

# TRŽIŠTE KAPITALA U FUNKCIJI FINANCIRANJA PODUZEĆA

---

Malenica, Ana

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

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

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:958081>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-04-19**

*Repository / Repozitorij:*

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



UNIVERSITY OF SPLIT



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

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

**ZAVRŠNI RAD**

**TRŽIŠTE KAPITALA U FUNKCIJI FINANCIRANJA  
PODUZEĆA**

**Mentor:**

**doc.dr.sc. Sandra Pepur**

**Studentica:**

**Ana Malenica**

**Split, rujan 2016.**

## **SADRŽAJ:**

|                                                                                           |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. UVOD .....</b>                                                                      | <b>3</b>  |
| 1.1. Definicija problema.....                                                             | 3         |
| 1.2. Cilj rada.....                                                                       | 3         |
| 1.3. Metode rada.....                                                                     | 4         |
| 1.4. Struktura rada.....                                                                  | 4         |
| <b>2. IZVORI FINANCIRANJA PODUZEĆA .....</b>                                              | <b>5</b>  |
| 2.1. Vrste izvora financiranja .....                                                      | 5         |
| 2.1.1. Financiranje dugom .....                                                           | 6         |
| 2.1.2. Financiranje vrijednosnicama putem tržišta kapitala .....                          | 8         |
| 2.1.2.1. Obveznice.....                                                                   | 9         |
| 2.1.2.2. Dionice.....                                                                     | 10        |
| 2.2. Prednosti i nedostaci financiranja prema vrsti vrijednosnica.....                    | 11        |
| <b>3. POJAM, ZNAČAJNOST I PODJELA TRŽIŠTA KAPITALA .....</b>                              | <b>16</b> |
| 3.1. Pojam i značaj tržišta kapitala .....                                                | 16        |
| 3.2. Podjela tržišta kapitala.....                                                        | 16        |
| 3.3. Burza.....                                                                           | 18        |
| 3.3.1. Najpoznatije svjetske burze .....                                                  | 19        |
| 3.3.2. Sudionici na burzi.....                                                            | 20        |
| <b>4. TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ – ZAGREBAČKA BURZA (ZSE).....</b>            | <b>21</b> |
| 4.1. Povijest Zagrebačke burze.....                                                       | 21        |
| 4.2. Organizacija ZSE.....                                                                | 21        |
| 4.3. Indeksi Zagrebačke burze.....                                                        | 24        |
| 4.4. Analiza trgovanja na ZSE.....                                                        | 25        |
| 4.5. Struktura izvora financiranja odabranih hrvatskih poduzeća koja kotiraju na ZSE..... | 30        |
| <b>5. ZAKLJUČAK .....</b>                                                                 | <b>37</b> |
| <b>LITERATURA .....</b>                                                                   | <b>38</b> |
| <b>PRILOZI.....</b>                                                                       | <b>39</b> |

|                     |           |
|---------------------|-----------|
| <b>SAŽETAK.....</b> | <b>41</b> |
| <b>SUMMARY.....</b> | <b>41</b> |

# 1. UVOD

## 1.1. Definiranje problema

Financije predstavljaju sferu života i poslovanja svakog pojedinca i gospodarskog subjekta. To je skup aktivnosti te donošenje odluka vezanih za novčane tokove tj. priljeve i odljeve definirajući koje obveze pokriti te u koje izvore uložiti<sup>1</sup>. Financijske odluke determiniraju uspješnost upravljanja financijskim sredstvima poduzeća. Ovisno o tome da li je poduzeće u suficitu ili deficitu financijskih sredstava ono se zadužuje ili štedi/investira.

Poduzeća koja su u suficitu mogu suficit novčanih priljeva usmjeriti na štednju u banku i tako osigurati zaradu po kamatama ili pak mogu investirati sredstva kroz tržište kapitala i ostvariti zaradu od ulaganja u vidu dividende ili razlike u cijeni. Takvo upravljanje sredstvima osigurava zaštitu novca od vremenske amortizacije te omogućuje da se novčana sredstva ne vežu pasivno bez da poduzeću nose izvor novih sredstava. Akumulacija sredstava omogućuje planiranje investicija u poslovanje te realizaciju novih projekata.

Poduzeća koja su u deficitu novčanih sredstava će, za razliku od onih u suficitu, posegnuti za dugom tj. zaduživanjem u banaka podizanjem kredita da financiraju svoje investicije i projekte. To si mogu priuštiti samo likvidna poduzeća s dobrim rejtingom kod banaka. Poduzeća osim klasičnog financiranja dugom mogu pribaviti sredstva na tržištu kapitala emisijom obveznica kao dužničkih instrumenata te dionica kao vlasničkih vrijednosnica. Koje vrijednosnice će poduzeće izabrati ovisi o ciljevima, trenutnom položaju te perspektivi poslovanja. Investitori imaju očekivanja od poduzeća stoga taj izbor nije jednostavan i nije izolirana odluka poduzeća jer se u obzir mora uzeti reakcija tržišta.

Poduzeća koja kotiraju na tržištu kapitala ili koja izlaze na tržište trebaju zadovoljiti određene uvjete. Koji su načini i prednosti financiranja putem tržišta kapitala problematika je kojom se bavi ovaj rad.

## 1.2. Cilj rada

Cilj rada je prikazati i pojasniti izvore i načine financiranja poduzeća te posebno objasniti tržište kapitala u pribavljanju financijskih sredstava. Naglasak u ovom radu biti će na dugoročno financiranje na tržištu kapitala - Zagrebačka burza.

---

<sup>1</sup> Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 4.

## **1.2. Metode rada**

U okviru istraživanja koristit će se niz metoda: metode analize, sinteze, deskripcije te usporedbe. Metodom deskripcije se opisuju različiti pojmovi, metodom analize složenije cjeline se raščlanjuju na jednostavnije, pomoću metode sinteze se jednostavnije misaone cjeline povezuju u složenije, metodom usporedbe uspoređuju se promatrane varijable u vremenskom nizu da bi se s jedne strane utvrdili trendovi, a s druge udjeli pojedine varijable kao dijela ukupne analizirane cjeline po različitim kriterijima<sup>2</sup>.

## **1.4. Struktura rada**

Najprije će se u prvom dijelu definirati izvori financiranja poduzeća kako bi se razumjela problematika, a potom će se staviti naglasak na tržište kapitala kao izvor financiranja definirajući njegov ustroj i način djelovanja te mogućnosti koje pruža poduzećima. Nakon toga će se prezentirati hrvatsko tržište kapitala, Zagrebačka burza. Rad završava zaključkom koji daje osvrt na analiziranu problematiku te iznesene podatke prikupljene istraživanjem.

---

<sup>2</sup> Matijević, H., Analiza investicijskog projekta velikog prehrambenog poduzeća, Sveučilište u Zagrebu, 2015., str.9.

## **2. IZVORI FINANCIRANJA PODUZEĆA**

### **2.1. Vrste izvora financiranja**

Kako je istaknuto u uvodnom dijelu, odluke o financiranju povezuju niz segmenata poslovanja od strateškog planiranja do taktičkih zadataka jer upravljanje sredstvima te donošenje odluka o financiranju utječe na sve poslovne aktivnosti bez obzira na kojoj razini one bile. Odluke o financiranju uključuju odluke o tome koliko sredstava treba poduzeće za određeno razdoblje te ostvarenje postavljenih ciljeva i realizaciju projekata, odluku o izvorima sredstava, ročnosti sredstava koja će se pribaviti te odluke o strukturi duga i vlastitih sredstava u izvorima financiranja<sup>3</sup>.

Odluke o financiranju je moguće iščitati iz bilance poduzeća uvidom u strukturu obveza i kapitala. Usmjeravanje izvora kapitala vidljivo je u aktivni bilance. Povećanje dugotrajne imovine koja će u budućnosti generirati prihode. To ukazuje na međusobni utjecaj investicijskih i odluka o financiranju.

Za kvalitetno donošenje tih odluka važno je da menadžment poduzeća poznaje obje sfere, ulaganje tj. investiranje te pribavljanje sredstava i upravljanje dugom. Za procjenu je važno izabrati ona ulaganja čiji prinosi odgovaraju ciljevima poduzeća, ali i sklonosti riziku.

