

# FINANCIJSKI INSTRUMENTI NA TRŽIŠTU KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

---

Lovrić, Denis

Master's thesis / Diplomski rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:574345>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-08-15**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni diplomski studij, Financijski menadžment

Denis Lovrić

**FINANCIJSKI INSTRUMENTI NA TRŽIŠTU KAPITALA U  
REPUBLICI HRVATSKOJ**

Diplomski rad

Osijek, 2023.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni diplomski studij, Financijski menadžment

Denis Lovrić

**FINANCIJSKI INSTRUMENTI NA TRŽIŠTU KAPITALA U  
REPUBLICI HRVATSKOJ**

Diplomski rad

**Kolegij: Vrijednosni papiri**

JMBAG: 0034056721

E-mail: denis.lovric88@gmail.com

Mentor: doc.dr.sc Martina Harc

Osijek, 2023.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics and Business in Osijek  
University Graduate Study, Financial management

Denis Lovrić

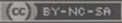
**FINANCIAL INSTRUMENTS ON THE CAPITAL MARKET IN  
THE REPUBLIC OF CROATIA**

Graduate paper

Osijek, 2023.

## IZJAVA

### O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELJEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski  
(navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studenta/studentice: DENIS LOVRIC

JMBAG: 0034056721

OIB: 43253345577

e-mail za kontakt: denis.lovic88@gmail.com

Naziv studija: SVEUČILIŠNI DIPLOMSKI STUDIJ, FINANCIJSKI MENADŽMENT

Naslov rada: FINANCIJSKI INSTRUMENTI NA TRŽIŠTU KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Mentor/mentorica rada: DOC. DR. SC. MARTINA HARC

U Osijeku, 29. 09. 2023. godine

Potpis

Denis Lovric

## **Financijski instrumenti na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj**

### **SAŽETAK:**

Tržište kapitala mjesto je susreta ponude i potražnje za kapitalom i omogućuje trgovanje vrijednosnim papirima s dospijućem dužim od jedne godine i to su najčešće dionice i obveznice. Trgovanje vrijednosnim papirima na hrvatskom tržištu kapitala odvija se na isti način kao i u svijetu, dok je međunarodno tržište znatno razvijenije, ponajviše zbog većeg broja fizičkih osoba koje su uključene u trgovinu, ali i kapitala i znatno većih vrijednosti samog tržišta. Hrvatsko tržište jedno je od najbolje organiziranih u regiji i ovom dijelu Europe te se i dalje razvija. Pravna i regulatorna tijela, prvenstveno HANFA, osiguravaju da se sudjelovanje banaka, fizičkih i pravnih osoba odvija u skladu sa zakonom te omogućuje transparentnost transakcija i dostupnost informacija. Prikazan je i izanaliziran period 2022.godine i prvi dio 2023. vezan za trgovanje vrijednosnim papirima. Analiza prikazuje pad prometa na Zagrebačkoj burzi te se svjedoči o problemima Zagrebačke burze i hrvatskog tržišta kapitala. Tome se svakako pridodaje i nelikvidnost hrvatskog tržišta kapitala. Sa smanjenjem instrumenata dostupnih za trgovanje, dolazi do pada prometa. Stoga je potrebno povećati broj dioničkih društava koja će biti uvrštena na tržište kapitala u Republici Hrvatskoj.

**Ključne riječi:** financijski instrumenti, tržište kapitala, dionice, obveznice, Zagrebačka burza, HANFA

## **Financial instruments on the capital market in the Republic of Croatia**

### **ABSTRACT:**

The capital market is the place where supply and demand for capital meet and enables the trading of securities with maturities of more than one year, which are usually stocks and bonds. Securities trading on the Croatian capital market takes place in the same way as in the world, while the international market is much more developed, mostly due to the greater number of natural persons involved in trading, but also capital and significantly higher values of the market itself. The Croatian market is one of the best organized in the region and this part of Europe and is still developing. Legal and regulatory bodies, primarily HANFA, ensure that the participation of banks, individuals and legal entities takes place in accordance with the law and enables transparency of transactions and availability of information. The period of 2022 and the first part of 2023 related to securities trading is presented and analyzed. The analysis shows the decline in turnover on the Zagreb Stock Exchange and provides evidence of the problems of the Zagreb Stock Exchange and the Croatian capital market. The illiquidity of the Croatian capital market is certainly added to this. With the reduction of instruments available for trading, there is a drop in turnover. Therefore, it is necessary to increase the number of joint stock companies that will be listed on the capital market in the Republic of Croatia.

**Key words:** financial instruments, capital market stocks, bonds, Zagreb Stock Exchange, HANFA

# Sadržaj

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Uvod</b> .....   | <b>1</b>  |
| 1.1. Definicija problema, struktura i ciljevi rada .....       | 1         |
| <b>2. Teorijska podloga</b> .....                              | <b>2</b>  |
| 2.1. Financijski sustav .....                                  | 2         |
| 2.2. Tržište novca .....                                       | 4         |
| 2.3. Tržište kapitala .....                                    | 4         |
| 2.4. Podjela tržišta kapitala .....                            | 5         |
| 2.4.1. Primarno tržište .....                                  | 5         |
| 2.4.2. Sekundarno tržište.....                                 | 6         |
| 2.4.2.1. Burzovno i OTC tržište .....                          | 6         |
| 2.5. Ponuda štednje .....                                      | 7         |
| <b>3. Financijski instrumenti</b> .....                        | <b>7</b>  |
| 3.1. Prenosivi vrijednosni papiri .....                        | 8         |
| 3.1.1. Obveznice .....   | 8         |
| 3.1.1.1. Narodna obveznica.....                                | 10        |
| 3.1.2. Dionice.....  | 12        |
| 3.2. Instrumenti tržišta novca .....                           | 14        |
| 3.2.1. Trezorski zapisi .....                                  | 14        |
| 3.2.2. Blagajnički zapisi.....                                 | 15        |
| 3.3. Izvedenice .....  | 16        |
| 3.3.1. Opcije.....   | 17        |
| 3.3.2. Budućnosnice (Futures).....                             | 18        |
| 3.3.3. Swaps (zamjene).....                                    | 19        |
| 3.4. Sudionici na tržištu kapitala .....                       | 20        |
| 3.4.1. Investitori.....  | 20        |
| 3.4.2. Posrednici .....  | 21        |
| 3.4.3. Izdavatelji.....  | 22        |
| 3.4.4. Regulatori tržišta kapitala.....                        | 23        |
| 3.4.4.1. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.....  | 23        |
| 3.4.4.2. Središnje klirinško društvo .....                     | 24        |
| <b>4. Metodologija rada</b> .....                              | <b>25</b> |
| <b>5. Analiza tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj</b> ..... | <b>26</b> |
| 5.1. Povijest Zagrebačke burze.....                            | 26        |
| 5.2. Poslovanje Zagrebačke burze .....                         | 29        |



|  |           |
|--|-----------|
| 5.2.1. Burzovni indeksi.....                                   | 30        |
| 5.2.2. Trgovanje vrijednosnim papirima 2019.-2022.godine ..... | 36        |
| <b>5.3. Uloga banaka na financijska tržišta RH.....</b>        | <b>42</b> |
| <b>6. Rasprava.....</b>  | <b>43</b> |
| <b>7. Zaključak .....</b>                                      | <b>44</b> |
| <b>Literatura .....</b>  | <b>45</b> |

# 1. Uvod

Tržište kapitala mjesto je susreta ponude i potražnje dugoročnih izvora financiranja izvan bankovnog sustava (HANFA). Iako je potreba za financiranjem velikih projekata i dugoročnim otplatama dugova stara, tržišta kapitala nisu poprimila svoj sadašnji oblik sve do razvoja kapitalizma u 19. stoljeću. Zbog relativno kratkog postojanja tržišta kapitala, te različite političke i ekonomske situacije u svijetu od 1800-tih pa do danas, ona utječe na samu mogućnost i smjer razvoja određenog tržišta, a između kapitala i tržišta kapitala postoje značajne razlike. Tržišta raznih zemalja nude različite mogućnosti. Kako bi se utvrdila specifična situacija hrvatskog tržišta kapitala, ovaj rad uvodi teorijska znanja o tržištu kapitala, definira analitički okvir, te opisuje stanje i vrste tržišta kapitala u Hrvatskoj.

## 1.1. Definicija problema, struktura i ciljevi rada

Svrha ovog rada je navesti prednosti i nedostatke različitih vrsta financijskih instrumenata na tržištu kapitala u Hrvatskoj

Ciljevi rada su: prikazati i objasniti teorijska znanja o tržištima kapitala, objasniti u teoriji financijske instrumente kojima se trguje na tržištu kapitala i koji od njih su najčešći, predstaviti zakonsku regulativu i objasniti ulogu hrvatskog regulatora tržišta kapitala

Prvi dio rada odnosi se na teorijska znanja o tržištu kapitala i sastoji se od: financijskog sustava i na što se on dijeli, malo bližeg definiranja samog tržišta kapitala i njegove podjele, definiranje financijskih instrumenata i sudionika na tržištu kapitala.

Drugi dio je usmjeren na analizu tržišta kapitala u Hrvatskoj, predstavljajući osnovno stanje razvoja hrvatskog tržišta kapitala i Zagrebačke burze kao nositelja tržišta, kratak pregled pravnog nadzora tržišta i njegovih karakteristika.

Treći dio je usmjeren na analizu trgovanja vrijednosnim papirima u periodu 2018.– 2022. godine gdje su se prikazivali i uspoređivali ukupna trgovanja vrijednosnim papirima, promjene koje su iskazane u postotcima. Također je prikazana i usporedba vezana za tržišnu kapitalizaciju te promjene kod burzovnih indeksa

## **2. Teorijska podloga**

Za potpunije razumijevanje financijskih instrumenata na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj potrebno je prvo objasniti financijski sustav, odnosno financijsko tržište u Republici Hrvatskoj, kao i tko su akteri na tržištu kapitala. Korištenjem stručne i znanstvene literature u radu su definirani ključni pojmovi koji stvaraju teorijski okvir za analizu financijskih instrumenata na hrvatskom tržištu kapitala.

### **2.1. Financijski sustav**

Financijski sustav države uključuje monetarni i platni sustav, financijska tržišta, financijske institucije i institucije koje reguliraju i prate njihov rad. Kreditne institucije su te koje čine okosnicu financijskog sustava Republike Hrvatske čije djelovanje regulira i nadzire Hrvatska narodna banka. (HANFA, 2023).

Od početka 2023., euro je zakonski postao sredstvo plaćanja u Republici Hrvatskoj, kao zajednička valuta država članica eurozone.

U Republici Hrvatskoj, sve elektroničke transakcije bez upotrebe gotovine između fizičkih i pravnih osoba se obavljaju putem platnih usluga koje pružaju poslovne banke. Ove banke zatim izvršavaju platne transakcije međusobno koristeći platne sustave TARGET2, EuroNKS i EuroNKSInst. Da bi osigurala stabilnost platnog prometa, Hrvatska narodna banka regulira količinu gotovine u optjecaju putem poslovnih banaka i osigurava nesmetano funkcioniranje nacionalnog platnog sustava. Pravila za platni promet u Republici Hrvatskoj uključuju Zakon o platnom prometu i Zakon o elektroničkom novcu (HANFA, 2023).

Na tržištu novca se trguje neiskorištenim novcem i kratkoročnim financijskim instrumentima s rokom do godinu dana. Poslovne banke međusobno posuđuju novac radi likvidnosti na tržištu. Za razliku od novčanog tržišta na deviznom tržištu, banke povezuju domaću i inozemnu potražnju za valutom. Osim banaka, ovlaštene mjenjači također djeluju na deviznom tržištu, a njihovo poslovanje regulira Hrvatska narodna banka, a nadzire Ministarstvo financija (HANFA, 2023).

Pored aktivnosti kontroliranja HNB-a i Hanfe, druge institucije i organizacije također imaju ključnu ulogu u održavanju integriteta financijskog sustava. Hrvatska agencija za osiguranje depozita (HAOD) je odgovorna za zaštitu deponenata u slučaju stečaja financijskih institucija,

dok Uprava Ministarstva financija za gospodarstvo i financijski sustav donosi zakonske prijedloge koji uređuju financijsko poslovanje (HANFA, 2023).

Novak, B. navodi kako financijski instrument predstavlja dokumentirani dokaz vlasništva nad nekom financijskom imovinom. Financijski instrumenti se u Republici Hrvatskoj prema Zakonu o tržištu kapitala (NN 65/19) dijele na:

- Vrijednosni papiri
- Instrumenti tržišta novca
- Udjeli subjekata za zajednička ulaganja
- Derivati ili izvedenice

Vrijednosnim papirima smatraju se dionice i obveznice, odnosno svi drugi vrijednosni papiri koji daju pravo na kupnju ili prodaju tih vrijednosnih papira ili na temelju kojih se može izvršiti gotovinska isplata, količine se utvrđuju na temelju vrijednosnih papira ili drugih mjera. . Instrumenti tržišta novca uključuju trezorske zapise, komercijalne vrijednosne papire, trezorske zapise, potvrde o depozitu i druge vrijednosne papire, isključujući instrumente plaćanja. Udjeli shema kolektivnog ulaganja predstavljaju udjele različitih vrsta investicijskih fondova. Derivati su posebna skupina financijskih instrumenata čija vrijednost ili povrat ovisi o vrijednosti druge temeljne imovine s kojom su povezani, uključujući opcije, ročnice i swapove.

Tomić, B. (2016:1) osim temeljne podjele, financijske instrumente dodatno dijeli i prema kriteriju vrste obveznice, a to su:

- Trajni kapitalni vrijednosni papiri, odnosno financijski instrumenti za vlastiti račun instrumenata (dionica)
- Dužnički vrijednosni papiri ili financijski dužnički instrumenti (obveznice)

Isto tako isti autor navodi da je financijske instrumente moguće podijeliti i prema njihovoj strukturi:

- Izvorne (originalne) instrumente: o vlasnički i dužnički instrumenti
- Hibridne (strukturirane) instrumente: o kombinacija vlasničkih i dužničkih instrumenata (konvertibilne obveznice, preferencijalne dionice, certifikati na dioničke indekse i drugi)
- Izvedene (derivativne) instrumente

## **2.2. Tržište novca**

Klačmer Čalopa i Cingula (2012:20) navode kako je tržište novca dio financijskog tržišta. To je mjesto za kratkoročne transakcije vrijednosnim papirima putem tehnologije, alata i osoblja, te mjesto za razmjenu viškova i manjkova valuta. Na tržištu novca trguje se likvidnim sredstvima s dospjećem od jedne godine. Glavni cilj je prikupiti financijska sredstva kako bi se osigurao kontinuitet tjelesne aktivnosti na ovom tržištu. Tržište novca podijeljeno je na tri dijela: tržište kratkoročnih vrijednosnih papira, tržište kratkoročnih kredita i međubankarsko tržište novca. Valutno tržište je javno mjesto na kojemu transakcije obavljaju sudionici na tržištu valute u Republici Hrvatskoj pod kontrolom HNB-a. Novac kao likvidni dio bogatstva i svi njegovi predstavnici glavni su instrument tržišta novca. Definiran je kao popularno sredstvo plaćanja za robu i usluge. U početku se koristio fizički ili robni novac, a danas koristimo fizičke oblike novca, papir i kovanice, kao i nematerijalni novac poput elektroničkog novca.

