatu dionica, KK Zadar, Zadar

12. Laušić, F. (1. rujan 2015). Tommy pokušao kupiti dionice Hajduka, Lalovac sve stopirao: Klub je neprocjenjiv, nije na prodaju. (Mrežno) Dostupno na: http://slobodnadalmacija.hr/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)

13. Mankiw, N. G. (2006): Osnove ekonomije, MATE, Zagreb

14. Marris, R. A. (1963). A model of the Managerial Enterprise. Quarterly Journal of Economics, br. 2., str. 185-209.

15. Media servis. (12. srpanj 2012). Počelo preoblikovanje KK Zadar: Cijena dionice 250 kuna. (Mrežno) Dostupno na: index.hr: http://www.index.hr/ (Pokušaj pristupa 26. lipnja 2016.)

16. Mega Media. (6. svibanj 2015). KK Zadar Turcima za jednu kunu?! (Mrežno). Dostupno na: http://www.mega-media.hr/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)
17. Miloš Sprčić, D. (n.d.): Osnove financiranja poduzeća: dionice i njihovo vrednovanje. (Mrežno). Dostupno na: http://web.efzg.hr/ (Pokušaj pristupa 14. lipnja 2016.)
18. Mirčeta, V. (22. prosinac 2014): Gaši: "U lipnju 2015. godine, bez izdašne financijske donacije KK Zadar će bankrotirati!". (Mrežno). Dostupno na: http://www.antenazadar.hr/ (Pokušaj pristupa 26. lipnja 2016.)
19. Novak, B. (2005): Financijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet Osijek, Osijek
20. Povijest. (n.d.): (Mrežno). Dostupno na: http://www.kkzadar.net/ (Pokušaj pristupa 18. lipnja 2016.)
21. Pravila ZSE. (n.d.): (Mrežno). Dostupno na: http://zse.hr/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)
22. Prekratić, I. (3. rujan 2015): Koliko zapravo vrijedi Hajduk? Dostupno na: http://www.nogometplus.net/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)
23. Renneboog, L., & Vanbrabant, P. (2000): Share Price Reactions to Sporty Performances of Soccer Clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM. (Mrežno). Dostupno na: https://pure.uvt.nl (Pokušaj pristupa 17. kolovoza 2016.)
24. Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2011): Ekonomija, MATE, Zagreb
25. Sartori, A. (2016): Football Clubs' Valuation: The European Elite 2016., KPMG, Amsterdam
26. Statut Košarkaškog kluba Zadar športskog dioničkog društva. (12. srpanj 2012): (Mrežno). Dostupno na: http://www.kkzadar.net/ (Pokušaj pristupa 18. lipnja 2016.)
27. Statut športskog dioničkog društva HNK Hajduk Split. (31. kolovoz 2010): (Mrežno). Dostupno na: http://www.nogometplus.net/ (Pokušaj pristupa 20. lipnja 2016.)
28. Šimunov, G. (2. studeni 2012): KK Zadar prikupio potrebnih šest milijuna kuna temeljnog kapitala. (Mrežno). Dostupno na: http://www.voxportal.hr/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)
29. Šlibar, E. (2009): Metode izračuna burzovnih indeksa. (Mrežno). Dostupno na: http://finance.hr/ (Pokušaj pristupa 23. lipnja 2016.)
30. Teweles, R. J., & Bradley, E. S. (1998): The Stock Market, John Wiley & Sons Inc., New York, Chichester, Weinheim, Brisbane, Singapore, Toronto
31. Varaždinska burza otišla u povijest. (15. ožujak 2007): (Mrežno). Dostupno na: http://www.poslovni.hr/ (Pokušaj pristupa 22. lipnja 2016.)
32. Večernji.hr. (4. rujan 2015): Andabak prodao Mamiću skoro sve dionice Hajduka koje je imao. (Mrežno). Dostupno na: http://www.vecernji.hr/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)

33. Videc, J. (2015): Značaj i uloga burze i burzovnog poslovanja za financijski sustav zemlje. (Mrežno). Dostupno na: https://www.unin.hr/ (Pokušaj pristupa 22. lipnja 2016.)
34. Vidučić, Lj. (2004): Kontroverze politike dividendi. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, br. 2., Ekonomski fakultet Rijeka, Rijeka, str. 139-149.
35. Vrijednosnica HJDK-R-A. (n.d.): (Mrežno). Dostupno na: http://zse.hr/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)
36. Zadarski.hr. (20. travanj 2015). Grad spašava KK Zadar s 3 i NK Zadar s 1,3 milijuna kuna. (Mrežno). Dostupno na: http://slobodnadalmacija.hr/ (Pokušaj pristupa 25. lipnja 2016.)
37. Zagrebačka burza. (22. prosinac 2014). Odluka o indeksu CROBEX. (Mrežno). Dostupno na: http://zse.hr/ (Pokušaj pristupa 23. lipnja 2016.)
Zakon o sportu. (2015): (Mrežno). Dostupno na: http://www.zakon.hr/ (Pokušaj pristupa 15. lipnja 2016.)
38. Zakon o trgovačkim društvima. (2015): (Mrežno). Dostupno na: http://www.zakon.hr/ (Pokušaj pristupa 16. lipnja 2016.)

SAŽETAK

Tržište kapitala na hrvatskom je području dugo vremena bilo relativno slabo razvijeno i tek je u posljednjih nekoliko godina postalo popularno među građanima. Trgovanje dionicama predmet je zanimanja i ekonomskih stručnjaka, ali i onih koji trguju dionicama. Zbog evidentne neizvjesnosti u kretanju cijena dionica sportskih društava postavlja se pitanje koji faktori utječu na kretanje cijena dionica. Cilj rada bio je dokazati neovisnost kretanja cijena dionica sportskih društava u odnosu na kretanje tržišta. Analiza kretanja cijena izabranih uzoraka pokazala je da cijene dionica nisu bile podložne variranjima te da nisu ovisile o rastu ili padu burzovnog indeksa. Klubovi veću važnost daju sportskom uspjehu, koji stvara prihode.

Ključne riječi: burza, sportska dionička društva, kretanje cijena dionica

SUMMARY

The capital market in Croatia was relatively underdeveloped for a long time and only in recent years became popular among citizens. Trading with shares is interesting for economic experts, but also for those who trade with it. Due to the obvious uncertainty in the movement of stock prices of sports organizations, the question is: “Which factors influence the movement of stock prices”? The aim was to demonstrate the independence movement in share prices of sports organizations in relation to the movement of the market. The analysis of price movements of selected samples showed that stock prices weren’t connected with variations and weren’t dependent on the growth or decline of the stock market index. Clubs give more importance to sports success, which generates revenue.

Key words: stock market, sports joint stock company, movement of stock prices