Izvori financiranja jesu izvori iz kojih poduzeće pribavlja sredstva. Izvori financiranja poduzeća se mogu podijeliti prema mnogo kriterija, a neki od glavnih su ročnost i vlasništvo. Prema vlasništvu izvori financiranja se dijele na vlastite i tuđe izvore. Prema ročnosti na dugoročne i kratkoročne<sup>4</sup>.

Upravo omjer vlastitih i tuđih sredstava u bilanci ukazuje na stanje u poduzeću i na moguće probleme s likvidnošću i solventnošću. Struktura izvora prema ročnosti ukazuje na usklađenost ročnosti imovine koja osigurava priljeve za financiranje izvora te dospijeće tuđih izvora po ročnosti. Ti pokazatelji ukazuju na zaduženost poduzeća te njegovu snagu servisiranja dugova. Na temelju stanja tih pokazatelja donose se odluke o budućim izvorima te ulaganjima.

---

<sup>3</sup> Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 7.

<sup>4</sup> Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2006., str. 123

Vlastite izvore čine sredstva poduzeća koja se u bilanci prikazuju kao stavka kapitala i rezervi a obuhvaćaju: dionički kapital, rezerve, zadržanu dobit, dobit tekućeg razdoblja i sl. Ova sredstva omogućuju samofinanciranje poduzeća. Tuđe izvore čine dugoročne i kratkoročne obveze i to: obveze po kreditima banaka i obveze prema dobavljačima kao one s najvećim udjelom u strukturi.

Svaki od ovih izvora ima svoje prednosti i nedostatke. Glavna prednost vlastitih sredstava jest ta što uz sebe ne vežu trošak kamata. Ipak, ako se poduzeća financiraju vlastitim sredstvima temeljem dokapitalizacije tada je moguć (ovisno o odlukama poduzeća) trošak dividendi. Kao glavni nedostatak financiranja jest crpljenje gotovinskih tijekova poduzeća što smanjuje likvidnost.

Tuđi izvori financiranja uz sebe vežu trošak pribavljanja i posudbe sredstava u vidu kamata. U slučaju zaduživanja kod banaka poduzeće smanjuje opterećenje novčanih tijekova jer se kredit amortizira periodično ali uz sebe veže i trošak kamata. Kod financiranja dužničkim vrijednosnicama, obveznicama, poduzeće ima obvezu isplate kupona investitorima i nominale po dospijeću obveznica. Ipak, prednost ovih izvora jest smanjenje opterećenja novčanih tijekova i mogućnost planiranja priljeva i odljeva te nema razrjeđivanja zarada, što je slučaj kod financiranja dokapitalizacijom tj. dodatnom emisijom dionica<sup>5</sup>.

Više o odlikama svakog od izvora te usporedba izvora financiranja biti će dana u nastavku.

### **2.1.1. Financiranje dugom**

Financiranje dugom podrazumijeva posudbu novca od banke podizanjem kredita ili prikupljanje sredstava dužničkim vrijednosnicama, obveznicama. Na obje vrste izvora plaća se određena vrsta kamate na posuđena sredstva tj. na investirana sredstva u vrijednosnice poduzeća.

Nadalje ove vrste izvora se dijele prema različitim kriterijima. Krediti se dijele prema vjerovniku, ročnosti, osiguranju, namjeni, vrsti kamate i sl.<sup>6</sup>

Prema vjerovniku se krediti dijele na kredite dobavljača i kredite banaka. Krediti dobavljača jesu krediti koje poduzeća dobivaju prilikom kupnje robe. Dobavljači na poslovnu suradnju i

---

<sup>5</sup> Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 8.

<sup>6</sup> Ibidem, str. 8.

količinu odobravaju odgodu plaćanja te daju rabate. Krediti dobavljača spadaju u kratkoročno kreditiranje poduzeća i namijenjeni su financiranju obrtnih sredstava. Krediti dobavljača su dostupni poduzećima ovisno o odnosima s dobavljačem robe, veličini narudžbe, poziciji na polici trgovca i sl.

Kreditni banaka su krediti koje odobravaju banke za financiranje projekata i investicija poduzeća. Krediti se dobivaju na temelju poslovanja poduzeća, kreditnog rejtinga, namjene i svrhe kredita i sl. Kreditni banaka mogu biti dugoročni i kratkoročni. Kreditni banaka jesu posredni krediti jer se banka javlja kao posrednik koji alocira štednju suficitarnih subjekata ka onima koji su u deficitu financijskih sredstava<sup>7</sup>.

Kreditni banaka osim po ročnosti se dijele prema namjeni, kamatnoj stopi i načinu otplate. Krediti po ročnosti jesu: kratkoročni (otplata do godine dana), srednjoročni (otplata do pet godina) i dugoročni (otplata dulja od pet godina). Krediti prema kamatnoj stopi jesu krediti s fiksnom i promjenjivom stopom. Krediti prema načinu otplate su: krediti koji se otplaćuju jednakim otplatnim kvotama i krediti koji se otplaćuju jednakim anuitetima. Krediti se dijele i prema instrumentu osiguranja na osigurane i neosigurane. Neosigurane kredite mogu ostvariti klijenti banaka s visokim rejtingom i dugogodišnjom suradnjom s bankom<sup>8</sup>.

Vrsta osiguranih kredita jesu hipotekarni krediti koji se odobravaju na temelju zaloga nekretnine ili opreme. Kredit se odobrava u iznosu do maksimalno 70% vrijednosti zaloga. U slučaju nemogućnosti otplate kredita banka se naplaćuje prodajom založene imovine.

Krediti po tekućem računu su vrlo čest način financiranja poduzeća kod banaka. Banka odobrava sredstva poduzeću po računu do ugovorenog iznosa i unutar ugovorenog roka.

Vrlo čest oblik kreditiranja jesu revolving krediti koji predstavljaju kreditnu liniju. Ona je aktivna na nekoliko mjeseci pa sve do nekoliko godina. Spada u srednjoročne kredite. Banka može odobriti i maksimalni iznos po ovom kreditu, ali za to naplaćuje proviziju za neiskorišteni iznos kredita.

Transakcijski zajam banka odobrava komitentu za obavljanje nekog posla. Po završetku i naplati zajmoprimac otplaćuje ovaj kredit.

---

<sup>7</sup> Ibidem, str. 10.

<sup>8</sup> Pojatina, D., Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000., str. 56.

Banka može poduzeću odobriti kredit na temelju zaloga vrijednosnica iz portfelja poduzeća. Banka odobrava kredit kao postotak manji od založenih vrijednosnica. Ovakvo kreditiranje se koristi kao privremeno rješenje dok se ne ugovori neki bolji način.

Osim nekretnina i pokretnina te vrijednosnica poduzeća mogu založiti i potraživanja. Provode ih banke i specijalizirane agencije. Zajmodavac odobrava kredit tj. daje sredstva zajmotražiocu na temelju predanih potraživanja nad kojima stječe vlasništvo radi naplate potraživanja. Zajmodavac zaračunava u prosjeku 5% veće kamate te proviziju od 2% vrijednosti potraživanja. Stoga taj izvor financiranja predstavlja skuplji izvor od klasičnih kredita.

Kao alternativa zaloga potraživanja poduzeća se mogu financirati prodajom potraživanja tj. faktoringom. To je kredit banke koji banka poduzeću odobrava na temelju potraživanja. Kredit se odobrava u postotku od potraživanja koje se ustupa banci. Osim banaka time se bave i faktoring kuće. Kamatu za kredit predstavlja otkup potraživanja uz diskont a kredit amortizira vjerovnik poduzeća koji potraživanje otplaćuje banci ili faktoring kući. Glavni nedostatak ovom načinu financiranja jesu viši troškovi od klasičnog kredita i gubitak kontakata s kupcima. Faktoring nerijetko signalizira pogoršanje financijske situacije poduzeća jer se njime prepušta upravljanje potraživanjima trećoj strani.