Svilokos i Šuman Tolić (2017:34) definiraju tržište novca kao dio financijskog tržišta i predstavlja mjesta, instrumente, tehnike, tokove i ljude, a glavna funkcija je razmjena viškova i manjkova novca. Financijsko tržište se prema roku financijskog ulaganja dijeli na tržište novca i tržište kapitala. Vremenski okvir je jedan od kriterija po kojem se ova tržišta razlikuju, a najčešći je period do jedne godine. Drugi kriterij je svrha ponude financijskih ulaganja na tržištu novca i tržištu kapitala. Na tržištu novca svrha izdavanja vrijednosnih papira je osigurati kratkoročno financiranje, dok je na tržištu kapitala svrha osigurati dugoročno financiranje od izdavatelja kao što su banke, vlade, poduzeća itd.

## **2.3. Tržište kapitala**

Tržište kapitala je tržište na kojem se osim vlasničkih instrumenata trguje dugoročnim dužničkim vrijednosnim papirima s rokom dospjeća godinu dana ili dulje. Instrumenti tržišta novca likvidniji su od dugoročnih vrijednosnih papira, pa su ti instrumenti likvidniji, što znači da kratkoročni vrijednosni papiri doživljavaju manje promjene cijene od dugoročnih vrijednosnih papira, što ih čini sigurnijima za ulaganje.

Tržišta kapitala dio su financijskih tržišta koji uključuje trgovanje financijskim instrumentima unutar i izvan reguliranih tržišta. Na tržištu kapitala najviše se trguje dionicama i obveznicama s dospjećem dužim od godinu dana. Dionice su vlasnički vrijednosni papiri koji

predstavljaju djelomično vlasništvo u korporaciji. Obveznice su dužnički vrijednosni papiri koji predstavljaju određeni iznos duga (od države ili poduzeća) plus kamate. Vrijednosni papiri mogu biti kratkoročni ili dugoročni, ovisno o tome ima li dug rok dospijeca kraći ili duži od jedne godine. Kada govorimo o tržištima kapitala, transparentnost je ključni čimbenik, što znači da svatko ima jednak pristup podacima koji su mu potrebni za donošenje informiranih odluka o ulaganju. (HANFA, 2023).

Sudionici tržišta kapitala u Hrvatskoj dijele se na (HANFA, 2023):

- ulagatelji u financijske instrumente (građani, trgovačka društva, investicijski i mirovinski
- fondovi, društva za osiguranje, kreditne institucije (banke) i dr.)
- posrednici u trgovini - investicijska društva, kreditne institucije i ostali
- izdavatelji financijskih instrumenata (kompanije koje nude financijske instrumente radi trgovanja)
- Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb (SKDD)
- Zagrebačka burza d.d. Zagreb

Orsag, S. (2015:145) navodi kako u usporedbi s tržištem novca, tržište kapitala uključuje dugoročne financijske transakcije, tj. dugoročni financijski instrumenti. Pojam tržišta kapitala odnosi se na tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Ono je najvažnije za djelatnost dioničkih društava i drugih organizacijskih oblika poslovanja, jer predstavlja tržište većine dugoročnih potreba poduzeća i može se podijeliti na primarno i sekundarno.

## **2.4. Podjela tržišta kapitala**

Tržište dugoročnih vrijednosnih papira ili javno tržište (open market) dijeli se na primarno tržište i sekundarno tržište, a samo sekundarno tržište dijeli se na burzovno tržište i izvanburzovno tržište (OTC).

### **2.4.1. Primarno tržište**

Mishkin (2005:242) navodi kako je primarno tržište financijsko tržište na kojem tvrtke ili vladine agencije prodaju novoizdane vrijednosne papire (kao što su obveznice i dionice)

posuđujući sredstva od početnih kupaca. Primarne financijske institucije koje pomažu u početnoj prodaji vrijednosnih papira na primarnom tržištu nazivaju se investicijske banke. To čini registracijom izdanja vrijednosnih papira: na taj način jamči cijenu po kojoj su vrijednosni papiri izdani, a zatim ih pokušava prodati širem krugu investitora. Primarno tržište je tržište na kojem se izdaju nove obveznice. Investicijski fondovi, tvrtke i individualni investitori mogu kupovati vrijednosne papire ponuđene na primarnom tržištu. Kada tvrtka prvi put prodaje vrijednosne papire, ponuda se naziva inicijalna javna ponuda (IPO). Sve nove obveznice koje se kasnije prodaju javnosti samo su transakcije na primarnom tržištu (za razliku od početnog tržišta).

#### 2.4.2. Sekundarno tržište

Sekundarno tržište kapitala mjesto je preprodaje vrijednosnih papira, odnosno gdje se ostvaruju dodatni učinci ponude i potražnje za vrijednosnim papirima. Brokери i trgovci vrijednosnim papirima igraju ključnu ulogu na sekundarnom tržištu kapitala. Orsag (2015:147) navodi kako sekundarna tržišta mogu djelovati u dva glavna oblika: burze i izvanburzovna tržišta (OTC).

##### 2.4.2.1. Burzovno i OTC tržište

Klačmer, Calopa i Cingula (2012:47) za burzu navode da je burza trgovačka ustanova, odnosno organizirano i javno tržište na kojem se trguje robama, uslugama te domaćom i stranom valutom, što je sve navedeno u statutu i pravilima trgovanja burze. Trgovanje se odvija u određeno vrijeme i prema unaprijed određenoj proceduri. Organizirana tržišta su ona koja podliježu reguliranom sustavu i na kojima se razmjenjuju standardizirani instrumenti, primjer takvog tržišta su burze dionica.

Neorganizirano tržište često se naziva neregulirano, spontano ili sivo tržište. Ovo tržište uključuje svo trgovanje vrijednosnim papirima izvan organiziranog tržišta: od trgovanja vrijednosnim papirima koje organizirano tržište ne prihvaća do kupnje i prodaje vrijednosnih papira koja se obavlja unatoč prilikama izvan organiziranog tržišta. Tomić, B. (2016:63-65) navodi da je tržište izvan burze, OTC (Over the Counter) sekundarno tržište za uvrštene i neuvrštene financijske instrumente. Ovo je tržište na kojem se trguje svim vrijednosnim papirima kojima se ne trguje na reguliranoj burzi. Na ovom tržištu brokeri i dileri trguju financijskim instrumentima po dogovorenoj cijeni.

## 2.5. Ponuda štednje

Pojatina (2000:5) navodi da Tržište kapitala u najopćenitijem smislu tvori mnoštvo veza između različitih subjekata u procesu spajanja potražnje i ponude štednje (kapitala), uglavnom u svrhu financiranja produktivnih ulaganja, pri čemu se formiraju cijene imovine koja se prenosi na plan s fiksnim rokom (kamate) ili na trajno (dividende).

Formiranje i ponuda štednje odvija se pod utjecajem mnogih čimbenika. Klasični ekonomisti tumačili su da obujam štednje ovisi o visini kamatne stope, što su smatrali realnom pojavom. Isto tako, Keynes (1936:106) je kamatu promatrao isključivo kao monetarni fenomen, objašnjavajući da je štednja rastuća funkcija dohotka. Neoklasična sinteza uzela je u obzir prethodna dva stajališta, tumačeći da je štednja istovremeno funkcija nacionalnog dohotka i kamatne stope.

Općenito stajalište klasičara kako navodi Keynes (1936:106) je da će se ponuda kapitala u gospodarstvu povećati ako se poveća kamatna stopa i obrnuto, a potražnja za kapitalom će se povećati s padom kamatne stope i obrnuto. Kamatna stopa po kojoj se ponuda i potražnja kapitala izjednačavaju naziva se ravnotežna kamatna stopa. Teorije monetarne (novčane) kamatne stope suprotstavljaju se tezama klasika koji tvrde da kamatna stopa nije cijena koja uravnotežuje potražnju za sredstvima za ulaganje sa željom da se napusti trenutna potrošnja.

## 3. Financijski instrumenti

Hladika, Matovina i Perčević (2017:7) navode da je financijski instrument definiran kao svaki ugovor iz kojeg proizlazi financijska imovina jednog subjekta i financijske obveze ili vlasnički instrumenti drugog subjekta.

Prema zakonu o tržištu kapitala (NN 65/19) financijski se instrumenti u RH dijele na:

- Prenosivi vrijednosni papire
- Instrumenti tržišta novca
- Jedinice u subjektima za zajednička ulaganja
- Derivati ili izvedenice

Prvu skupinu čine prenosivi vrijednosni papiri u koje spadaju dionice i obveznice te svi vrijednosni papiri na temelju kojih je moguće platiti u novcu ili na temelju kojih nastaje pravo



kupnje i prodaje prenosivih vrijednosnih papira. Trezorski zapisi, komercijalni zapisi, blagajnički zapisi i certifikati o depozitu su instrumenti tržišta novca koji čine drugu skupinu. Treća skupina su dionice društava za zajednička ulaganja, a to su dionice raznih vrsta investicijskih fondova. Posljednja skupina su derivati ili izvedenice, a oni se definiraju kao financijski instrumenti koji svoju vrijednost izvode iz vrijednosti temeljnog instrumenta. Primjeri izvedenica su: opcije, futures (budućnosnice), swapovi (zamjene), i drugi. Izvedenice su povezane s drugom imovinom i isplata ovisi o vrijednosti te imovine.

### **3.1. Prenosivi vrijednosni papiri**

Prema zakonu o tržištu kapitala se također definiraju i prenosivi vrijednosni papiri te se za njih govori da su oni vrsta vrijednosnih papira koji su prenosivi na tržištu kapitala.

#### **3.1.1. Obveznice**

Obveznice su vrijednosni papiri koji predstavljaju dug izdavatelja prema ulagatelju, odnosno obvezuju izdavatelja na plaćanje određenog iznosa u određeno vrijeme, najčešće uz redovitu otplatu kamata. Obveznice su dužnički financijski instrumenti kojima se namiruje vjerovnički odnos između vjerovnika i dužnika. Zakon o tržištu kapitala Republike Hrvatske (Narodne novine 65/19) svrstava obveznice u prenosive vrijednosne papire, tj. vrijednosni papiri koji daju pravo kupnje i prodaje i na temelju kojih su moguća plaćanja u gotovini.

Obveznice su jedan od najčešćih prenosivih financijskih dužničkih instrumenata koji se nalaze na globalnim burzama te su prema Tomić, B. (2016:80) podijeljene u sljedeće vrste i podskupine:

#### Obveznice prema mjestu izdavanja:

- o Domaće: Izdaje rezident zemlje prodaje.
- o Strane: Međunarodne, izdaje ga nerezident zemlje u kojoj se trguje njima
- o Euroobveznice: međunarodne, izdane u nacionalnoj valuti, trguje se na drugim nacionalnim tržištima.

Tablica 1. Primjeri domaćih i stranih obveznica koje je izdala Republika Hrvatska

|  |  |
|--|--|
| Obveznice – Serija 38 D-25<br>RHMF-O-253B  | Euro-EUR bonds / XIX:  |
| Izdavatelj: Republika Hrvatska   |  |
| EUR 1 850 000 000  | EUR 1,5 milijardi  |
| 2 godine   | 12 godina, bullet  |
| 3,65% kamatni kupon  | 4,0 % kupon  |
| Voditelji izdanja: Erste&Steiermärkische Bank d.d., Privredna banka Zagreb d.d., Raiffeisenbank Austria d.d., OTP banka d.d. i Zagrebačka banka d.d. | Voditelji izdanja: BNP Paribas, J.P. Morgan SE, Raiffeisen Bank International AG i Zagrebačka banka d.d. |
| Kotacija: Zagrebačka burza   | Kotacija: Luxembourg   |
| Datum izdanja: 8. ožujka 2023.   | Datum izdanja: 14. lipnja 2023.  |
| Datum dospjeća: 8. ožujka 2025.  | Datum dospjeća: 14. lipnja 2035.   |

Izvor: Ministarstvo financija RH, [www.mfin.gov.hr](http://www.mfin.gov.hr)

Obveznice prema vrsti izdavatelja:

- o Državne: izdaje vlada i druga javna tijela
- o Municipalne: izdaju lokalne vlasti
- o Korporativne obveznice: izdaju ih tvrtke

Obveznice prema novčanom toku:

- o Kuponi: ovi se kuponi amortiziraju u paušalnom iznosu i povremeno donose kuponske kamate vlasniku.
- o Bez kupona: rasprodaja uz popust, nema više isplate višekratnih kupona.
- o Anuitet: dio glavnice i kamate se zajedno otplaćuju u vidu anuiteta

Obveze klasificirane prema prirodi plaćanja kamata:

- o Isplata fiksnog kupona: plaća se fiksna kamata.
  - o Isplata varijabilnog kupona: isplata varijabilne kamatne stope
  - o Indeksirane inflacijom: Kamatna stopa temelji se na stopi inflacije.
- iz zemlje izdavanja.

Slika 1. Obveznica



Izvor: <https://www.antikvarijat-vremeplov.hr/dionice/hrvatska-1421499376/hrvatska-stare-dionice-obveznica-srh-1000-dinara-zagreb-1983>

### 3.1.1.1. Narodna obveznica

U ožujku 2023.godine potpisan je ugovor između vlade RH i Zagrebačke burze o uvrštenju tzv. narodne obveznice na službeno tržište zagrebačke burze.

Kada kupite obveznicu od države, to u osnovi znači da dajete državi određenu količinu novca, a vlada obećava putem obveznice da će vam vratiti taj novac nakon određenog vremenskog razdoblja, uvećan za fiksnu kamatu.