Postoje i ostale podjele kredita prema namjeni poput investicijskih, potrošačkih, nenamjenskih i sl. Bez obzira na ostale podvrste kredita važno je istaći da je financiranje dugom oblik financiranja koji nameće trošak kamata s jedne strane ali i rasterećuje novčane tijekove s druge strane. Ovisno o samoj vrsti kredita postoje još neki nedostaci i prednosti, ali ipak, u usporedbi s financiranjem vrijednosnicama krediti ne zahtijevaju visok stupanj transparentosti poslovanja prema javnosti već samo prema banci.

### **2.1.2. Financiranje vrijednosnicama putem tržišta kapitala**

Financiranje vrijednosnicama podrazumijeva izbor vrijednosnica te njihovu emisiju uvrštenjem na tržište kapitala. Tržište kapitala je mjesto gdje se trguje vrijednosnicama. Danas je ono virtualno i dostupno investitorima bez obzira na njihovu lokaciju. Na tržištu kapitala se trguje različitim vrijednosnicama. Poduzeća se najčešće financiraju dionicama ili obveznicama. Dionice su vlasnički vrijednosni papiri, dok su obveznice dužnički. Obje vrste

vrijednosnica su dematerijalizirane te više nisu pisane isprave već elektroničko pravo i ulaganje koje investitorima nosi određena prava.

#### **2.1.2.1. Obveznice**

Kada se poduzeće odluči za financiranje obveznicama ono se financira dugom te izdaje korporativne obveznice. Emisijom obveznica poduzeće je investitorima obvezno isplaćivati kupone te nominalnu vrijednost obveznice po dospijeću. Kuponi se najčešće isplaćuju polugodišnje ili godišnje. U slučaju teškoća i uslijed likvidacije imatelji obveznica imaju prednost u naplati iz likvidacijske mase. Korporativne obveznice, ovisno o svojim odlikama, se dijele prema dospijeću, vrsti kupona i sl.

Emitiranjem obveznice emitent se obvezuje da će vlasniku obveznice isplatiti, dinamikom naznačenom u obveznici, iznose novčanih sredstava naznačenih na obveznici<sup>9</sup>.

Za obveznice se može reći da su one zamjena za kredite banaka jer omogućuju prikupljanje veće količine sredstava uz manju kamatu u odnosu na kredite banaka. Stoga su one ispred kredita banaka u slučaju naglaska na trošak po kamatama. Ako se poduzeće odluči emitirati obveznice ono tada ovisno o visini sredstava koje treba prikupiti definira količinu obveznica koje treba izdati. Ovisno o kamatama na kredite i tržišnoj kamatnoj stopi definira i iznos kupona.

Za plasman emisije poduzeće objavljuje prospekt te uvrštava obveznice na tržište kapitala. Prospekt, kao službeni dokument, sadrži podatke o nominalnoj vrijednosti, valuti izdanja, iznosu emisije, vrsti obveznice, dinamici isplate kupona, mogućnosti zamjene tj. konverzije za dionice emitenta te popis prava i obveza izdavatelja i investitora.

Obveznice poduzeće emitira te se one dalje preprodaju na sekundarnom tržištu po cijeni koju determinira kretanje kamata te ponuda i potražnja. Ulagači su spremni investirati u obveznice jer one nose najmanji rizik. Za razliku od korporativnih, obveznice koje izdaje država (državne) su još sigurnije jer država jamči za isplatu. Također, obveznice, za razliku od dionica, ne daju pravo vlasniku obveznica na sudjelovanje u odlučivanju i udio u dobiti, ali daju pravo na povrat uložene glavnice uvećane za ugovorenu kamatu na obveznice u

---

<sup>9</sup>Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRI F, Zagreb, 2006., str. 125.

dogovorenom roku. Emisija obveznica ne vodi razrjeđivanju zarada jer vlasništvo nad poduzećem se ne mijenja u slučaju emisije običnih obveznica.

Dodatno emitent može privući ulagače izdavanjem obveznica s pravom konverzije. Pravo konverzije zahtjeva izdavanje konvertibilnih obveznica koje imatelju omogućuju zamjenu obveznica za dionice poduzeća, najčešće obične dionice. Dakle, preduvjet emisije konvertibilnih obveznica je da poduzeće kotira na burzi tj. da je dioničko društvo. Konvertibilne obveznice zbog toga nose manju kamatu. Izdavanje konvertibilnih obveznica utječe na vlasničku strukturu i vodi mogućnosti razrjeđivanja zarada po dionici.

#### **2.1.2.2. Dionice**

Za razliku od obveznica, dionice su vlasnički vrijednosni papiri u koje investitori ulažu da bi zaradili na cijeni te da bi ostvarili prinos od dividendi koje se isplaćuju za dionice<sup>10</sup>. Izdavatelj dionica nije obavezan isplaćivati kamate investorima niti dividendu, iako se ona najčešće isplaćuje. Ulagatelji u dionice nastoje zaraditi na temelju razlike u cijeni.

Obične dionice investorima donose pravo glasa i time sudjelovanje u odlukama o poslovanju poduzeća. Dionice se s obzirom na prava koja nose mogu podijeliti na obične i prioritetne tj. povlaštene. Povlaštene dionice nemaju pravo glasa ali nose u pravilu veću dividendu te imaju prednost na isplatu u likvidacijskoj masi.

Emisija dionica oblik je dugoročnog financiranja poduzeća vlastitim sredstvima jer dionice nenameću obvezu isplate emitentu za uložena sredstva investorima. Emisija se provodi na primarnom tržištu, a određena je u Zakonom o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima te je pod državnom kontrolom<sup>11</sup>.

Emisija dionica se provodi u tri faze: pripremne radnje, raspis dionica, plasman dionica investorima. Emisiji prethodi izrada elaborata, savjetovanje, procjene i dr., što za sve veže dodatne troškove. Prije objave emisije poduzeće najprije prijavljuje vrijednosnice Komisiji za vrijednosne papire Republike Hrvatske. Emitirane dionice se vode kod Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d.d.

---

<sup>10</sup> Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 88.

<sup>11</sup> Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/95, dostupno na: <http://narodne-novine.nn.hr/default.aspx>, čl. 1., [12.08.2016.]

Emitent je obavezan kupcu dionica isplatiti određenu dividendu i pružiti mu temeljna prava koja mu kupnjom dionica pripadaju. Kupac dionica postaje dioničar te ostvaruje određena prava (ako ih ne kupuje samo za kupoprodaju)<sup>12</sup>:

- pravo glasa čime stječe pravo za sudjelovanje na skupštini dioničara sukladno udjelu vlasništva dionica u ukupnom kapitalu,
- pravo na dividendu,
- pravo na dio likvidacijske odnosno stečajne mase u skladu s udjelom.

Komisiji za vrijednosne papire se podnosi zahtjev za odobrenje prospekta vrijednosnih papira te je emitent dužan uz zahtjev priložiti i prospekt i tekst odluke nadležnog tijela izdavatelja o izdavanju vrijednosnih papira.

Prospekt je javni poziv na upis i/ili kupnju dionica koji sadrži sve podatke da kupac dionica može stvoriti realnu sliku o imovini, obvezama, kapitalu, dobiti i dr. Zakonom propisan obavezan sadržaj prospekta treba sadržavati<sup>13</sup>:

- Podatke o dionicama, upisu i uplati dionica,
- Podatke o izdavatelju dionica,
- Podatke o predmetu poslovanja izdavatelja,
- Podatke o imovini, kapitalu, obvezama, financijskom položaju poduzeća i financijske pokazatelje za zadnje 3 godine,
- Podatke o odgovornim osobama.

## **2.2. Prednosti i nedostaci financiranja prema vrsti vrijednosnica**

Svako financiranje ima svoje prednosti i nedostatke. Glavni nedostatak financiranja iz vlastitih sredstava jest crpljenje gotovinskih tijekova. Financiranje kreditom kao glavnim predstavnikom dužničkog financiranja jesu troškovi kamata. I financiranje vrijednosnicama nosi određene nedostatke, ali i prednosti.

Obveznice imaju najviše prednosti jer su izvor financiranja s najmanjim rizicima. Emisija obveznica je olakšana jer je sami plasman obveznica lakši kao plasman vrijednosnica koji

---

<sup>12</sup> Ibidem, str. 90.

<sup>13</sup> Ibidem, čl. 16, [12.08.2016.]

garantira isplatu kamata i nominale po dospijeću. Osim nižeg troška i jednostavnijeg plasmana obveznice, za razliku od dionica, imaju niže troškove izdavanja.

Pri izdavanju obveznica, banke se javljaju kao aranžeri. One mogu biti i u ulozi pokrovitelja izdanja obveznica, kada otkupljuju čitavu emisiju te snosi čitavi rizik preprodaje obveznica. Prije preuzimanja uloge pokrovitelja banka provjerava kreditni rizik poduzeća i po potrebi dodatno uzima u zalog određenu imovinu. U ulozi pokrovitelja može biti jedna ili više poslovnih banaka. Poduzeće izdavatelj se ne brine o plasmanu već odmah od banke preuzima čitavi iznos emisije. Potonje je također prednost obveznica kao izvora financiranja.

Kao glavni nedostaci obveznica ističu se visoka osjetljivost cijene na promjene kamata te općenito utvrđivanje cijene na tržištu, dugi rok dospijeća, potreba za većom transparentnošću prema javnosti te troškovi realizacije.

Zaključno se kao prednosti obveznica mogu istaći<sup>14</sup>:

- mogućnost prikupljanja većih iznosa,
- širenje nebankovne investicijske baze te time veći kapacitet pribave novih sredstava,
- marketinški efekti transparentnosti poslovanja na tržištu i eksponiranosti izdavatelja,
- mogućnost upravljanja i trgovanja vlastitim dugom,
- manje kamatne stope na dugoročna kreditna sredstva,
- smanjena je izloženost prema jednoj poslovnoj banci,
- likvidnost na sekundarnom tržištu kapitala,
- mogućnost korištenja opcija uz obveznice što ih čini atraktivnijima za ulagače.

Kao nedostaci se ističu<sup>15</sup>:

- utvrđivanje cijena na tržištu,
- dulji vremenski period do realizacije,
- transparentnost poslovanja prema javnosti,
- administrativni troškovi izdavanja.

Financiranje dionicama si mogu priuštiti poduzeća koja su uređena kao dionička društva. Ona

---

<sup>14</sup> Zagrebačka banka i PBIRO: Instrumenti financiranja lokalnih javnih projekata (savjetovanje – konferencija) PBIRO, Rijeka, 2007.

<sup>15</sup> Ibidem

mogu po potrebi provoditi dodatne emisije tj. prikupljati potrebna sredstva dokapitalizacijom. Dokapitalizacija omogućuje prikupljanje veće količine sredstava nego bi se moglo dobiti putem klasičnog kredita ili od pojedinačnih investitora. Poduzeća ovaj oblik financiranja koriste za velike projekte. Dokapitalizacijom se ne gubi mobilnost kapitala kao u slučaju zaduživanja već je na menadžmentu da upravlja strukturom kapitala prema potrebama poduzeća. Osim toga, izlazak na tržište kapitala kroz emisiju dionica otvara poduzećima i nove prilike za suradnje, širenje putem preuzimanja te razvoj strateških partnerstva<sup>16</sup>.

Glavna prednost dionica kao vrijednosnih papira za ulagače, što ih i čini privlačnima jest upravo likvidnost na sekundarnom tržištu kapitala. Investitori u dionice ulažu zbog zarade na dividendi i razlike u cijeni.

Mnogo je nedostataka koje nosi financiranje dionicama kroz pristup tržištu kapitala. Kao glavni nedostatak ističe se povećanje transparentnosti prema javnosti. Izdavatelj mora udovoljiti mnoštvu pravila transparentnosti i informiranja kako bi se osigurala maksimalna informiranost svim ulagačima. Usprkos zahtjevima koji se stavljaju pred emitente dolazi do nedostatka informiranosti. Ipak, tu se javljaju posrednici na tržištu kapitala kako bi smanjili asimetričnost informacija<sup>17</sup> između izdavatelja i ulagača<sup>18</sup>.

Kao drugi najveći nedostatak financiranja dionicama ističe se razrjeđivanje zarada po dionici uslijed dodatne emisije dionica. To se može izbjeći samo ako se osigura pravo prvokupa postojećim dioničarima. Ipak, zbog potrebe za većim iznosima najčešće dolazi do prodaje dionica novim ulagačima te se razrjeđuju zarade, ali i pravo glasa stječu novi ulagači što postojećim dioničarima nije u interesu. Uz sve to na menadžerima je stalni pritisak povećanja bogatstva dioničara s jedne strane i ciljeva poslovanja s druge što očekuju zaposlenici. To nerijetko vodi tzv. agencijskom problemu koji se javlja uslijed sukoba menadžera i podređenih tj. uslijed jačanja jaza zadovoljenja tih dvaju skupina ciljeva.

Nadalje, nedostatak financiranja dionicama je i taj što je vlasnički kapital pod konstantnim utjecajem oscilacija i turbulencija na tržištu kapitala pa su vlasnici poduzeća izloženi riziku gubitka kontrole nad poslovanjem.

---

<sup>16</sup> Mishkin, F., Eakins, S., Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb, 2006., str. 370

<sup>17</sup> Razlika u informacijama između menadžmenta tvrtke i investitora. Izvor:  
<http://www.agrambrokeri.hr/default.aspx?id=24097> [12.09.2016.]

<sup>18</sup> Ibidem, str. 376.

Nedostatak financiranja dionicama jesu mnogi troškovi koji prethode poput: troškova tehničkih, ekonomskih i pravnih usluga te izrade elaborata i usluga, troškovi revizije poslovnih knjiga, troškovi prijave nadležnom organu za kontrolu poslovanja s vrijednosnim papirima, troškovi kotacije, troškovi promocije i propagande emisije, troškovi preuzimanja rizika emisije, tj. tzv. underwriting koju vrše specijalizirani posrednici na tržištu kapitala - investicijski bankari<sup>19</sup>. Glavni trošak je ipak trošak pribave kapitala investitora tj. povrat koji traže investitori.

Važno je istaći da financiranje emisijom dionica ima određene efekte na tržište tj. potencijalne ulagače koji imaju određena očekivanja i stavove na akciju poduzeća. Na tržištu kapitala upravo su reakcije investitora i očekivanja jedna od determinanti cijene dionice što definira visinu kapaciteta za prikupljanje potrebnih sredstava putem emisije dionica. Ako tržište ocjeni da je financiranje dionicama često te da se želi financirati veći iznos tada takav potez poduzeća može ocijeniti kao težnju prikupljanja velikih iznosa zbog precijenjenosti dionica. Razlog takvog razmišljanja je jer su investitori svjesni da je poduzećima u razdobljima prosperiteta isplativije financiranje običnim obveznicama. Stoga prilikom emisije dionica treba biti oprezan te razviti jasnu strategiju koja će se prezentirati ulagačima kako ne bi došlo do pogrešnih tumačenja ukoliko je poduzeće zaista perspektivno, a ne precijenjeno<sup>20</sup>.

Financiranje emisijom dionica ima mnogo prednosti s jedne strane, ali i nedostataka s druge koji mogu nadići pozitivne efekte što financiranje dionicama čini alternativnim izvorom financiranja.

Konačno se kao prednosti financiranja dionicama mogu istaći<sup>21</sup>:

- nema duga tj. obveze prema ulagačima,
- manji administrativni troškovi izdavanja,
- mogućnost prikupljanja velikih iznosa,
- mogućnost financiranja na dulji rok uz povoljnije uvjete,
- dodatna transparentnost nije potrebna (poduzeća već kotiraju na burzi),

---

<sup>19</sup> Ibidem, str. 383.

<sup>20</sup> Ibidem, str. 384.

<sup>21</sup> Zagrebačka banka i PBIRO: Instrumenti financiranja lokalnih javnih projekata (savjetovanje – konferencija) PBIRO, Rijeka, 2007.

- mogućnost izdavanja više vrsta dionica uz različite pogodnosti.