Prema izvorima (HANFA, HGK) cijena jedne obveznice je 1euro dok je minimalni iznos upisa za investitora minimalno 500eura. Obveznica ima rok trajanja od dvije godine i godišnju kamatnu stopu od 3,25%. Cilj kraćeg roka je pružiti građanima mogućnosti ulaganja u skladu s prijašnjim preferencijama uz maksimalno ograničavanje negativnih tržišnih rizika. Obveznice s minimalnom kamatnom stopom od 3,25% vrijede do dospelja. Za uloženi

10000 eura građanin može dobiti 325 eura godišnje, a budući da se radi o dvogodišnjem "dospijeću", građani koji u tom razdoblju ne prodaju obveznice bit će "bogatiji" u ožujku 2025. godine. za uloženih je 10000 eura kapitala i 650 eura kamata.

Rizik kod narodnih obveznica je u tome što hrvatske obveznice nisu likvidni instrumenti. Odnosno, nakon izdanja ulaze u kotaciju Zagrebačke burze. Obveznicama se tada može trgovati. Međutim, na temelju prošlih iskustava na financijskim tržištima, obveznicama se rijetko trguje. Treba obratiti pozornost i na troškove. Dokumenti Ministarstva financija pokazuju da izdavatelj (država) ne snosi troškove investitora, stvarne osobe, vezane uz upis i uplatu obveznica. Prema razumijevanju izdavatelja, pojedinačni ulagatelji mogu platiti troškove, primjerice, za potvrdu autorizacije, primitak dokumenata i redovne naknade za usluge prijenosa novca između dvije institucije za platni promet u skladu sa standardima za usluge platnog prometa pojedinih institucija za platni promet. Mali ulagači se potiču da se upoznaju s tim potencijalnim troškovima i uzmu ih u obzir pri odlučivanju hoće li ulagati u obveznice (MFIN, 2023).

Narodne obveznice općenito su pozitivan događaj koji građanima omogućuje bolji povrat za ulaganje viška sredstava trenutno pohranjenih na gotovo beskamatnim štednim ili tekućim računima.

Time se potiče dugoročna štednja i financijska edukacija, a država stvara širu bazu lojalnijih investitora. Budući da to znači da je država zadužena prema građanima, mogli bismo se naći u situaciji da građani počnu zahtijevati veću odgovornost i fiskalnu disciplinu od države, jer sada državu financiraju izravno kroz obveznice i očekuju kamatu.

### 3.1.2. Dionice

Dionica se naziva vlasničkim vrijednosnim papirom jer predstavlja kapital dioničkog društva i udjele vlasnika (tj. dioničara dioničkog društva). Ukupni kapital dioničkog društva podijeljen je na određeni broj dionica, a svaki dioničar posjeduje i dio društva.

Prema Tomić (2016:177) Značaj burze, odnosno tržišta dionica ogleda se u osnovnim funkcijama tržišta, a one su:

- Funkcija mobilizacije: predstavlja mogućnost pokretanja viška kapitala od strane ljudi koji ga posjeduju. Posljedice nepostojanja ovog tržišta predstavljaju neučinkovitu alokaciju kapitala i neaktivnost
- Prijenos sredstava od štediša do investitora: ovo tržište nudi likvidnost i određenu razinu mobilnosti kapitala
- Signalna funkcija: Tržišta kapitala mogu ukazivati na stvarnu aktivnost u gospodarstvu. Ekonomski status zemlje može se usporediti s njenim stupnjem razvoja tržišta dionica
- Održavanje likvidnosti i kreditnog rejtinga poduzeća: poduzeća koja se nalaze na burzi imaju dostupne informacije za javnost vezano za njihove financijske rezultate
- Razvoj samog poduzeća: ono što je neophodno za razvoj i širenje samog poduzeća su novčana sredstva odnosno kapital. Do njih se dolazi emitiranjem novih dionica

Kako bi tvrtka sa svojim dionicama izašla na primarno tržište mora ispunjavati određene zakonske zahtjeve i zadovoljavati određene tržišne standarde. Burze se, kao i uređena sekundarna tržišta kapitala, mogu podijeliti u nekoliko segmenata ovisno o uvjetima uvrštenja financijskih instrumenata.

Postoje dvije vrste dionica, a to su redovite ili obične dionice i preferencijalne ili povlaštene dionice. Što se tiče običnih dionica, njihov udio predstavlja vlasnički udio u društvu, obični dioničari glasuju u skladu sa svojim pravima i mogu primati dividendu, ali društvo nema obvezu isplate dividende običnim dioničarima (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA, 2023).

Prema Zakonu o trgovačkim društvima (NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) članak 167, stavak 3-6, povlaštene dionice dijele se na kumulativne i participativne dionice. Kumulativne povlaštene dionice daju dioničaru pravo na primanje kumulativnog iznosa svih neisplaćenih dividendi prije isplate dividende na obične dionice, dok sudjelujuće povlaštene dionice daju pravo dioničaru na primanje redovne dividende i određene dodatne dividende. Treba naglasiti da je glavna razlika između običnih i povlaštenih dionica često uz već spomenutu prednost u pogledu plaćanja. jer se povlaštene dionice mogu izdati bez prava glasa na glavnoj skupštini, pa je stoga imatelj ove vrste dionica isključen iz upravljanja društvom.

Prema Zakonu o trgovačkim društvima (2019), povlaštene dionice su sve dionice koje uživaju određena povlaštena prava u odnosu na redovne dionice. Povlaštene dionice oblik su dioničkog kapitala koji se razlikuje od običnih dionica po tome što vlasnici povlaštenih dionica primaju fiksne dividende, a cijena tih dionica ostaje relativno stabilna zbog nedostatka promjena u dividendama. To znači da povlaštene dionice malo gube vrijednost kada se vrijednost tvrtke smanjuje, a ne povećavaju toliko kada vrijednost tvrtke raste. Za razliku od običnih dioničara, povlašteni dioničari ne glasuju osim ako nisu isplaćene dividende. Osim toga, oni imaju prednost u odnosu na redovne dioničare u pogledu prava financiranja, ali čak i tada je to pravo sekundarno u odnosu na prava ostalih vjerovnika. Na primjer, vlasnici obveznica (FINRA, 2023).

Tomić, B. (2016:186) također navodi kako su dionice, kao i obveznice, prenosivi financijski instrumenti, što znači da ulagači njima mogu slobodno trgovati na sekundarnom tržištu. Kako bi potencijalni investitori bili informirani o trenutnoj cijeni, vrsti, visini isplaćene dividende i drugim karakteristikama dionica i dioničkih društava, dionice moraju biti uvrštene na sekundarna tržišta, tj. burze. Tržišne kotacije mogu se definirati kao izvješća koja daju sažete informacije o poziciji pojedinih dionica na tržištu.

Slika 2. Dionica



Izvor: <https://codex-sortium.hr/zanimljivosti#interest-3>

### 3.2. Instrumenti tržišta novca

Primjeri instrumenata tržišta novca su trezorski zapisi i blagajnički zapisi koji, kao i obveznice, predstavljaju dug, ali za razliku od obveznica njihovo trajanje je obično kraće od jedne godine.

#### 3.2.1. Trezorski zapisi

Trezorski zapisi su kratkoročni dužnički vrijednosni papiri čije izdavanje predstavlja najjednostavniji oblik prikupljanja sredstava, smatraju se bezrizičnim instrumentom. U Republici Hrvatskoj trezorske zapise izdaje Ministarstvo financija i oni su, prema ZTK, prenosiva nematerijalna imovina i izdaju se u nominalnoj vrijednosti od 1.000 eura. Cijenu državne obveznice odnosno trezorskog zapisa određuje investitor, ovisno o prinosu koji želi ostvariti. Kada se trezorski zapis prodaje, njegova cijena je niža od nominalnog iznosa koji ulagač dobiva po dospijeću, odnosno trezorski zapisi se prodaju uz diskont (MFIN, 2023).

Aukcija trezorskih zapisa provodi se putem Blombergovog sustava elektroničkih aukcija. Za stjecanje prava na kupnju vrijednosnih papira potrebno je postati registrirani korisnik, a registracija se provodi na temelju pisanog zahtjeva Ministarstva financija. Što se tiče same dražbe, Državna riznica na svojoj web stranici objavljuje datum dražbe 48h ranije. Ponude se primaju na dan aukcije od 9:00 sati do 11:00 sati i može se povući do njenog isteka. Rezultati dražbe se objavljuju na internetskoj stranici Bloomberg-a te na internetskoj stranici MFIN-a do 14:00 sati istog dana (MFIN, 2023).

Sudionik aukcije trezorskih zapisa čija ponuda bude prihvaćena dužan je uplatiti cjelokupan utvrđeni iznos najkasnije do 12 sati na dan uplate. Popis imatelja trezorskih zapisa, uvjeti plaćanja i iznos sredstava koji se isplaćuje svakom od njih, sukladno podacima o imateljima računa, vlasničkim pozicijama i drugim pravima, utvrđuje se obradom Noćnog klirinškog depozitarija dan prije dospelja. datum. Sudionici aukcije.

moraju imati otvoren račun kod Središnjeg klirinškog depozitarnog društva, ali također moraju postati član sudionik, koristiti usluge drugog člana sudionika ili angažirati skrbničke usluge, pod uvjetom da skrbnik vodi evidenciju o trezorskim zapisima na računu vrijednosnih papira na ime (MFIN, 2019).

### 3.2.2. Blagajnički zapisi

Blagajnički zapisi su vrlo učinkovit oblik prikupljanja sredstava. U ekonomski nerazvijenim gospodarstvima, bez razvijenog tržišta vrijednosnih papira, poslovi vezani uz izdavanje i registraciju trezorskih zapisa vrlo su učinkovito sredstvo monetarne i kreditne politike, ali i pasivnog bankarskog rada (za poslovne banke).

Tomić (2016:20) navodi da su blagajnički zapisi kratkoročni nematerijalizirani dužnički vrijednosni papiri i prenosivi instrumenti koje izdaje HNB. Izdaju se s diskontom u odnosu na nominalnu vrijednost uz isplatu nominalnog iznosa po dospelju. Važno je napomenuti da su ovo prve kratkoročne obveznice izdane u Republici Hrvatskoj. Izdaju se samo u kunama, a dospelje im je 35 dana. Blagajnički zapisi su jedan od instrumenata monetarne politike kojim HNB regulira količinu novca u optjecaju na slobodnom tržištu. Obveznice blagajničkih zapisa se namiruju na dan aukcije, za razliku od trezorskih zapisa. Sudionici dražbe su Hrvatska banka za obnovu i razvitak te banke, štedionice i podružnice stranih banaka osnovane u Republici Hrvatskoj.



Kao i trezorski zapisi, blagajnički zapisi također se izdaju s diskontom, a rezultat je dobit jednaka razlici između početnog iznosa ulaganja i nominalnog iznosa. Na temelju svih pristiglih ponuda izračunavaju se i utvrđuju cijene metodom višestrukih cijena. Iako je rok dospijeca 35 dana, kamata se obračunava na godišnjoj razini. HNB je koristio blagajničke zapise kao alat za administrativno ograničavanje rasta blagajničkog zapisa i za upravljanje likvidnošću (Tomić, B. 2016:21).

Orsag (2015:152) smatra da se u pravilu blagajnički zapisi općenito smatraju instrumentima koji reguliraju odnose između središnjih i poslovnih banaka, a ne instrumentima tržišta novca. Kratkoročni vrijednosni papiri općenito su diskontni vrijednosni papiri, pa se kupuju po nižoj od nominalne vrijednosti i ne zarađuju kamatu. Banke obično izdaju potvrde o depozitu i druge slične kratkoročne vrijednosne papire uz trezorske zapise, kako bi povećale mobilnost depozita usred sve veće konkurencije s određenim drugim dijelovima financijske institucije.

### **3.3. Izvedenice**

Izvedeni financijski instrumenti važan su dio financijskog sustava čija je pojava utjecala na promjene na tržištu kapitala, a razvoj izvedenih instrumenata doveo je do razvoja sekundarnog tržišta kao i modernog financijskog sustava.

Tomić, B. (2016: 258) navodi kako je standardizacija ugovora na uređenim tržištima i opći razvoj raznih oblika izvedenica u svrhu poboljšanja trgovanja financijskom i stvarnom imovinom omogućili su nastanak sekundarnih tržišta izvedenica, tako da su i same izvedenice postale predmetom trgovanja između investitora. Derivati su instrumenti koji su izvedeni iz stvarne ili temeljne imovine, a njihova vrijednost i buduća novčana plaćanja obično ovise o očekivanim promjenama tržišne vrijednosti imovine iz koje su izvedeni.

Izvedenice su izvorno stvorene za zaštitu od rizika promjene vrijednosti sredstava iz kojih potječu, danas pružaju mogućnosti trgovanja. Njihova struktura olakšava upravljanje bilo kojim oblikom rizika i rizikom promjene vrijednosti instrumenata ili imovine za koje trenutno nema dovoljno izvedenica. Ako je određena imovina koja nema vlastiti oblik izvedenica u visokoj korelaciji s instrumentom za koji postoje izvedenice na tržištu, ulagač se može zaštititi od promjene vrijednosti prvog instrumenta kupnjom izvedenice drugog instrumenta koja je postojeća.

Prema Tomić, B. (2016:265-267) s obzirom na imovinu iz kojih su izvedenice izvedene, možemo ih podijeliti na:

- Vlasničke izvedenice omogućuju ulagačima da smanje ili povećaju svoju izloženost promjenama cijena dionica bez stvarnog trgovanja.
- Derivati vrijednosnih papira s fiksnom kamatom: temelje se na financijskim instrumentima potraživanja s obećanim isplaćenim fiksnim iznosima za određena razdoblja
- Kamatni derivati: nastaju na temelju dinamike kamatnih stopa
- Valutni derivati: Temelje se na razmjeni valuta, tj. kamatnom i valutnom riziku
- Derivati proizvoda: Stvorili su ih proizvođači roba, korisnici i investitori kako bi upravljali financijskim rizicima
- Dužnički derivati: Temelje se na obvezama kreditnih odnosa
- Sredstva ostale imovine: ne koriste se u praksi iz određenih razloga složenosti njihovog vrednovanja

### 3.3.1. Opcije

Opcija je ugovor koji vlasniku daje pravo, ali ne i obvezu, da kupi ili proda temeljnu imovinu po unaprijed određenoj cijeni i u određeno vrijeme.

Američka opcija daje svom nositelju pravo na kupnju ili prodaju temeljne imovine u bilo koje vrijeme prije i na datum isteka opcije.

Europska opcija daje nositelju opcije pravo na kupnju ili prodaju osnovne opcije samo na datum isteka ugovora. Opcije se klasificiraju kao call opcije ili put opcije.