Kao nedostaci se mogu istaći<sup>22</sup>:

- razrjeđivanje zarada,
- promjena strukture vlasništva,
- rizik podcijenjenosti,
- rizik smanjenja tržišne aktivnosti i stabilnosti dionica.

Ako se usporede dva glava izvora financiranja putem tržišta kapitala, dionice i obveznice, kao prednost dionica ističe se to što ne nameću emitentu obvezu prema investitorima i traže nešto nižu razinu transparentnosti prema javnosti za razliku od obveznica. Poduzeća koja se odluče na emisiju dionica imaju veći izbor uređenja aranžmana koji će privući ulagače jer dionice nude više prava pa time i opcija kod izdavanja. Glavni nedostatak emisije dionica jest razrjeđivanje zarada i gubitak vlasništva uslijed dodatnih emisija kao i rizik podcijenjenosti dionica na tržištu kapitala.

Kod izbora vrste vrijednosnica, kojom se poduzeće odluči financirati, bitno je znati da na izbor utječe i položaj poduzeća, jer svaka aktivnost o tome utječe na očekivanja i procjene investitora na tržištu kapitala. Ako je poduzeće u razdoblju uzleta najbolje je da se ono financira klasičnim obveznicama, a potom konvertibilnim obveznicama te na kraju običnim dionicama. To je stoga jer emisija obveznica ne vodi razrjeđivanju zarada što je dioničarima bitno u razdoblju prosperiteta poduzeća. Konvertibilne obveznice ukoliko do konverzije istih dođe vode smanjenju zarada po dionici te na posljeticu emisija dionica bi u startu dovela do smanjenja zarada po dionici. Dodatno konvertibilne obveznice mogu voditi skupoj konverziji kada je poduzeće u usponu. Razrjeđivanje zarada po dionici i promjena strukture vlasništva u slučaju dodatne emisije dionica ili emisije konvertibilnih obveznica vodi i jačanju tzv. agencijskog problema koji se manifestira kao jaz interesa menadžera i dioničara.

Kako je organizirano tržište kapitala u Republici Hrvatskoj bit će prikazano u nastavku.

---

<sup>22</sup> Ibidem

### **3. POJAM, ZNAČAJNOST I PODJELA TRŽIŠTA KAPITALA**

#### **3.1. Pojam i značaj tržišta kapitala**

Najjednostavnije rečeno tržište kapitala je organizirano tržište na kojem se članovi tog tržišta, koji predstavljaju investitore, sastaju radi kupnje i prodaje vrijednosnih papira. U praksi je svakako to mnogo kompleksnije te je isprepletenost tržišta kapitala i novčanog tržišta tolika da je teško jednoznačno iz definicije jednog te pojašnjenja značaja svakog od njih izdvojiti ulogu drugog<sup>23</sup>.

Bez obzira na to može se istaći da su tržišta novca i tržište kapitala povezani jer na njih utječu kamatne stope, međutim tržište kapitala omogućuje trgovanje vrijednosnicama u cilju pribave novčanih sredstava. Tržište kapitala je ključno za pribavljanje novčanih sredstava potrebnih za poslovanje i ekspanziju dioničkih društava, ali i drugih organizacijskih oblika poduzeća jer predstavlja tržište za najveći dio dugoročnih potreba. To je stoga jer je tržište kapitala određeno kao tržište dugoročnih vrijednosnih papira u užem smislu, ali u širem ako tržište koje obuhvaća i dogovorno tržište dugoročnih kredita, kao i tržište financiranja rizičnih poslova, odnosno dogovorno tržište glavnica<sup>24</sup>.

#### **3.2. Podjela tržišta kapitala**

Iz složenosti definicije tržišta kapitala je vidljivo da je ono višeslojno<sup>25</sup>. Tržište kapitala u širem smislu obuhvaća odgovorno tržište te tržište vrijednosnica. Tržište vrijednosnica podrazumijeva primarno i sekundarno tržište. Sekundarno tržište se dijeli na spontano i organizirano; koje uključuje OTC transakcije tj. putem šaltera te transakcije organizirane burze. Uz primarno i sekundarno javlja se tercijarno i kvartarno tržište<sup>26</sup>.

Tržište vrijednosnica je stoga tek dio tržišta kapitala tj. predstavlja tržište kapitala u užem smislu. Na njemu se trguje vrijednosnicama. Ukoliko se određenim papirima trguje po prvi puta tada se radi o primarnom tržištu. Znači plasmani emisija se realiziraju kroz primarno

---

<sup>23</sup>Pojatina, D., Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000., str. 62.

<sup>24</sup> Orsag, S., Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti financiranja, Sarajevo, Revicon, 2011., str. 15.

<sup>25</sup> Pojatina, D., Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000., str. 75.

<sup>26</sup> Orsag, S., Dedi, L., Tržište kapitala, alca script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 22.

tržište, dok se daljnje preprodaje tih vrijednosnica između investitora realiziraju na sekundarnom tržištu.

Primarno se tržište naziva i emisijskim jer na njemu dionička društva i ostale pravne osobe emitiraju vrijednosnice u svrhu prikupljanja novčanih sredstava.

Zadatak primarnog tržišta je alokacija raspoloživog kapitala na najefikasnijim subjektima tj. dionicama tržišta kapitala. To se ostvaruje putem ponude vrijednosnica između kojih investitori biraju. Investitori na temelju očekivanja, procjene te očekivanog prinosa od vrijednosnica biraju u koju vrijednosnicu ulažu sredstva te na taj način transferiraju štednje<sup>27</sup>.

Razvojem tržišta kapitala ne znači da u strukturama kapitala društava nestaje dug to je stoga jer se zbog koristi financijske poluge poduzeća ne odriču duga u strukturi izvora, kao i zbog ostalih prednosti tog izvora spram vlastitih sredstava. Nadalje financiranje obveznicama postaje sve privlačnije i nudi više prednosti u odnosu na financiranje dionicama stoga se može očekivati dominacija primarnog tržišta obveznica u odnosu na dioničko. Taj odnos će se prikazati u narednom poglavlju u kojem će se predstaviti Zagrebačka burza kao hrvatsko tržište kapitala te će se prikazati preferencije hrvatskih poduzeća i ulagača kroz analizu trgovanja.

Na sekundarnom tržištu vrijednosnica se realizira promet već emitiranih i plasiranih papira tj. onih koji su već emitirani na primarnom tržištu. Sekundarno tržište omogućuje njihovu likvidnost kroz daljnju preprodaju. Stoga sekundarno tržište osigurava ispunjenje funkcije primarnog tržišta; privlačenje novca i kapitala uz najniže troškove, osiguravajući likvidnost vrijednosnih papira realizacijom kupoprodaje istih.

Sekundarno je tržište također bitno jer se na njemu definiraju cijene dionica društava tj. određuje se vrijednost poduzeća. Upravo se stoga za njega kaže da je ono mjesto vrednovanja poslovnih operacija dioničkih društava i kvalitete menadžmenta.

Sekundarno tržište omogućuje dioničkim društvima procjenu i praćenje poslovnih partnera i konkurenata te kupnju dionica drugih društava stoga ono osigurava realizacije poslovnih spajanja i pripajanja te preuzimanja pa je time izvor tržišnih preslagivanja i suradnji. S druge

---

<sup>27</sup> Ibidem, str. 32.

strane, valja istaći da su društva koja kotiraju na burzi samim time izložena riziku preuzimanja od strane konkurenata. Tada se radi o tzv. neprijateljskom preuzimanju.

Tercijarnim tržištem kapitala se smatra organizirano trgovanje vrijednosnicama preko posredstva dilera. Time je ovo tržište poveznica organiziranog trgovanja vrijednosnim papirima na burzi i dogovornog trgovanja posredstvom dilera. Ova su tržišta posebno razvijena u SAD-u. Kupoprodaja vrijednosnica dionica uvrštenih na burzu preko dilerskih šaltera predstavljaju trgovinu tercijarnog sektora.

Kvartarno tržište kapitala omogućuje razmjenu vrijednosnica između velikih institucionalnih investitora. Preko trgovinske mreže oni trguju velikim blokovima vrijednosnih papira. Svrha postojanja ovog tržišta je smanjenje transakcijskih troškova za velike blokove vrijednosnih papira smanjenje efekta tih velikih transakcija ne cijene tih vrijednosnica na burzi<sup>28</sup>.

### **3.3. Burza**

Burza je najatraktivniji dio tržišta kapitala, a transakcije kupoprodaje na njoj isključivo obavljaju ovlašteni mešetari tj. brokeri. Stoga se na burzi investitori pojedinci javljaju preko brokera tj. mogu ulagati samo uz njihovo posredovanje.

Društva da bi kotirala na burzi moraju zadovoljiti mnoge uvjete. Ti zahtjevi uključuju i javno izvještavanje o poslovanju na temelju financijskih izvještaja revidiranih od neovisnih ovlaštenih revizora. Zbog svega toga, na burzama, kotiraju uglavnom vrijednosni papiri velikih poznatih dioničkih društava.

Zbog značaja i uloge burze te veličine operacija koje se odvijaju na njima djelovanje burze je pod nadzorom. Stoga odvijanje transakcija prati klirinška kuća čije su zadaće obavljati i organizirati promet vrijednosnim papirima. Klirinška kuća vodi depozitorij vrijednosnih papira te poslove prijeka i namire transakcija na burzi. Vođenje depozitorija vrijednosnih papira podrazumijeva da se vrijednosni papiri, uvršteni na burzi, moraju pohraniti u klirinškoj kući što omogućava njihova dematerijalizacija i prijenos isključivou knjigama. Za

---

<sup>28</sup> Ibidem, str. 35.

obavljanje poslova obračuna i namire uvjet je da svi dionici tržišta imaju otvorene račune kod klirinške kuće<sup>29</sup>.

### **3.3.1. Najpoznatije svjetske burze**

Hrvatska burza na kojoj se trguje vrijednosnicama je Zagebačka burza – ZSE (Zagreb Stock Exchange). Najpoznatije svjetske burze su njujorška, tokijska i londonska burza, poznatije kao NYSE, LSE i TSE.

NYSE jest najveća burza vrijednosnih papirana svijetu. Sjedište joj je u New Yorku u Wall Street-u. Osnovana je 1972. g. NYSE čini udruženje trgovaca i posrednika. Članstvo u udruženju se plaća. Glavni indeks NYSE-a je Dow Jones Industrial Average (DJIA) koji se sastoji od 30 dionica s najjačim prometom, a on se objavljuje od 1897. godine. NYSE kompozitni indeks mjeri performanse svih običnih dionica uvrštenih na NYSE<sup>30</sup>.

London Stock Exchange (LSE) osnovana je 1802. 1973. Dolazi do deregulacije tržišta i spajanja šest regionalnih burzi Velike Britanije. FT-SE 100 (Footsie) je dominantan indeks, obuhvaća 100 dionica najvećih poduzeća uvrštenih na burzi, a obračunava svake minute. Trgovcima mogu djelovati i kao stvaratelji tržišta i kao agenti, ali pod uvjetom da su njihove tvrtke (brokerske kuće) članovi LSE. 1996. burza je uvela elektronički sustav trgovanja dionicama (Sequence) i elektronički sustav namire (Crest)<sup>31</sup>.

Tokyo Stock Exchange (TSE) jest najveća burza u Japanu i jedna od najvećih, najvažnijih i najaktivnijih tržišta vrijednosnih papira na svijetu. Osnovana je 1878. godine. Tokijska burza radi kao kontinuirano aukcijsko tržište. Koristi FORES (Floor Order-Routing and Exchange System) elektronički sustav trgovanja, zatrgovanje 150 najaktivnijih domaćih dionica. Manje aktivnim dionicama trguje se u CORES (Computer-Assisted Order-Routing and Execution System) sustav trgovanja. Tokio cjenovni indeks dionica (Tokyo Stock Price Index (TOPIX)) sastavljen je od svih dionica na prvoj kotaciji burze, podijeljenih po veličini u grupe koje dionice prve kotacije klasificiraju na dionice malih, srednjih i velikih poduzeća, i po pod-

---

<sup>29</sup> Tijelo koje pruža usluge svim partnerima na burzi. Izvor:  
<http://www.capitalmarket.ba/OPSTEINFORMACIJE/Leksikonstrucnihtermina/tabid/165/jezik/en-US/default.aspx> [12.09.2016.]

<sup>30</sup> Orsag, S., Dedi, L., Tržište kapitala, alca script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 29.

<sup>31</sup> Ibidem, str. 30.

indeksima za svaku od 33 industrijske grupe. NIKKEI Stock Average poznat kao Nikkei 225 i Nikkei 500 najvažniji su indeksi. Na TSE tržištu izvedenica trguje se ročnicama i opcijama na TOPIX, Nikkei 225, Nikkei 300 i na 10-godišnje državne obveznice i ročnicama na 20-godišnje državne obveznice i U.S. državne obveznice<sup>32</sup>.

### **3.3.2. Sudionici na burzi**

Glavni dionici svakog tržišta kapitala, u širem smislu, i burze kao tržišta vrijednosnica što je uži pojam tržišta kapitala jesu emitenti vrijednosnih papira tj. poduzeća koja kotiraju na burzi te drugi pravni subjekti koji izdaju vrijednosnice te investitori tj. ulagači u vrijednosne papire. Uz njih kao kreatore tržišta javljaju se financijski posrednici koji posreduju u realizaciji transakcija na burzi.

Ovisno o motivu trgovanja razlikuju se ulagači investitori, špekulanti te arbitražeri. Investitor je osoba koja izdvaja sredstva u investicijske svrhe. Investitor realizira ulaganja nakon temeljite analize dioničkih društava čije dionice želi kupiti, kako bi stvorio potrebnu maržu sigurnosti svoje glavnice. Ulaganja obavlja na principu diversifikacije, ne stavljajući tako „sva jaja u jednu košaru”. Namjena ulaganja određena je postavljenim ciljevima ulaganja u dugom roku očekujući primjerene zarade. Špekulant je poput kockara. On za razliku od investitora, promatra samo cijene vrijednosnih papira. Njegova je analiza se temelji isključivo na alatima tehničke analize (grafikoni cijena). Za njegovu odluku je bitan signal za prodaju ili kupnju koje iščitava iz povijesnih kretanja cijena dionica. Špekulanti djeluju na kratki rok te sve svoje odluke temelje na očekivanju kretanja cijena bez obzira na fundamentalne pokazatelje poduzeća. Arbitražeri su vrsta špekulanata jer su njihove aktivnosti vezane i za kratke pozicije. Oni istodobno i kupuju i prodaju zauzimajući duge i kratke pozicije. Zbog pozicija koje zauzimaju za njih se kaže da su skupina špekulanata koji djeluju uz nizak stupanj rizika. Oni zauzimaju pozicije za isti vrijednosni papir ili onaj koji je cjenovno sličan ili trendom vezan vrijednosni papir. Arbitražeri nastoje zaraditi u različitim kretanjima cijena istih dionica na različitim tržištima. Zauzimanje pozicije prema istim ili cjenovno vezanim vrijednosnim papirima omogućuje zaradu jer kada se uoči razlika arbitražer zauzima dugu poziciju u vrijednosnici na tržištu gdje je podcijenjena a kratku, prodajući je, na tržištu gdje je precijenjena<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> Ibidem, str. 30.

<sup>33</sup> Pojatina, D., Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000., str. 78.

## **4. TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ – ZAGREBAČKA BURZA (ZSE)**

### **4.1. Povijest Zagrebačke burze**

Obnova Burze u Hrvatskoj započinje 1991. godine kad ju je činilo 25 banaka i 2 osiguravajuća društva. Zagrebačka burza postaje centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Nešto kasnije, 1993., utemeljeno je Varaždinsko tržište vrijednosnica, poslije preimenovano u Varaždinsku burzu, koja je kasnije pripojena Zagrebačkoj burzi. Uz Varaždinsko osnovano je i Osječko tržište ali ono nije opstalo zbog manjka transakcija. Pripajanjem Varaždinske burze Zagrebačkoj 2006. godine, formirano je jedinstveno tržište kapitala.