#### 3.3.1.1. Call opcije

Kupac, u zamjenu za premiju koju mora platiti prodavatelju, odmah ima mogućnost, ali ne i obvezu, kupiti vezano dobro ugovoreno po unaprijed određenoj cijeni koja se naziva cijena izvršenja. Ovisno o trenutnoj tržišnoj cijeni, kupac će iskoristiti opciju ili ne. Ako trenutna tržišna cijena poraste više od izvršne cijene opcije, kupac će iskoristiti opciju i ostvariti profit. U protivnom neće iskoristiti svoju opciju i pretrpjet će gubitak u vrijednosti plaćene premije.

Ako npr. za tri mjeseca kupi opciju na obveznicu po cijeni od 100 jedinica uz premiju od 5 jedinica, a nakon tri mjeseca kamate padnu i vrijednost obveznice poraste na 110 jedinica, izvršit će opciju i zarađuje 5 jedinica dobiti (razlika između cijene obveznice umanjene za premiju opcije plaćenu za nju). Dok je njegov maksimalni gubitak ograničen cijenom premije, njegov profit je određen najvišom cijenom obveznice za tri mjeseca i nije ničim ograničen jer dokle god cijena obveznice raste, raste i njen profit.

### 3.3.1.2. Put opcija

Put opcija daje kupcu pravo, ali ne i obvezu, da proda odgovarajuću ugovorenu imovinu po unaprijed određenoj cijeni i na unaprijed određeni datum. Kupac put opcije plaća premiju prodavatelju i na temelju trenutne tržišne cijene odlučuje hoće li opciju aktivirati ili ne. Ako je tržišna cijena viša od cijene izvršenja, on trpi gubitak jednak maksimalnoj cijeni plaćene premije. Ako tržišna cijena padne ispod cijene izvršenja, ostvarite neograničeni profit koji se povećava kako cijena imovine pada.

Opcijske ugovore po Cornett, Saunders (2006:603) banke mogu koristiti za zaštitu od izloženosti kamatnom riziku obveznica koje su dio njezinog portfelja obveza, za zaštitu od ukupne izloženosti širenja prosječnog dospijeca obveznice (makrohedging) i od tečajnog rizika.

### 3.3.2. Budućnosnice (Futures)

Prema Orsag (2015:43), Futures ugovori ili terminski ugovori su instrument usko vezan uz forward ugovore, ali su nešto manje slobodni u određivanju uvjeta ugovora. Za razliku od forward ugovora, na tržištu terminskih ugovora trguje se robom standardne kvalitete, količine i datuma isporuke. Trgovanje je anonimno, što povećava sigurnost i likvidnost terminskih ugovora. Za razliku od terminskih ugovora, čija je glavna komponenta isporuka dotične imovine, isporuka terminskih ugovora se rijetko događa jer se ne računa stvarna isporuka predmeta ugovora, nego obračun transakcije. Zbog toga se isporuka često niti ne izvrši, već se na temelju konačnog obračuna transakcije plaća razlika između trenutne tržišne cijene i ugovorene cijene u ročnicama.

Još jedna posebnost futuresa po navodu Miloš Sprčić (2013:138), je da se zbog svoje standardizacije izvršavaju na organiziranom tržištu uz intervenciju klirinške kuće kao druge ugovorne strane za ispunjenje obveza kupca i prodavatelja. Klirinška kuća djeluje na temelju margin trgovanja kroz depozite koje sudionici na tržištu moraju položiti kako bi trgovali na burzi. Sudionici klirinške kuće imaju račun koji prati dnevna kretanja tržišne cijene relevantne imovine. Stoga se na kraju svakog dana izračunavaju dobiti i gubici otvorenih pozicija i jedna strana uplaćuje iznos gubitka preko računa klirinške kuće i stavlja ta sredstva na račun druge strane. Stoga postoji početna margina ispod koje sredstva na računu ne smiju pasti. U slučaju kolapsa, investitor mora u kratkom roku vratiti sredstva do vrijednosti početne marže. Budući da terminski ugovori smanjuju rizik standardizacijom, reguliranim tržištem i trgovanjem preko brokera, oni povećavaju troškove koje investitori koji trguju putem klirinške kuće ostvaruju, za razliku od terminskih ugovora, putem margin računa i provizije koja se naplaćuje za posredovanje. Dvije osnovne skupine terminskih ugovora su robni terminski ugovori i financijski terminski ugovori.

### 3.3.3. Swaps (zamjene)

Swap je sporazum između dviju strana o razmjeni određenog periodičnog budućeg novčanog toka na temelju temeljnog instrumenta ili cijene (npr. fiksna ili promjenjiva kamatna stopa ili dugoročna obveznica). Kao i terminski ugovori, terminski ugovori i opcijski ugovori, swap ugovori omogućuju tvrtkama da bolje upravljaju rizikom kamatne stope, tečajnim rizikom i kreditnim rizikom.

Pet uobičajenih vrsta swapova su: kamatni swapovi, valutni swapovi, swapovi kreditnog rizika, robni swapovi i vlasnički swapovi. Imovina ili instrument koji je temelj razmjene može se promijeniti, ali osnovno načelo sporazuma o razmjeni je da uključuje restrukturiranje novčanog toka imovine ili obveza stranaka u transakciji na bolje.

Zamjene su osmišljene kako bi se smanjila izloženost riziku i nisu špekulativne prirode. Swapovi su nastali 1980-ih, nakon čega je njihovo tržište snažno naraslo i može se podijeliti u pet uobičajenih tipova valuta: kamatni swapovi, valutni swapovi, swapovi kreditnog rizika, robni swapovi i zamjene kapitala. Za zaštitu financijskih institucija od rizika važnu ulogu imaju dvije vrste swapova: kamatni swapovi i valutni swapovi.

Cornett, Saunders (2006:633-636) navode da je kamatni swap niz forward ugovora o kamatnim stopama između dviju strana u kojima banka koja plasira imovinu s fiksnom kamatnom stopom nastoji pretvoriti svoje obveze s promjenjivom kamatnom stopom u obveze po fiksnoj kamatnoj stopi. Različite bilance, rokovi dospijeca i izloženost riziku različitih financijskih institucija pružaju različite mogućnosti za ugovore o zamjeni kamatnih stopa na ovom neorganiziranom tržištu. Valutni swap koristi se kao zaštita od rizika promjena tečaja uzrokovanih neusklađenošću valuta imovine i obveza, odnosno aktive i pasive. Isto tako Orsag (2006:17) govori da tipični valutni swap ugovor uključuje razmjenu novčanih tokova nominalne vrijednosti i fiksne kamate u jednoj valuti za nominalnu vrijednost i fiksnu ili varijabilnu kamatu u drugoj valuti.

### **3.4. Sudionici na tržištu kapitala**

Sudionici tržišta kapitala malo se razlikuju ovisno o tome promatra li se domaće ili međunarodno tržište kapitala. HANFA sudionike tržišta kapitala u RH dijela na:

- Ulagачi u financijske instrumente (građani, gospodarska društva, investicijski i mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, banke itd.),
- Trgovački posrednici (investicijska društva, kreditne organizacije i dr.)
- Izdavatelj financijskih instrumenata (društvo koje pruža financijske instrumente u svrhu trgovanja),
- Središnje klirinško deponitarno društvo Zagreb (SKDD),
- Zagrebačka burza d.d.Zagreb. (HANFA, 2023)

#### **3.4.1. Investitori**

Na tržištu kapitala investitori su fizičke ili pravne osobe koje ulažu svoja sredstva s ciljem ostvarivanja dobiti kupnjom i prodajom vrijednosnih papira. Vrijednosne papire izdaju razni izdavatelji radi prikupljanja kapitala za poslovanje i razvoj.

Prema Tomić, B. (2016:81–86) Investitori na tržištu kapitala mogu se podijeliti u sljedeće kategorije: ulagači u vrijednosne papire, špekulanti, arbitri i osiguravatelji.

Portfeljni ulagači izdvajaju određenu količinu novca za ulaganje i zaradu na svom ulaganju kroz dugoročno povećanje vrijednosti u obliku dividendi, kamata, tantijema, renti i povećanja tržišne vrijednosti imovine.

Špekulanti su sudionici tržišta kapitala koji profitiraju od očekivanih promjena cijena ulaganja. Postoje dvije vrste špekulanata: dugi i kratki. Duge špekulacije predviđaju da će cijene vrijednosnih papira porasti. Kad cijene porastu, on proda vrijednosne papire i otplati zajam, ali zaradi na razlici. Kod kratkih se špekulira o padu cijena vrijednosnih papira prodajom posuđenih vrijednosnih papira, kada cijene padnu, vrijednosni papir se kupuje, posuđeni vrijednosni papiri se vraćaju, a razlika se profitira.

Arbitar kupuje vrijednosne papire na tržištu po nižoj cijeni i prodaje ih na tržištu gdje je viša cijena, izjednačavajući cijene vrijednosnih papira na različitim tržištima.

Preuzimač je osoba koja želi kontrolirati poslovanje dioničkog društva ulaganjem u vrijednosne papire.

Klačmer Čalopa i Cingula (2012:101) dijele ulagače na individualne i institucionalne ulagače, pri čemu su to individualni ulagači koji trguju vrijednosnim papirima sa ili bez posrednika. Kod institucionalnih ulagača uključuju se osiguravajuća, investicijska i mirovinska društva te investicijski fondovi.

Orsag, S. (2003:29-35) navodi da investicijski i mirovinski fondovi te osiguravajuća društva prikupljaju novac naplaćivanjem premija osiguranja ili izdavanjem sekundarnih vrijednosnih papira. Investicijski fondovi izdaju vlastite vrijednosne papire, uglavnom dionice ili udjele, kojima prikupljaju novčana sredstva za stjecanje vrijednosnih papira.

### 3.4.2. Posrednici

Na tržištu kapitala vrlo važnu ulogu imaju financijski posrednici i posrednici u kupnji i prodaji vrijednosnih papira. Stručnjaci za kupnju i prodaju vrijednosnih papira, brokeri vrijednosnih papira, investicijska društva, banke i druge financijske organizacije, kao i investicijski bankari.

Orsag, S. (2015:141) navodi brokere i dilere kao specijalizirane trgovce vrijednosnim papirima na tržištu. To su financijski posrednici koji posreduju između investitora. Brokeri se još nazivaju i burzovni posrednici jer samo oni mogu trgovati na burzama, odnosno brokeri su

članovi organiziranih burzi i djeluju kao posrednici između kupaca i prodavatelja. Posluju u svoje ime, ali za račun svojih korisnika i naplaćuju brokerske naknade za svoje posredovanje. Za razliku od brokera, dileri posluju u svoje ime i za svoj račun. Brokeri posluju na šalteru putem kojeg kupuju i prodaju vrijednosne papire. Brokeri pokušavaju zaraditi na temelju razlike između kupovnih i prodajnih tečajeva vrijednosnih papira.

Banke koje su specijalizirane za poslovanje na tržištu kapitala nazivaju se Investicijske banke te su njihove aktivnosti vezane uz primarno tržište vrijednosnih papira. Te banke kupuju vrijednosne papire od izdavatelja i plasiraju ih na tržište kapitala umjesto izdavatelja, preuzimaju odgovornost i osiguravaju kvalitetu vrijednosnih papira.

Klačmer Čalopa i Cingula (2012:89) navode da specijaliziranih investicijskih banaka nema u većem dijelu svijeta nego su one objedinjene unutar univerzalnih banaka koje kombiniraju misije trgovačkog bankarstva i investicijskog bankarstva. Za razliku od investicijskih banaka koje djeluju na primarnom tržištu, brokerske kuće, odnosno brokeri koji ih zastupaju, djeluju na sekundarnom tržištu. Njihova uloga je da djeluju kao posrednici između kupca i prodavatelja vrijednosnih papira te za svoj dio posla naplaćuju proviziju.

### 3.4.3. Izdavatelji

Prema Mishkin (2005:242) glavni izdavatelji vrijednosnih papira na tržištu kapitala su savezne vlade, lokalne samouprave i korporacije. Savezna vlada izdaje dugoročne obveznice za financiranje kapitalnih projekata, poput izgradnje škola i bolnica. Vlade nikada ne izdaju dionice jer ne mogu prodati vlasnička prava. Korporacije izdaju i obveznice i dionice. Jedna od najtežih odluka s kojom se tvrtka suočava jest hoće li svoj rast financirati kroz izdavanje duga ili dioničkog kapitala. Raspodjela kapitala poduzeća između duga i kapitala čini njegovu strukturu kapitala. Tvrtke mogu ući na tržišta kapitala jer nemaju dovoljno kapitala za financiranje svojih mogućnosti ulaganja. Alternativno, tvrtke mogu odlučiti ući na tržište kapitala jer žele sačuvati svoj kapital kako bi zadovoljile neočekivane potrebe. U oba slučaja pristup učinkovitim tržištima kapitala ključan je za održavanje zdravlja poslovnog sektora. Najveći kupci vrijednosnih papira na tržištu kapitala su kućanstva. Pojedinci i obitelji često ulažu sredstva u financijske institucije, kao što su uzajamni fondovi i mirovinski fondovi, koji ta sredstva koriste za kupnju instrumenata tržišta kapitala poput obveznica i dionica.

Klačmer Čalopa i Cingula (2012:190-192) vezano za analizu izdavatelja vrijednosnih papira navode dubinsko istraživanje poduzeća koje uključuje stručni pregled financija, pravnog poslovanja i tržišne pozicije poduzeća, procjenu političkog rizika koji uključuje vanjske političke čimbenike koji mogu naštetiti poslovanju i procjenu poslovnog rizika prvenstveno usmjerenu prema poslovnoj konkurentnosti na lokalnoj i međunarodnoj razini.

#### 3.4.4. Regulatori tržišta kapitala

Promjene u bankarskom sektoru odvijale su se paralelno s procesom stvaranja tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj koji je započeo 1991. godine. Taj je proces zahtijevao brojne reforme, uključujući: strukturiranje odgovarajućeg zakonodavnog i regulatornog okvira, provedbu državne privatizacija, trgovačka društva i sl. Burza je obnovljena 1991. godine, a prvi zakon kojim se regulira tržište kapitala donesen je u prosincu 1995. godine, Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima. 1997. godine osnovano je Središnje klirinško depozitarno društvo. Zakonski akti su u narednom razdoblju dopunjeni i izmijenjeni. Godine 2002. donesen je Zakon o tržištu vrijednosnih papira, A zakon o tržištu kapitala je na snazi od 1.siječnja 2009.godine (NN 65/19). Osim ovih zakona, dvije su institucije iznimno važne za tržište kapitala; Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluge (HANFA) i Središnje klirinško društvo (SKDD).

##### 3.4.4.1. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HANFA je nadzorno tijelo u čijem djelokrugu i nadležnosti je nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te fizičkih i pravnih osoba koje te usluge pružaju.

HANFA je nastala 2005. spajanjem tri postojeća regulatora: Komisije za vrijednosne papire, Agencije za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja i Regulatornog tijela za osiguranje. + Samostalna je pravna osoba s javnim ovlastima u okviru djelokruga i nadležnosti utvrđenih Zakonom o Hrvatskoj regulatornoj agenciji za financijske usluge i drugim zakonima. HANFA je odgovorna Hrvatskom saboru (HANFA, 2023).

Glavni ciljevi HANFA-e su promicanje i održavanje stabilnosti financijskog sustava te kontrola zakonitosti poslovanja kontroliranih društava. U ostvarivanju svojih ciljeva HANFA se rukovodi načelima transparentnosti i izgradnje povjerenja u financijska tržišta, sudionike



izvješćivanja i potrošače. Cilj HANFE je modernom regulativom i aktivnim nadzorom podržati održivi razvoj financijskog sustava, poticati gospodarski razvoj Republike Hrvatske i zaštititi korisnike financijskih usluga (HANFA, 2023).

#### 3.4.4.2. Središnje klirinško društvo

Središnje klirinško depozitarno društvo d.d (SKDD) osnovano je 18. travnja 1997. godine na temelju članka 84. Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnih papira (NN 107/95) i članka 177. Zakona o trgovačkim društvima (NN 111/93) kao dioničko društvo pod nazivom Središnja depozitorna agencija d.d (SDA). Naziv je promijenjen 13. ožujka 2009. godine u Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD, 2023).

Sukladno odredbama Zakona o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08) te pravilima i uputama SKDD:

- upravlja centraliziranim društvom za upravljanje nematerijaliziranim vrijednosnim papirima
- upravlja sustavom namire i regulacije transakcija vrijednosnim papirima sklopljenih na uređenom tržištu i na multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP) ili izvan uređenog tržišta i MTP-a (OTC transakcije)
- 3. utvrđuje jedinstvene identifikacijske znakove nematerijalnih vrijednosnih papira (ISIN i CFI oznake).

Slika 3. SKDD vrijednosni papiri 2022. godine

| <i>Vrsta vrijednosnog papira</i> | <i>Broj vrijednosnih papira</i> | <i>Izdana količina</i>    | <i>Nominalna vrijednost</i> | <i>Tržišna vrijednost</i> | <i>Udjel</i>   |
|----------------------------------|---------------------------------|---------------------------|-----------------------------|---------------------------|----------------|
| <i>Dionice</i>                   | 658                             | 1.611.254.732,00          | 126.978.559.730,44          | 211.469.874.760,13        | 58,74%         |
| <i>Obveznice</i>                 | 79                              | 92.004.671.215,00         | 132.668.806.207,02          | 128.087.580.951,27        | 35,58%         |
| <i>Zapisi</i>                    | 21                              | 13.489.466.187,00         | 20.380.688.127,91           | 20.380.688.127,91         | 5,66%          |
| <i>Burzovno utrživ fond</i>      | 2                               | 436.684,00                | 56.193.511,89               | 56.334.398,40             | 0,02%          |
| <i>Ostali v.p.</i>               | 2                               | 22.247.316,80             | 22.247.316,80               | 22.247.316,80             | 0,01%          |
| <b>Ukupno</b>                    | <b>762</b>                      | <b>107.128.076.134,80</b> | <b>280.106.494.894,06</b>   | <b>360.016.725.554,51</b> | <b>100,00%</b> |

Izvor: SKDD, <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:602:12524236500662::NO:::>

Uloga upravljanja središnjim depozitorijem je iznimno zanimljiva u ovome radu. Na slici 3 možemo vidjeti podatak kako je na kraju 2022.godine u Republici Hrvatskoj ukupna tržišna vrijednost svih izdanih vrijednosnih papira iznosila 360 mlrd kuna. Od toga 128 mlrd kuna otpada na obveznice. Na slici 4 se isto tako može vidjeti kako je na kraju 2022.godine ukupna tržišna vrijednost dionica bila na razini od 135 mlrd kuna dok je usporedno s tim ukupna tržišna vrijednost obveznica iznosila 123 mlrd kuna. Zaključak na temelju te dvije slike je taj da se u Republici Hrvatskoj aktivno trguje sa manje od pola dionica.

Slika 4. ZSE izvještaj za 2022.godinu

|                                      | Promet               | Volumen            | Broj transakcija | Tržišna kapitalizacija |
|--------------------------------------|----------------------|--------------------|------------------|------------------------|
| <b>Trgovina unutar knjige ponuda</b> | <b>1.915.146.797</b> | <b>138.587.474</b> | <b>81.643</b>    | <b>258.867.687.055</b> |
| <b>Dionice</b>                       | <b>1.713.748.702</b> | <b>20.892.672</b>  | <b>80.227</b>    | <b>135.773.934.068</b> |
| Vodeće tržište                       | 694.488.058          | 7.233.834          | 24.758           | 28.456.038.856         |
| Službeno tržište                     | 322.191.470          | 6.771.146          | 15.600           | 48.827.067.652         |
| Redovito tržište                     | 697.069.174          | 6.887.692          | 39.869           | 58.490.827.560         |
| <b>Obveznice</b>                     | <b>125.003.073</b>   | <b>117.123.183</b> | <b>44</b>        | <b>123.037.418.589</b> |

Izvor: ZSE, 2023

## 4. Metodologija rada

Kao što i sam naslov rada govori, tema rada je analizirati financijske instrumente na tržištu kapitala u RH, prikazati kroz godine poslovanje vlasničkih vrijednosnih papira i dužničkih vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi, njenih burzovnih indexa. Također će se prikazati i koje su to dionice kojima se iz godine u godinu najviše trguje.

U radu se za istraživanje koriste odabrani statistički podaci Zagrebačke burze (ZSE) s njezinih službenih stranica za razdoblje od 2018. do 2022. godine.

Znanstvene metode koje su se koristile pri samoj analizi podataka su metoda deskripcije, metoda sinteze i analize, matematička metoda i metoda komparacije te grafička metoda.

Korištenjem podataka sa stranica Zagrebačke burze se grafički prikazuju odnosi između trgovanja vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira, ukupnog prometa vrijednosnih papira te promjene u burzovnim indeksima kroz promatrani period.

## **5. Analiza tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj**

Hrvatsko tržište kapitala je sa svojim razvojem započelo 1991.godine kada je s radom započela Zagrebačka burza (ZSE) te iz toga razloga možemo navesti kako je Hrvatsko tržište kapitala relativno mlado tržište relativno mlado tržište.

Grubišić, Šeba (2013:221) navode kako je od prvog desetljeća razvoja hrvatsko tržište kapitala bilo regulirano sustavom koji je djelovao na dvjema burzama, zagrebačkoj i varaždinskoj. 2007. godine, uz odobrenje HANFA-e, Zagrebačka burza postaje jedini operater tržišta kapitala i operater multilateralne trgovinske platforme (MTP) nakon pripajanja Varaždinske burze Zagrebačkoj burzi 2006. godine.

Varaždinska burza započela je s radom 1993. godine kao izvanburzovno tržište sa sjedištem u Varaždinu. Postala je burzom 2002. godine. Tržišna kapitalizacija Varaždinske burze na početku 2007. godine iznosila je 9,8 mlrd. EUR. Pripajanjem Varaždinske burze Zagrebačkoj burzi stvoreno je jedinstveno tržište kapitala u Hrvatskoj (ZSE, 2023).

Za bolje razumijevanje stanja hrvatskog tržišta kapitala i njegove atraktivnosti, prikazana je povijest Zagrebačke burze, najvažniji zakoni i propisi instituta tržišta kapitala i analizirane prednosti i nedostaci različitih tržišta.

### **5.1. Povijest Zagrebačke burze**

Najstarija burza osnovana je u Amsterdamu 1602. godine. U Rijeci je osnovana prva burza Habsburške Monarhije za različite vrste šećera koje je od 1750. do 1803. godine prodavala riječka rafinerija. Kasnije se uobičajilo da jedna država ima samo jednu burzu, pa je 1771. godine osnovana burza u Beču. Nakon raspada Habsburške Monarhije na austrijski i mađarski dio 1867., burza je osnovana u Budimpešti.

Hrvatske su zemlje bile podijeljene između austrijskog i ugarskog dijela. Ipak, Hrvatska i Slavonija uživale su određenu autonomiju zahvaljujući hrvatsko-ugarskoj koloniji, ali ne na

području gospodarstva, trgovine i prometa, kojima je upravljala vlada u Budimpešti. Želeći se što više osamostaliti, hrvatski su poduzetnici nastojali stvoriti i četvrti gospodarski odjel, pa je tako u okviru Trgovačke komore nastao Savez industrijalaca i trgovaca Hrvatske i Slavonije, koji je 1907. inicirao osnivanje Odsjeka za robu dragocjene predmeti. Odsjek je svečano otvorio Milivoj Crnadak 15. lipnja 1907. godine u zgradi Trgovačke komore (danas se tu nalazi zgrada hotela Dubrovnik). S. D. Aleksander vodio je odsjek i tako otvorio tržište nacionalnim dionicama tvornica i kovnica, koje velike burze Beča i Budimpešte nisu htjele staviti u optjecaj. Time je stvoren regulator izvoza i uvoza robe.

Prema vidljivim podacima sa web stranica Zagrebačke burze (ZSE, 2023), Trgovačka komora osnovana je 1907. godine i do 1945. godine, zbog uspostave socijalističkog režima i prestanka slobodne trgovine, bila je važan dio hrvatskog financijskog sustava.

Burza u Hrvatskoj ponovno je uspostavljena tek 1991. godine, kada je 25 banaka i 2 osiguravajuća društva osnovalo Zagrebačku burzu kao središnje mjesto trgovanja vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Zagrebačka burza to svojstvo ima i danas. Od dvadeset i pet inicijalnih članova (brokerskih kuća), rastom i razvojem poslovanja, broj aktivnih trgovaca došao je do četrdesetak: banaka i privatnih brokera. U početku se trgovalo u okviru velikih dražbi koje su bile organizirane u sjedištu burze na Ksaveru, gdje su svi brokeri bili fizički prisutni. 1994. godine uveden je elektronički sustav trgovanja koji je brokerima članovima burze omogućio da se priključe na telekomunikacije i trguju na burzi bez napuštanja svojih ureda diljem Hrvatske. Koliko se brzo razvijalo dioničarstvo i burzovno trgovanje u našoj zemlji, govore podaci u prvih pet godina nakon uvođenja elektroničkog sustava trgovanja, tj. od 1995. do 2000. godine tržišna vrijednost Zagrebačke burze porasla je skoro 10 puta odnosno 982%.

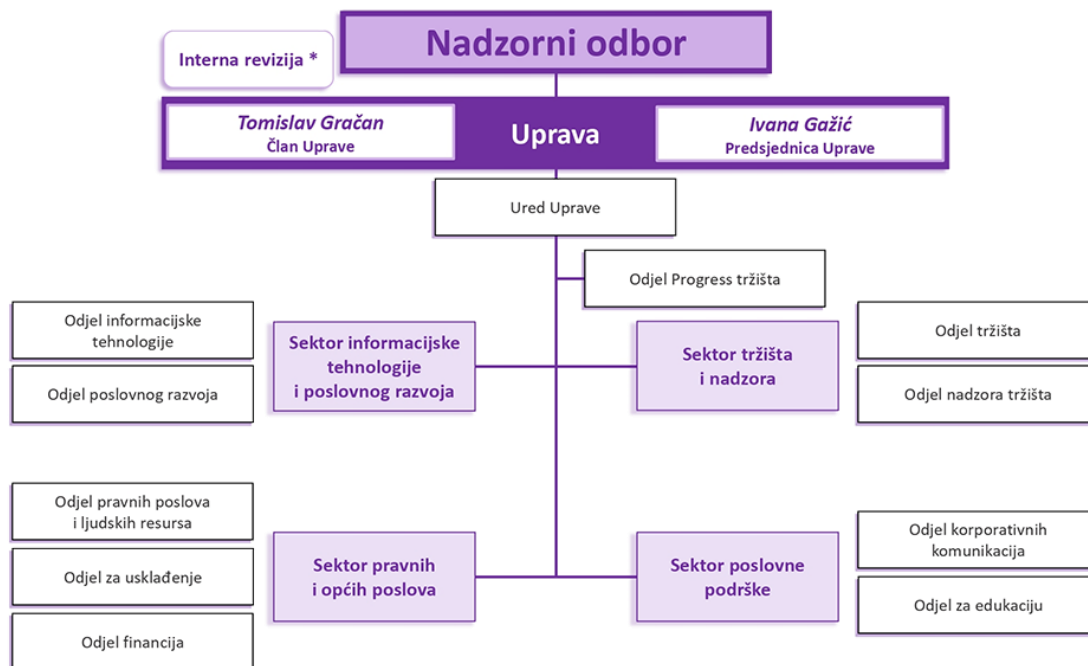
U 2010. godini Zagrebačka burza uvela je važne novine na domaće tržište kapitala: početak specijalizirane aktivnosti trgovanja (market making), pokretanje trgovanja strukturiranim proizvodima, početak upravljanja Multilateralnom trgovinskom platformom (MTP), uvođenje osam novih indeksa i izdavanje LEI oznaka, a te oznake označavaju odnosno identificiraju pravne subjekte koji sudjeluju na financijskim tržištima (ZSE, 2023).

Društvo Funderbeam South-East Europe osnovano je 2016. godine sa sjedištem u Zagrebu, a Zagrebačka burza ima 20% udjela u društvu i omogućuje sudionicima tržišta kapitala prikupljanje kapitala putem crowdfundinga. Osnovan je u suradnji s Funderbeamom iz Estonije i uz potporu Europske banke za obnovu i razvoj kroz tzv. Shareholders SpecialFund.

Funderbeam je platforma za grupno financiranje startupa gdje investitori mogu trgovati svojim dionicama odmah nakon početne faze ulaganja, zahvaljujući inovativnom sustavu temeljenom na Bitcoin tehnologiji. Zagrebačka burza je 2016. postala i vlasnikom Ljubljanske burze, stekavši 100% dionica grupacije CEE Stock Group (ZSE, 2023).