Danas je Zagrebačka burza centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Od početnih dvadeset pet članova (brokerskih kuća), rastom i razvojem trgovanja broj se povećao na četrdesetak aktivnih trgovaca: banaka i privatnih brokerskih kuća.<sup>34</sup>

U početku se trgovalo putem velikih dražbi koje su se organizirale u sjedištu burze na Ksaveru. Te trgovine su za razliku od ovih danas zahtijevale fizičku prisutnost brokera. 1994. je uveden elektronički trgovinski sustav koji omogućuje da brokeri, članovi Burze, budu telekomunikacijski povezani i trguju na Burzi, ne napuštajući pritom svoje urede diljem Hrvatske. Pokazatelj značaja razvoja informatičkih i telekomunikacijskih tehnologija te njihove implementacije u sustav burze jest taj da se od uvođenja elektroničkog sustava trgovanja tj. od 1995. pa do 2000. godine, vrijednost tržišta Zagrebačke burze povećala gotovo 10 puta (982.6%)<sup>35</sup>.

### **4.2. Organizacija ZSE**

ZSE je organizirana prema sektorima i to: sektor tržišta i nadzora, sektor informatičkih tehnologija i poslovnog razvoja, sektor poslovne podrške te sektor pravnih i općih poslova.

---

<sup>34</sup> Prema podacima sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=26>, [05.08.2016.]

<sup>35</sup> Prema podacima sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=26>, [05.08.2016.]

Svaki od sektora čine odjeli koji olakšavaju upravljanje. Prikaz upravljačke organizacije poslovanja ZSE dan je na slici 1.



**Slika 1: Organizacija poslovanja ZSE**

Izvor: Sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=27>, [05.08.2016.]

Trgovanje se na Zagrebačkoj burzi odvija putemelektroničkog trgovinskog sustava. Brokerske kuće, članice Burze, povezane su posebnim telekomunikacijskim vezama sa sjedištem Burze i unose naloge za kupnju ili prodaju izravno iz svojih ureda te zaključuju transakcije s ostalim brokerima. Ne postoji jedno fizičko mjesto (tradicionalni parket) gdje se odvija trgovina vrijednosnim papirima, nego ona se odvija putem elektronički povezanih trgovaca.

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

Trgovina je otvorena svakim radnim danom od 10:00 do 16:00 sati, osim praznicima koji su navedeni na internetskim stranicama Burze, a rezultati trgovine i dnevne cijene dionica dostupni su svim zainteresiranim putem dnevnog tiska, specijaliziranih kuća za distribuciju financijskih informacija kao i na internetskim stranicama Burze, te s pomoću specijaliziranog sustava za distribuciju burzovnih informacija ZSE Monitor.

Trgovanje na Zagrebačkoj burzi podijeljeno je na tri segmenta<sup>36</sup>:

1. Uređeno tržište
2. Multilateralna trgovinska platforma
3. OTC – transakcije.

Uređeno tržište je trgovinski segment kojim upravlja Zagrebačka burza i na kojem je moguće trgovanje uvrštenim vrijednosnim papirima. Ono je podijeljeno na tri segmenta: Vodeće tržište, Službeno tržište i redovito tržište. Redovito tržište obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih informacija propisanih Zakonom o tržištu kapitala, dok za Službeno i Vodeće tržište postoje dodatne obveze propisane Pravilima Burze.

Vodeće tržište je najzahtjevniji tržišni segment u smislu zahtjeva koje postavlja pred izdavatelja, osobito glede transparentnosti. Redovito tržište obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih informacija propisanih Zakonom o tržištu kapitala, dok za Službeno i Vodeće tržište postoje dodatne obveze propisane pravilima burze.

Multilateralna trgovinska platforma (MTP) je podijeljena na Domaći MTP i Inozemni MTP. Sukladno odredbama Zakona o tržištu kapitala, nema isti status kao uređeno tržište. MTP ima niže zahtjeve koji se postavljaju pred izdavatelje instrumenata.

OTC transakcije predstavljaju transakcije izvršene izvan uređenog tržišta ili MTP-a, a koje se prijavljuju Burzi u svrhu javne objave transakcije. Sudionici transakcije samostalno dogovaraju transakciju i provode namiru.

---

<sup>36</sup>Prema podacima sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=36768>, [05.08.2016.]

### 4.3. Indeksi Zagrebačke burze

Zagrebačka burza objavljuje službene dioničke, obvezničke i sektorske indekse. Najznačajniji su: CROBEX, CROBEX10, CROBIS i CROBEX PLUS sektorski indeks. Dionički indeksi izračunavaju se na osnovi „free float” tržišne kapitalizacije. „Free float” se odnosi na broj dionica koje su raspoložive za trgovanje.<sup>37</sup>

CROBEX je službeni dionički indeks Zagrebačke burze. U indeks su uključene redovne dionice 25 poduzeća kojima se trgovalo barem 90% raspoloživih danatrgovanja u prethodnih šest mjeseci, koje su uvrštene barem šest mjeseci na Burzi. CROBEX je Indeks vagan na osnovi „free float” tržišne kapitalizacije, pri čemu je udio pojedine dionice ograničen na 15%. Uveden je 1. rujna 1997. Bazni datum je 1. srpnja 1997. godine, a bazna vrijednost 1.000. Revizija indeksa obavlja se po završetku trgovine, svakog trećeg petka u ožujku i rujnu, te se primjenjuje od sljedećeg trgovinskog dana. Ako se dionica isključuje iz Indeksa, u Indeks će se uključiti dionica s najvećim vaganim udjelom<sup>38</sup>.

CROBEX10 je indeks cijena dionica kojima se trguje na Zagrebačkoj burzi vrijednosnih papira. Počeo se objavljivati 7. rujna 2009. Bazni datum jest 31. srpnja 2009. godine, a bazna vrijednost iznosi 1.000. U sastav indeksa CROBEX10 ulazi 10 dionica iz indeksa CROBEX s najvećom „free float” tržišnom kapitalizacijom i prometom. CROBEX10 vagan je na osnovi „free float” tržišne kapitalizacije, pri čemu je udio pojedine dionice ograničen na 20 %. Ako se nekom od dionica koje sačinjavaju CROBEX10 nije trgovalo predmetnog dana, uzima se prethodna zadnja cijena. Revizija indeksa obavlja se po završetku trgovine, tjedan dana nakon revizije CROBEX-a<sup>39</sup>.

CROBIS je službeni obveznički indeks Zagrebačke burze koji se počeo objavljivati od 1. listopada 2002. godine. Kao bazni datum utvrđen je 30. rujna 2002., a bazna vrijednost postavljena je na 100 bodova. CROBIS je cjenovni indeks vagan na osnovu tržišne kapitalizacije, pri čemu težina pojedine obveznice u indeksu nemože prijeći 35 %. Indeks se računa na kraju svakog trgovinskog dana na način da se koristi prosječna dnevna cijena

---

<sup>37</sup> Prema podacima sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=36768>, [05.08.2016.]

<sup>38</sup> Prema podacima sa ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=44101&index=CROBEX>, [10.08.2016.]

<sup>39</sup> Prema podacima sa ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=44101&index=CROBEX10>, [10.08.2016.]

ponderirana količinom za sve obveznice koje se nalaze u indeksu, bilo da je trgovanje izvršeno putem trgovinskog sustava MOST ili se radi o prijavljenim transakcijama Burzi<sup>40</sup>.

U slučaju da s nekom obveznicom, koja je uključena u indeks, nije bilo transakcija, za izračun indeksa uzima se prosječna dnevna cijena od prethodnog dana, odnosno od zadnjeg dana kada se obveznicom trgovalo. U indeks se uključuju državne obveznice i obveznice državnih agencija koje su uvrštene na Zagrebačku burzu uz potrebne uvjete<sup>41</sup>.

CROBEX PLUS Sektorski indeks uzima dionice uvrštene na uređeno tržište koje imaju više od 70 % dana trgovanja u šestomjesečnom razdoblju i kojima je „free float” tržišna kapitalizacija veća od 10 milijuna kuna.