Na dan 31. srpnja 2023. godine vlasničku strukturu Zagrebačke burze čini 190 dioničara, a najveći udio imaju RR One Capital d.o.o.i FINA s 9,99%, slijede ERSTE & STEIERMARKISCHE BANK D.D./ PBZ CO OMF – kategorija B s 9,98% te INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O./ ICAM OUTFOX MACRO INCOME FUND s 8,62%. Među prvih 5 dioničara je i PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D./BAKTUN, llc sa 7,87%. Temeljni kapital Zagrebačke burze je 3.076.315,61 €. O unutarnjem ustrojstvu društva odlučuje Upravni odbor sastavljen od dva člana koji ga zastupaju samostalno i pojedinačno. Burza ima nadzorni odbor koji se sastoji od 9 članova te sljedećih odbora: Odbor za odlučivanje o sukobu interesa, odbor za mjere zaštite tržišta, Odbor za indekse i Odbor za praćenje referentnih indeksa (ZSE, 2023.).

Slika 5. Organizacijska struktura ZSE-a



Izvor: ZSE, 2023

## 5.2. Poslovanje Zagrebačke burze

Na Zagrebačkoj burzi trguje se različitim vrijednosnim papirima, uključujući dionice, zatim obveznice, komercijalne zapise, prava i strukturirane proizvode. Od 1991. godine Zagrebačka burza promijenila je nekoliko načina trgovanja i platformi koje koristi.

Prvi sustav trgovanja na Zagrebačkoj burzi zahtijevao je fizičku nazočnost brokera koji su tijekom dražbe bili u posebnoj prostoriji i direktno indicirali i prozivali svoje ponude te na taj način završavali transakciju. Prvi rasprostranjeni elektronički sustav trgovanja pokrenut je u ožujku 1994. godine pod nazivom TEST-1. Omogućio je članovima burze da trguju izravno iz svojih ureda koristeći računalo i modem. Prednost ovakvog oblika trgovanja je što članovi mogu utvrditi stanje ponude i potražnje na burzi tako da se povežu na centralno računalo burznog centra i dobiju paket svih ponuda i transakcija. (ZSE, 2023).

Uz to, 1995. godine, uz potporu CARNET-a, prvog hrvatskog mrežnog pružatelja usluga, Zagrebačka burza pokrenula je svoje službene web stranice, a bila je i jedna od prvih burzi u svijetu koja je imala svoje službene web stranice. Kasnije, 1997. godine, burza je pokrenula prvi elektronički sustav trgovanja u stvarnom vremenu, a članovi burze sada su u stalnoj komunikaciji sa Zagrebačkom burzom, a sve nove kotacije im se automatski i odmah šalju. U rujnu iste godine počinje izračunavanje prvog dioničkog indeksa CROBEX, a pet godina kasnije i obvezničkog indeksa CROBIS (ZSE, 2023).

U 2004. godini promet dionicama naglo je porastao, promet dionicama porastao je za 75% u odnosu na prethodnu godinu. CROBEX je premašio dosadašnje rekorde za više od 20% te je na kraju godine bio za trećinu veći nego na početku godine. Još veći porast prometa dogodio se u 2006. godini kada su se dogodila dva važna događaja, proces javne prodaje PLIVE i ulazak dionica najveće hrvatske naftne kompanije Ine na službeno tržište. Tržišna kapitalizacija dionica udvostručila se u odnosu na prošlu godinu i premašila 160 milijardi kuna. Promet dionicama u 2007. godini također je porastao, ali već sljedeće godine dolazi do značajnog pada, promet je za četvrtinu manji nego prethodne godine, a CROBEX je pao za 67%. Sljedeće godine dionička društva su uklonjena s kotacije, prodaja se smanjila, a pokrenuta je virtualna burza, internetska simulacija trgovanja dionicama za obuku sudionika na tržištu kapitala (ZSE, 2023).

U 2010. godini došlo je do oporavka gospodarstva, povećanja prometa i indeksa, osnovana je Akademija Zagrebačke burze, revidiran je kodeks korporativnog upravljanja. Dvije godine kasnije uspostavljene su cijene na Zagrebačkoj burzi i počelo je trgovanje certifikatima.

2016. godina bila je značajna jer je ta godina oznaka prvog uvrštenja dionica ZSE-a na službeno tržište. Iste godine osnovan je zagrebački Funderbeam South – East Europe za prikupljanje sredstava za nove startupe i trgovanje dionicama kroz inovativni sustav temeljen na blockchain tehnologiji. Od 7. srpnja 2017. trgovanje na Zagrebačkoj burzi odvija se putem trgovinskog sustava Xetra koji omogućuje trgovanje u i izvan aukcijskog portfelja te omogućuje određene načine trgovanja, kao što su kontinuirano trgovanje, trgovanje nelikvidnim dionicama i nastavak aukcijskog trgovanja. Progress Market je osnovan 2018. godine, a sljedeće godine zabilježen je kao rastuće tržište za male i srednje poduzetnike. U 2020. Akademija Zagrebačke burze proslavila je svoju desetu obljetnicu, okupivši više od 10.000 sudionika (ZSE, 2023).

Trgovina je otvorena svakim radnim danom od 9:00 do 16:30 (osim praznika navedenih na stranicama burze), a rezultati trgovanja i dnevne cijene dionica dostupni su svim zainteresiranim putem dnevnog "newslettera", posebne agencije za distribuciju financijskih informacija, burzovne web stranice i pomoću ZSE Monitora.

ZSE Monitor je sustav distribucije burzovnih informacija u stvarnom vremenu putem interneta. Omogućuje korisniku trenutni pristup svim informacijama o trgovanju i prikaz trenutnih trendova cijena, online. Namijenjen je investitorima, dioničarima, budućim investitorima, menadžerima, analitičarima i svima onima koji žele brze, pouzdane i vjerodostojne informacije o trenutnom stanju i cijenama na Zagrebačkoj burzi.

### 5.2.1. Burzovni indeksi

Kretanje cijena vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi prati se putem burzovnih indeksa. Prema službenim podacima Zagrebačke burze (2023.), burza objavljuje 11 dioničkih indeksa, 2 obveznička indeksa i 1 regionalni indeks ADRIA prime u suradnji s Ljubljanskom burzom. Dionički indeksi se dijele na: CROBEXturi, CROBEXtr, CROBEXprime, CROBEX, CROBEXplus, CROBEXnutr, CROBEXkons, CROBEXindu, CROBEX10. Obveznički indeksi se dijele na: CROBIS i CROBISTR.

Crobex je indeks vrijednosti dionica Zagrebačke burze. Riječ je o službenom indeksu Zagrebačke burze koji se utvrđuje na temelju tržišne kapitalizacije 30 likvidnih dionica hrvatskih kompanija i revidira se dva puta godišnje. Bio je to prvi dionički indeks, a Zagrebačka burza počela ga je kotirati 3. rujna 1997. godine. Crobex bilježi negativne trendove s početkom pandemije koronavirusa, stoga je HANFA privremeno obustavila trgovanje na Zagrebačkoj burzi radi zaštite investitora (ZSE, 2023).

Slika 6. CROBEX indeks u proteklih 6 mjeseci



Izvor: ZSE, 2023

Na slici 6 prikazano je kretanje indeksa CROBEXA u proteklih 6 mjeseci gdje je vidljiv značajan porast u odnosu na početak promatranja.

Prvi obveznički indeks ZSE bio je CROBIS, čije je izračunavanje počelo 1. listopada 2002. godine. U ovom indeksu cijena svake obveznice određena je na temelju njezine tržišne kapitalizacije. Uključujući državne obveznice i obveznice državnih agencija s nominalnom vrijednošću emisije većom od 75 milijuna eura, rokom dospeljeća dužim od 18 mjeseci i fiksnim kamatnim stopama (ZSE, 2023).



Slika 7. CROBIS indeks u proteklih 6 mjeseci



Izvor: ZSE, 2023

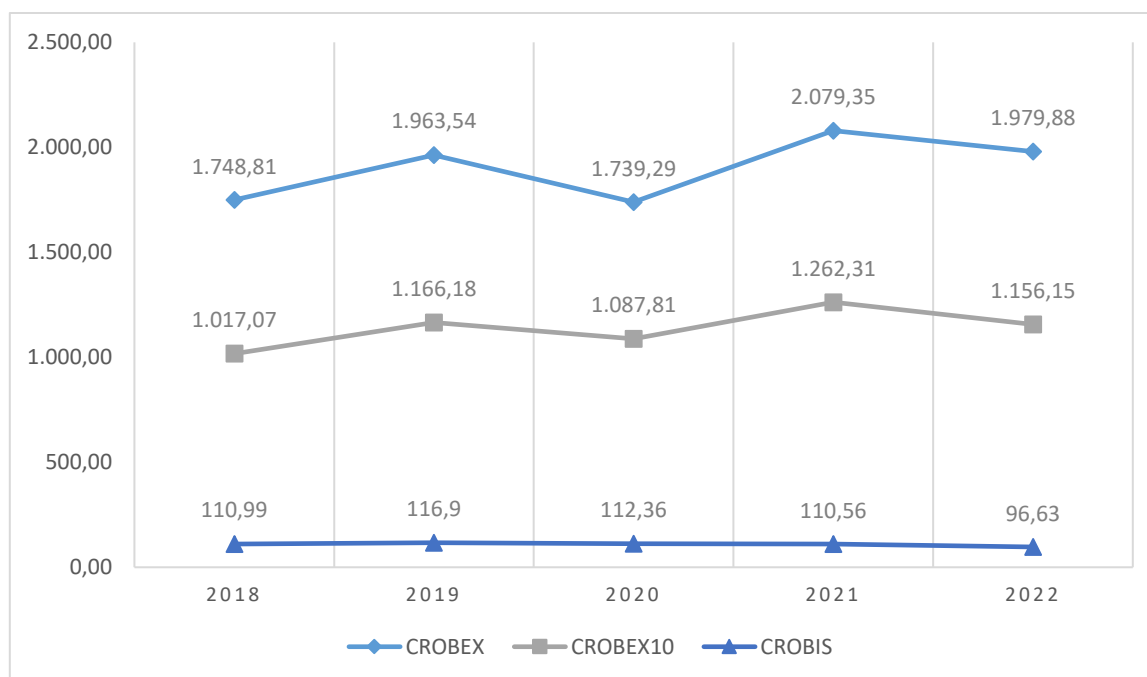
Na slici 7 prikazano je kretanje indeksa CROBIS u proteklih 6 mjeseci te je vidljivo kako nakon prva 3 mjeseca promatranja gdje je zabilježen porast indeksa se bilježi konstantan pad indeksa. Indeks se vratio na razinu na kojoj je bio i na početku promatranog razdoblja.

Tablica 2. Kretanje burzovnih indeksa u periodu 2018.-2022.godine

| Razdoblje | CROBEX   | CROBEX10 | CROBIS |
|-----------|----------|----------|--------|
| 2018      | 1.748,81 | 1.017,07 | 110,99 |
| 2019.     | 1.963,54 | 1.166,18 | 116,9  |
| 2020.     | 1.739,29 | 1.087,81 | 112,36 |
| 2021.     | 2.079,35 | 1.262,31 | 110,56 |
| 2022.     | 1.979,88 | 1.156,15 | 96,63  |

Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Grafikon 1. Promjena vrijednosti burzovnih indeksa (CROBEX, CROBEX10, CROBIS) 2018.-2022.GODINE



Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

U tablici 2 te njenom pripadajućem grafu 1 prikazana je promjena vrijednosti dioničkih indeksa CROBEX-a, CROBEX10 i indeksa obveznica CROBIS. Svake godine 31.prosinca dolazi do zaključenja vrijednosti burzovnih indeksa no u promatranom periodu je došlo de jedne iznimke gdje se za promatranu 2019.godinu zaključenje vrijednosti burzovnih indeksa desilo 31.rujna.

Indeks CROBEX je u promatranom periodu je blago fluktuirajući gdje svake druge godine dolazi do blagog pada, odnosno blagog rasta vrijednosti. Pad se bilježi 2020.godine u odnosu na prethodnu i 2022.godine u odnosu na 2021.godinu. Prikazano u postotnom obliku to znači da je 2020.godine zabilježen pad vrijednosti u iznosu 11,42%. Isto tako 2022.godine je zabilježen pad vrijednosti od 4,78%. Rast vrijednosti dioničkog indexa je zabilježen 2019.godine u odnosu na prethodnu i on iznosi 12,28% i isto tako se bilježi i rast vrijednosti 2021.godine u odnosu na 2020.godinu i on iznosi 19,55%.

2021.godine je zabilježena najveća vrijednost i onda je iznosila 2.079,35 bodova, dok je s druge strane minimalna vrijednost zabilježena 2020.godine i iznosila je 1.739,29 bodova.

Maksimalna vrijednost je 2021. godine i iznosi 2.079,35 bodova, a minimalna vrijednost je 2020. te iznosi 1.739,29 bodova. Prosječna vrijednost dioničkog indeksa CROBEX u tom je razdoblju iznosila 1.902,17 bodova.

Indeks CROBEX10 je u promatranom periodu također fluktuirajući kao i kod dioničkog indeksa CROBEX ali su u ovom slučaju te fluktuacije blaže. Isto tako se bilježi blagi pad vrijednosti svake druge godine odnosno rast. Pad se bilježi 2020.godine u odnosu na prethodnu i 2022.godine u odnosu na 2021.godinu. Prikazano u postotnom obliku to znači da je 2020.godine zabilježen pad vrijednosti u iznosu 6,72%. Isto tako 2022.godine je zabilježen pad vrijednosti od 8,41%. Rast vrijednosti dioničkog indeksa je zabilježen 2019.godine u odnosu na prethodnu i on iznosi 14,66% i isto tako se bilježi i rast vrijednosti 2021.godine u odnosu na 2020.godinu i on iznosi 16,04%

Maksimalna vrijednost je 2021. godine i iznosi 1.262,31 bodova, a minimalna vrijednost je 2018. te iznosi 1.017,07 bodova. Prosječna vrijednost dioničkog indeksa CROBEX u tom je razdoblju iznosila 1.137,90 bodova.

Kod CROBIS indeksa je u promatranom periodu vidljiva minimalna promjena, odnosno minimalan rast i pad vrijednosti u odnosu na promatrane godine. Pad se bilježi 2020.godine u odnosu na prethodnu, 2021.godine u odnosu na 2020.godinu i 2022.godine u odnosu na 2021.godinu. Prikazano u postotnom obliku to znači da je 2020.godine zabilježen pad vrijednosti u iznosu 3,88%. Iduće godine je također zabilježen pad za 1,60% te je isto tako i treću godinu zaredom zabilježen pad vrijednosti od 12,82%. Rast vrijednosti obvezničkog indeksa CROBIS zabilježen je jedino 2019.godine u odnosu na prethodnu i on iznosi 5,32%

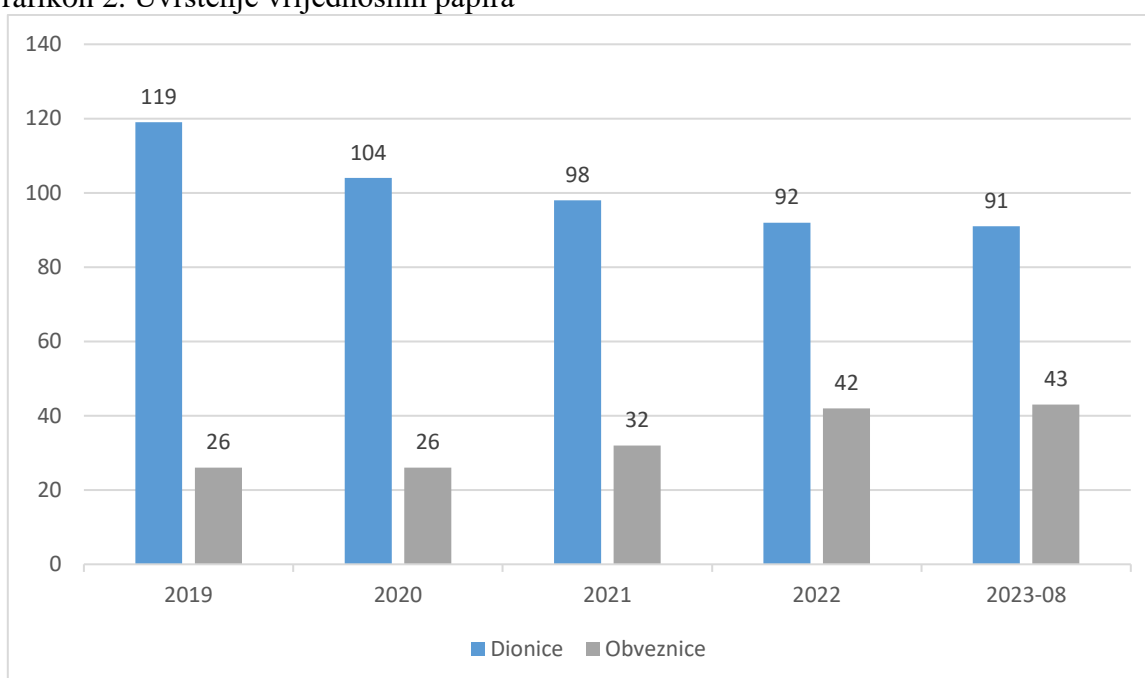
Maksimalna vrijednost je 2019. godine i iznosi 116,9 bodova, a minimalna vrijednost je 2022. te iznosi 96,63 bodova. Prosječna vrijednost dioničkog indeksa CROBIS u tom je razdoblju iznosila 109,48 bodova.

Tablica 3. Uvrštenje vrijednosnih papira

| Godina  | Dionice | Obveznice |
|---------|---------|-----------|
| 2019.   | 119     | 26        |
| 2020.   | 104     | 26        |
| 2021.   | 98      | 32        |
| 2022.   | 92      | 42        |
| 2023-08 | 91      | 43        |

Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Grafikon 2. Uvrštenje vrijednosnih papira



Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Gornja tablica i grafikon prikazuju broj dionica uvrštenih na Zagrebačku burzu od 2019. do 8. mjeseca 2023. Može se uočiti da broj dionica iz godine u godinu kontinuirano pada, a udio dionica je od početka do kraja razdoblja pala za 23,53%. Najveći broj dionica dogodio se u 2019. godini i iznosio je 119 dionica, dok je najmanji u 8. mjesecu 2023. godine iznosio 91 dionica.

Obveznice, za razliku od dionica, bilježe značajan rast iz godine u godinu. U promatranom razdoblju uvrštene obveznice porasle su za 65,38%. Maksimalni broj obveznica zabilježen je u 8. mjesecu 2023. godine i iznosi 43. Minimalna razina obveznica zabilježena je 2019. godine. i 2020. godine, gdje ih je bilo 26.

Studija Altarasa Pende (2019.) opisuje oštar pad broja dionica uvrštenih na ZSE, pad broja transakcija i godišnjeg prometa, pad broja prisutnih investitora, stagnaciju CROBEX-a i katastrofalan pad u tržišnoj kapitalizaciji cjelokupnog gospodarskog sektora (Altaras Penda, 2019:154). Navedeno stanje pokazuje da je hrvatsko tržište kapitala nelikvidno i ima mali broj sudionika, odnosno nedovoljan broj kupaca i prodavatelja financijskih instrumenata, što ima negativan utjecaj na likvidnost.

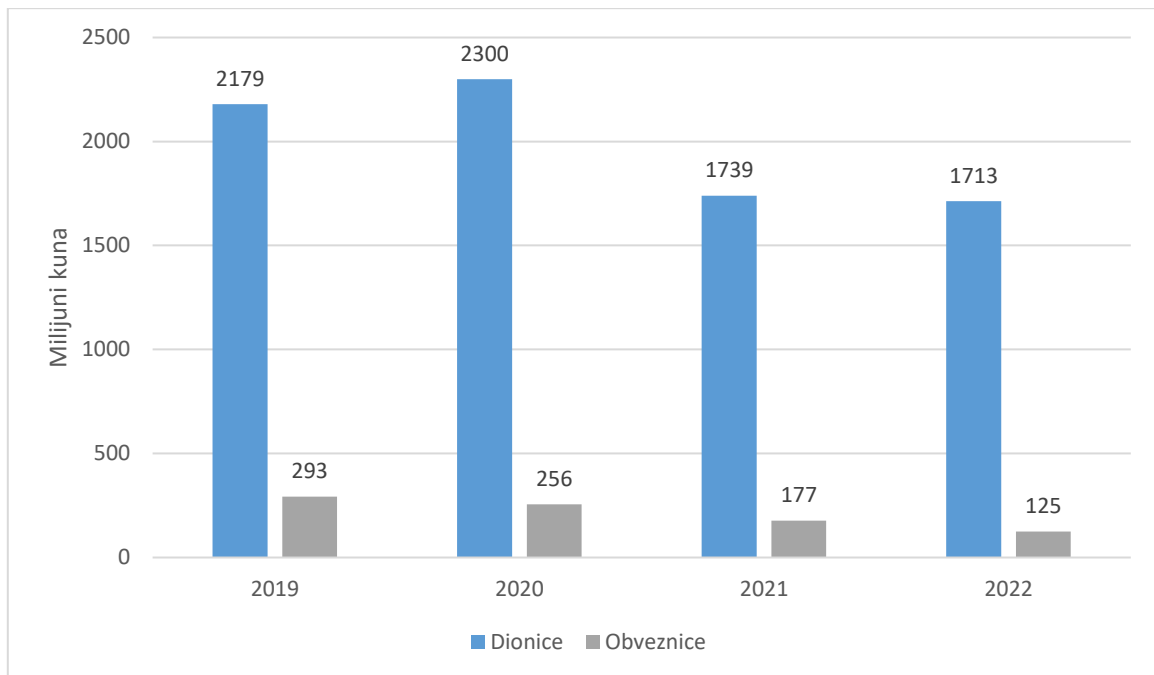
#### 5.2.2. Trgovanje vrijednosnim papirima 2019.-2022.godine

Tablica 4. Promet na Zagrebačkoj burzi po vrsti vrijednosnog papira

| Vrijednosni papir | 2019. | 2020. | 2021. | 2022. |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Dionice(mil.kn)   | 2.179 | 2.300 | 1.739 | 1.713 |
| Obveznice(mil.kn) | 293   | 256   | 177   | 125   |

Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Grafikon 3. Promet na Zagrebačkoj burzi po vrsti vrijednosnog papira



Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

U tablici 4 prikazan je promet vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira, odnosno dionica i obveznica tijekom promatranog razdoblja od 2019. do 2022. godine što je također prikazano i na grafikonu 3.

Iz grafikona je vidljivo da je ukupni promet vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi tijekom promatranog razdoblja zabilježio značajan ukupni pad, unatoč blagom porastu prometa između 2019. i 2020. godine. Maksimalan promet bilježi se 2020. godine, gdje iznosi 2,556 milijardi kuna, a minimalan 2022. godine, gdje iznosi 1,838 milijardi kuna.

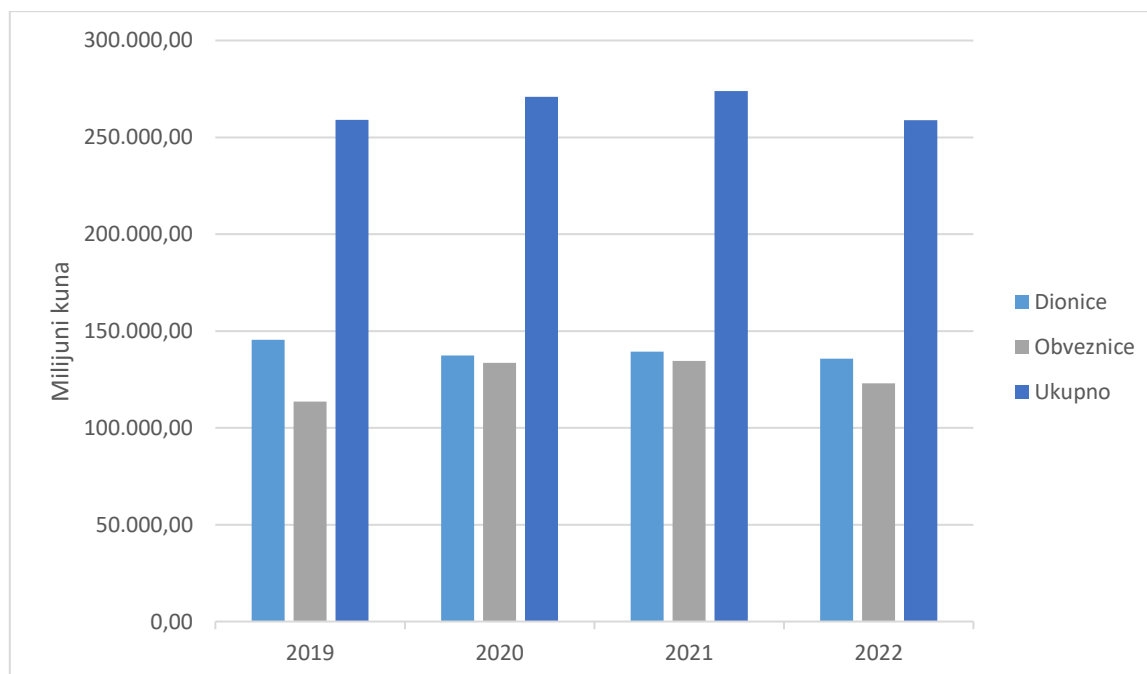
Količina dionica, koja predstavlja najveći udio u ukupnoj količini vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi, također je u ovom razdoblju zabilježila ukupan pad. Promet se malo povećao od 2019. do 2020. Maksimalan iznos prometa dionica je 2020. godine, gdje iznosi 2,3 milijarde kuna, a minimalan je 2022. godine, gdje iznosi 1,713 milijarde kuna.

Tablica 5. Tržišna kapitalizacija ZSE 2019.-2022.godine

| Godina | Dionice    | Obveznice   | Ukupno     |
|--------|------------|-------------|------------|
| 2019.  | 145.497,09 | 113.521,880 | 259.018,97 |
| 2020.  | 137.359,09 | 133.529,271 | 270.888,36 |
| 2021.  | 139.352,33 | 134.549,299 | 273.901,63 |
| 2022.  | 135.773,93 | 123.037,418 | 258.811,35 |

Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Grafikon 4. Tržišna kapitalizacija ZSE 2019.-2022.godine



Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Što se tiče tržišne kapitalizacije, u gornjoj tablici 5 i grafikonu 4 prikazana je ukupna tržišna kapitalizacija Zagrebačke burze za razdoblje od 2019. do 2022. godine. Nakon početne razine promatranja u 2019. godini, tijekom sljedeće dvije godine zabilježen je rast. Međutim, u 2022. godini zabilježen je snažan pad te je ukupna tržišna kapitalizacija na manjoj razini nego što je bila na početku promatranog razdoblja. Najveća vrijednost ukupne tržišne kapitalizacije je 2021.godine gdje je bila na razini od 273,9 milijardi kuna dok je najmanja vrijednost zabilježena 2022.godine i iznosila ja 258,81 milijardi kuna.

Isto tako promatrajući prethodni grafikon i tablicu vidljivo je da je tržišna kapitalizacija dionica fluktuirala iz godine u godinu, te su uglavnom bilježile vrlo blage padove. Maksimalna vrijednost tržišne kapitalizacije dionica dogodila se 2019. godine te je iznosila 145,49 milijardi kuna, dok se minimalna vrijednost dogodila 2022. godine i iznosila je 135,73 milijarde kuna.

Tržišna kapitalizacija obveznica u ovom razdoblju nakon dvije godine rasta (2020. i 2021.) značajno je pala na 123,03 milijarde kuna u 2022. godini. Razlika u tržišnoj vrijednosti između obveznica i dionica na početku promatranog razdoblja iznosila je 31,96 milijardi kuna. 2020. godine razlika je iznosila približno 3,83 milijarde kuna. Iduće godine jaz će biti nešto veći i iznositi će 4,8 milijardi kuna. Prema rezultatima promatranog razdoblja 2022. ta se razlika značajno povećava i iznosi 12,73 milijarde kuna. Tržišna kapitalizacija obveznica dosegla je maksimalnu vrijednost u 2021.godine i iznosi 134,54 milijarde kuna, a minimalnu vrijednost u 2019. godini, gdje iznosi 113,52 milijarde kuna.

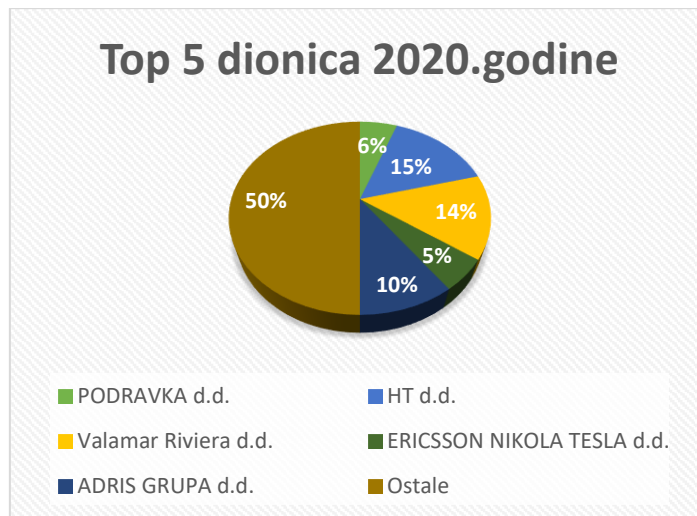
Tablica 6. Promet najznačajnijih dionica na tržištu

| Izdavatelj                 | 2020.       |        | 2021.       |        | 2022.       |        |
|----------------------------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
|                            | Promet      | Udio   | Promet      | Udio   | Promet      | Udio   |
| PODRAVKA d.d.              | 127.746.431 | 5,55%  | 215.679.688 | 12,40% | 177.975.808 | 10,39% |
| HT d.d.                    | 351.691.018 | 15,29% | 188.785.821 | 10,85% | 176.477.085 | 10,30% |
| Valamar Riviera d.d.       | 322.149.347 | 14,00% | 182.001.948 | 10,46% | 163.435.182 | 9,56%  |
| ATLANTSKA<br>PLOVIDBA d.d. | -           | -      | 173.787.693 | 9,99%  | 138.113.305 | 8,06%  |
| ADRIS GRUPA d.d.           | 227.526.696 | 9,89%  | 113.421.871 | 6,52%  | 87.744.983  | 5,12%  |

Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

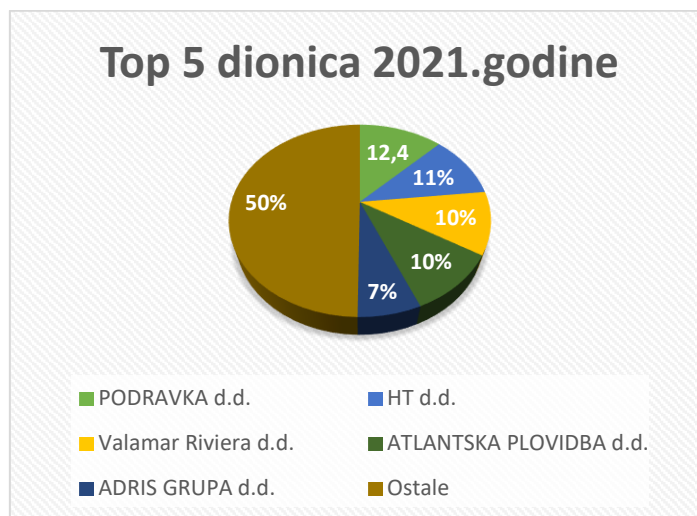


Grafikon 5. Dionice sa najvećim prometom 2020.godine



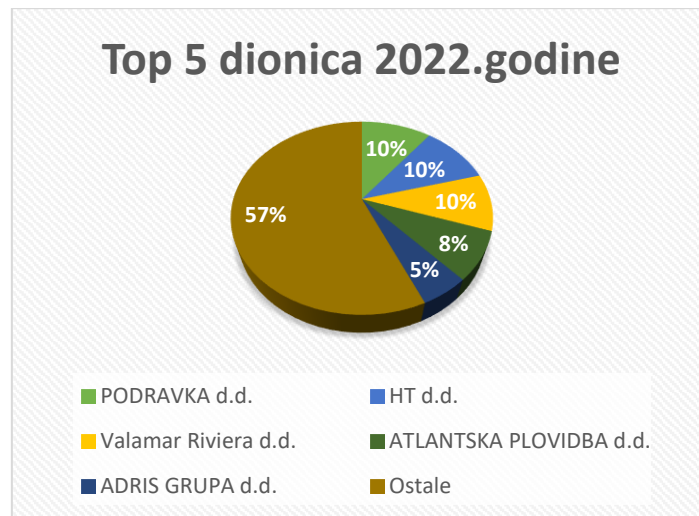
Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Grafikon 6. Dionice sa najvećim prometom 2021.godine



Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Grafikon 7. Dionice sa najvećim prometom 2022.godine



Izvor: samostalna obrada autora prema podacima sa ZSE, 2023

Promatrajući tablicu 6 te grafikone 5,6 i 7 dolazi se do zaključka kako je u promatranom periodu svake godine gotovo pola prometa koncentrirana u prvih 5 najlikvidnijih dionica. Između 2020. i 2022. promjena u prvih 5 je vidljiva po tome što nakon 2021.godine više nema Ericsson Nikola Tesla d.d. jer se u prvih 5 probila Atlantska plovidba d.d.

Promatrajući tablicu i grafikone vidi se kako je u 2020. najtrgovanija dionica bila Hrvatski telekom d.d. te je iznosila 15,29% ukupnog prometa dionicama. U naredne 2 godine tu vodeću poziciju preuzima Podravka d.d. s kojom se najviše trgovalo te je ona 2021.godine iznosila 12,4% ukupnog promet, a 2022. je pala na 10,39% ali je i dalje zadržala vodeću poziciju u prometu. Značajna promjena je u tome što se nakon 2020. i 2021.godine na tržištu dionica krenulo više trgovati sa ostalim dionicama koje nisu u najboljih 5 te je to i vidljivo u postotku. Prve dvije godine promatranog razdoblja promet ostalih dionica iznosio je 50% dok se 2022.godine taj postotak povećao na 57%.

### 5.3. Uloga banaka na financijska tržišta RH

Mikulić (2015: 33) navodi kako u Republici Hrvatskoj dominantan položaj u financijskom sustavu imaju poslovne banke, čiji rad regulira i nadzire središnja banka – Hrvatska narodna banka (HNB). Poslovne banke su najaktivnije financijske institucije, kako u području platnog prometa tako i na trima financijskim tržištima: novčanom, deviznom i kapitalnom. Na tržištu novca poslovne banke prikupljaju slobodna novčana sredstva i posuđuju ih fizičkim i pravnim osobama. Banke jedna drugoj posuđuju likvidnost na tzv. međubankarskom tržištu, a povremeno posuđuje gotov novac na tržištu novca i od drugih nebankovnih pravnih osoba. Banke to mogu učiniti izravno ili putem tržišta deviza i kratkoročnih vrijednosnih papira. (poznato kao Tržište novca Zagreb, TNZ). Na tržištu kapitala banke imaju dvojaku ulogu: izravno posuđuju kapital fizičkim i pravnim osobama koje nemaju izravan pristup tržištu kapitala te ulažu u instrumente tržišta kapitala koje izdaju pravne osobe koje imaju izravan pristup tom tržištu. Sve druge fizičke i pravne osobe također mogu ulagati u instrumente tržišta kapitala, preko ovlaštenih posrednika, koji tim instrumentima trguju putem Zagrebačke burze (ZB ili engleska skraćenica ZSE). Središnja depozitarna agencija (SDA) odgovorna je za urednu namiru transakcija kupnje i prodaje vrijednosnih papira na domaćem tržištu kapitala. Osim poslovnih banaka, bankarski sektor financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj čine i stambene štedionice te Hrvatske banka za obnovu i razvitak (HBOR). Stambene štedionice prikupljanjem štednje promiču nacionalnu štednju i stambenu zaštitu, a to postižu na način da prikupljaju štednju fizičke osobe s ciljem njihovog plasiranja nakon zakonom propisanog roka u obliku povoljnih stambenih kredita. HBOR djeluje kao razvojna i izvozna banka osnovana u svrhu kreditiranja obnove i razvoja hrvatskog gospodarstva. Udruge koje zastupaju Interese bankarskog sektora u javnosti i kod nadzorno regulatornih institucija su Hrvatska udruga banaka (HUB) i Udruženje banaka Hrvatske gospodarske komore (HGK).

## 6. Rasprava

Analiza tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj pruža najbolji uvid u trenutnu aktivnost i uvjete na Zagrebačkoj burzi. Glavni pokazatelj veličine tržišta je tržišna kapitalizacija vrijednosnih papira, koja je prema podacima iz 2022. godine 258,81 milijardu kuna. Burzovni indeks je tijekom promatranog razdoblja uglavnom ostao stabilan, bez značajnijih promjena vrijednosti.

U istom razdoblju, promet i broj transakcija vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi i dalje se smanjuju, što je djelomično rezultat smanjenja ukupnog broja vrijednosnih papira na burzi. Industrije s ograničenom dostupnošću investicijskog kapitala često se oslanjaju na prikupljanje novčanih sredstava putem emitiranja dionica i obveznica. Povećanje broja dostupnih obveznica i dionica na tržištu obično ukazuje na razvijenost financijskog sustava, međutim, uočeno je suprotno tijekom promatranog razdoblja. To implicira da se razvoj financijskog sustava zaustavio ili čak blago smanjio. Ova stagnacija može se pripisati, djelomično, negativnom utjecaju pandemije koja je trajala dvije godine na općenito tržište i njegov razvoj. U konačnici, može se zaključiti da je hrvatskom tržištu kapitala tijekom promatranog razdoblja nedostajala likvidnost.

Razvijenost obveznica i dionica na tržištu je ključna za osiguravanje inovativnih metoda financiranja i smanjenje ovisnosti o zaduživanju. Nedovoljna količina registriranih obveznica u Hrvatskoj ukazuje na nedovoljno razvijeno obvezničko tržište.

Analiza je pokazala da nedostatak vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala ima negativne posljedice na razvoj financijskog tržišta i cjelokupni financijski sustav.

## 7. Zaključak

Tržište kapitala zauzima važno mjesto na financijskom tržištu te financijski instrumenti s kojima se na istom tom tržištu posluje. Za hrvatsko se tržište kapitala može reći da je tek u razvoju u odnosu na tržišta kapitala razvijenijih zemalja. Nagli razvoj dioničarstva i burzovnih transakcija u Republici Hrvatskoj vidljiv je iz podatka da je u prvih pet godina nakon uvođenja elektroničkog sustava trgovanja, odnosno od 1995. do 2000. godine, tržišna vrijednost Zagrebačke burze porasla gotovo 10 puta. Već 25 godina Zagrebačka burza prednjači u razvoju regionalnog tržišta kapitala, omogućuje transparentnost, sigurnost, učinkovitost. Na razvijenijim tržištima kapitala veliki broj pojedinaca ulaže u vrijednosne papire na ovaj ili onaj način, a ti pojedinci to čine ulažući višak prihoda u vrijednosne papire. U Hrvatskoj pojedinci podižu velike kredite za kupnju dionica, obveznica i sl., što je pogrešan pristup. Ulaganje na burzi mora biti štednjom, a ne kreditima kada su u pitanju fizičke osobe. To se trenutno smatra najvećim problemom, a pronalaženje rješenja uvelike će pridonijeti razvoju hrvatskog tržišta kapitala i omogućiti mu da se natječe s najvećim tržištima u svijetu.

## Literatura

### Popis knjiga:

- Andrijašević S., Račić Žilbar T. (1997). Rječnik osiguranja, Zagreb
- Bago, A., & Pilipović, O. (2016). Skupno financiranje
- Cornett, M. M., Saunders, A. (2006): Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb
- Grubišić Šeba, M. (2013). Troškovi izdavatelja vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala
- Gašparović, A. (2001): Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, Zageb
- Hladika M., Matovina H., Perčević H. (2017) Računovodstvo financijskih instrumenata, Zagreb
- Klačmer Čalopa, M., & Cingula, M. (2012). Financijske institucije i tržište kapitala.
- Keynes, M.J. (1936): Opća teorija zaposlenosti, kamate i novca, Cekade, Zagreb
- Madura, J. (2015). Financial markets and institutions. Boston: Cengage Learning.
- Mikulić I. (2011.) Financijska tržišta u Republici Hrvatskoj
- Miloš Sprčić, D. (2013): Upravljanje rizicima: temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Sinergija, Zagreb
- Orsag, S. (2015) Poslovne financije. Zagreb: Avantis
- Penda, I. A. (2019) Devastacija hrvatskog tržišta kapitala – što dalje?, Financije i poduzetništvo, vol. 7, no. 1
- Pojatina, D. (2000): Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split
- Tomić, B. (2016) Financijski instrumenti i izvedenice ,Zagreb

### Internet izvori:

- <https://mfin.gov.hr/UserDocsImages/dokumenti/javni-dug/tz-pravila/Pravila%20i%20uvjeti%20aukcije%20trezorskih%20zapisa%20Ministarstva%20financija.pdf>
- [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018\\_07\\_65\\_1329.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_07_65_1329.html)
- [https://zse.hr/json/documents/ownership\\_structure/hr/XZAG-Vlasni%C4%8DkaStruktura-2023-07.pdf](https://zse.hr/json/documents/ownership_structure/hr/XZAG-Vlasni%C4%8DkaStruktura-2023-07.pdf)
- <https://zse.hr/hr/opci-podaci/703>
- <https://zse.hr/hr/trgovinski-sustav/100>
- <https://zse.hr/hr/radno-vrijeme/88>

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

<https://www.tportal.hr/biznis/clanak/narodne-obveznice-prednosti-i-mane-foto-20230216>

<https://www.savjeti.hr/osobne-financije/ulaganje-ili-stednja-sto-je-narodna-obveznica-kako-je-i-gdje-kupiti-te-sto-s-njome-raditi/426>

<https://vlada.gov.hr/vijesti/drzavne-obveznice-uvrstene-na-burzu-velik-odaziv-poruka-je-povjerenja-gradjana/37932>

<https://vlada.gov.hr/vijesti/od-sutra-gradjanima-dostupna-aplikacija-kretanje-cijena-a-od-22-veljace-upis-drzavnih-obveznica/37817>

Financial Industry Regulatory Authority, [www.finra.org](http://www.finra.org)

<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh>

### **Popis tablica**

Tablica 1. Primjeri domaćih i stranih obveznica koje je izdala Republika Hrvatska

Tablica 2. Kretanje burzovnih indeksa u periodu 2018.-2022.godine

Tablica 3. Uvrštenje vrijednosnih papira

Tablica 4. Promet na Zagrebačkoj burzi po vrsti vrijednosnog papira

Tablica 5. Tržišna kapitalizacija ZSE 2019.-2022.godine

Tablica 6. Promet najznačajnijih dionica na tržištu

### **Popis grafikona**

Grafikon 1. Promjena vrijednosti burzovnih indeksa (CROBEX, CROBEX10, CROBIS) 2018.-2022.GODINE

Grafikon 2. Uvrštenje vrijednosnih papira

Grafikon 3. Promet na Zagrebačkoj burzi po vrsti vrijednosnog papira

Grafikon 4. Tržišna kapitalizacija ZSE 2019.-2022.godine

Grafikon 5. Dionice sa najvećim prometom 2020.godine

Grafikon 6. Dionice sa najvećim prometom 2021.godine

Grafikon 7. Dionice sa najvećim prometom 2022.godine

## **Popis slika**

Slika 1. Obveznica

Slika 2. Dionica

Slika 3. SKDD vrijednosni papiri 2022.godine

Slika 4. ZSE izvještaj za 2022.godinu

Slika 5. Organizacijska struktura ZSE-a