#### **4.4. Analiza trgovanja na ZSE**

Promet na ZSE oscilira te je značajnije smanjen u razdoblju krize tj. od 2008. Potonje je vidljivo na grafikonu 1. Kriza je utjecala i na smanjenje broja plasmana vrijednosnih papira na burzi zbog smanjenja optimizma investitora stoga su i poduzeća smanjila financiranja putem tržišta kapitala. Broj uvrštenih dionica se počeo smanjivati s prvim udarom krize 2008., nakon uspona tržišta od početka tisućljeća do 2008. Prije krize kotirale su čak dionice 260 poduzeća, dok ih je „danas“ svega 146. Smanjenje broja uvrštenih obveznica je također smanjen te iznosi 36. Najveći pad i to od 13% je vidljiv u 2014., kada je broj uvrštenih dionica smanjen za 19 u odnosu na raniju godinu. Prosječan pad broja uvrštenih dionica je bio oko 8% sve do prošle godine. Obveznice bilježe pad po stopi od 6% do prošle godine, a najveći pad broja uvrštenih obveznica evidentiran je 2012.

Za razliku od dvaju glavnih predstavnika (dionica i obveznica) strukturirani vrijednosni papiri bilježe u razdoblju krize rast broja uvrštenih papira na burzu. Strukturirani vrijednosni papiri bilježe rast broja uvrštenih vrijednosnih papira od 2014. Ipak strukturirani vrijednosni papiri i njihov porast ukazuju na preferencije investitora na burzi te preferencije da se kroz

---

<sup>40</sup> Prema podacima sa ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=44101&index=CROBIS>, [10.08.2016.]

<sup>41</sup> Detaljnije na: <http://zse.hr/default.aspx?id=44101&index=CROBIS>, [10.08.2016.]

ulaganja u strukturirane vrijednosnice zaštite od rizika baznih vrijednosnica tj. dionica i obveznica<sup>42</sup>.

Strukturirani proizvodi imaju svrhu zadovoljiti potrebe ulagatelja u smislu da omogućuju sudjelovanje u složenijim ulaganjima uz specifičan međudnos prinosa i rizika, tj. sudjelovanje u pripadajućem dobitku uz određenu zaštitu od rizika<sup>43</sup>.

Rast strukturiranih vrijednosnih papira pokazatelj je pada atraktivnosti dionica i obveznica na tržištu kapitala te povjerenja investitora. To je ujedno pokazatelj smanjenja sklonosti poduzeća da se financiraju putem tržišta kapitala što će biti dodatno prikazano analizom broja dionica i obveznica te struktura izvora u bilancama poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi.

**Tablica 1: Kretanje broja uvrštenih vrijednosnih papira od 2008.**

| Razdoblje | Dionice | Obveznice | Strukturirani VP |
|-----------|---------|-----------|------------------|
| 2016-07   | 146     | 36        | 57               |
| 2016-06   | 146     | 38        | 60               |
| 2016-05   | 146     | 38        | 62               |
| 2016-04   | 147     | 38        | 63               |
| 2016-03   | 149     | 38        | 68               |
| 2016-02   | 149     | 37        | 67               |
| 2016-01   | 151     | 37        | 62               |
| 2015-12   | 152     | 38        | 64               |
| 2015-11   | 152     | 38        | 55               |
| 2015-10   | 154     | 39        | 52               |
| 2015-09   | 156     | 39        | 53               |
| 2015-08   | 156     | 39        | 54               |
| 2015-07   | 157     | 38        | 55               |
| 2015-06   | 157     | 40        | 60               |
| 2015-05   | 158     | 41        | 57               |
| 2014      | 160     | 39        | 42               |
| 2013      | 181     | 45        | 7                |
| 2012      | 200     | 46        | 0                |
| 2011      | 221     | 50        | 0                |

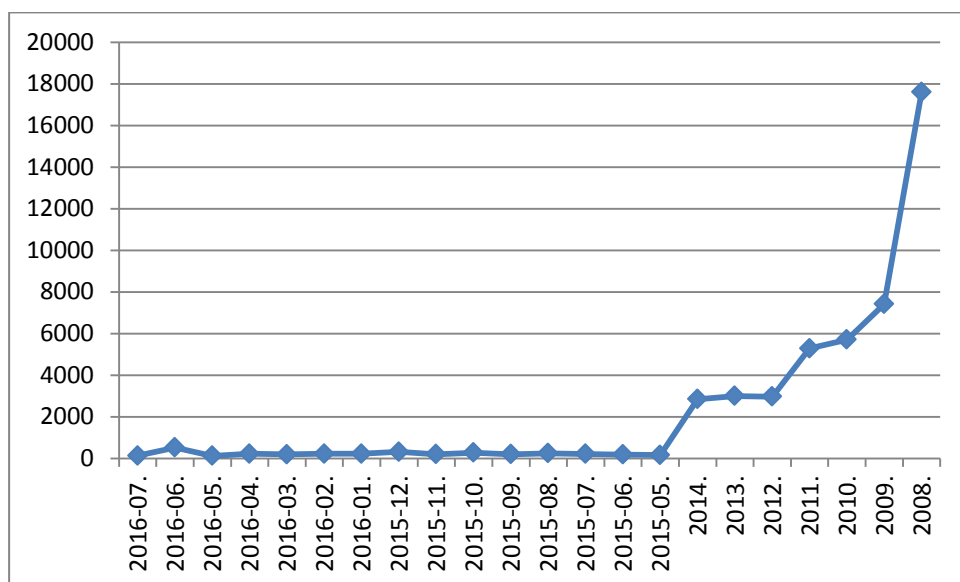
<sup>42</sup> Definicija instrumenata dostupna na: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=48443>, [10.08.2016.]

<sup>43</sup> Ibidem

|      |     |    |   |
|------|-----|----|---|
| 2010 | 233 | 54 | 0 |
| 2009 | 253 | 53 | 0 |
| 2008 | 260 | 54 | 0 |

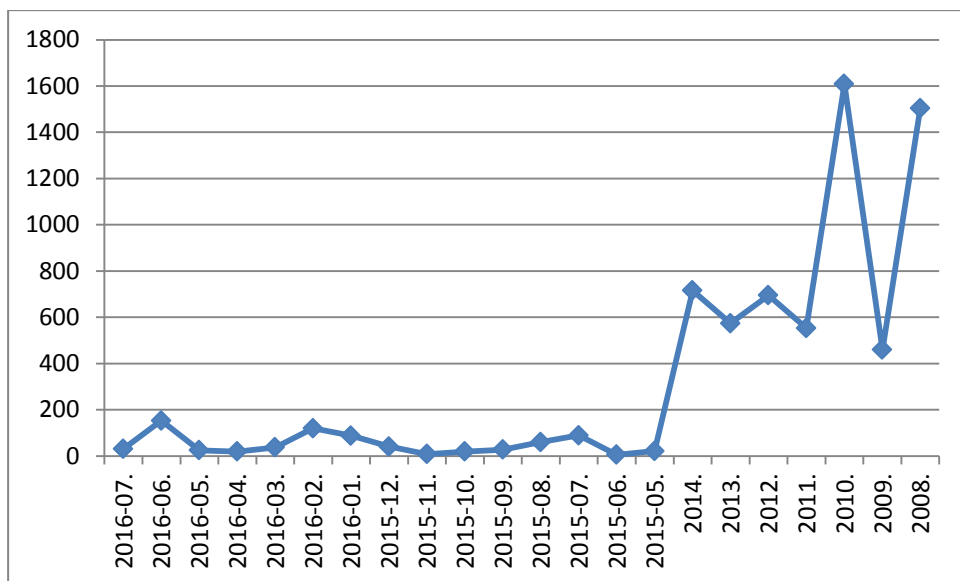
Izvor: Prema podacima ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=44325>, [10.08.2016.]

Promet na ZSE se smanjio također što potvrđuje smanjenje interesa investitora i prilika za poduzeća da se financiraju dionicama i obveznicama. U razdoblju krize smanjeno je povjerenje stoga su smanjena i ulaganja u dužničke vrijednosnice (obveznice) kao sigurnije vrijednosnice. Promet dionicama dosegnuo je maksimum od oko 18 000 milijuna kuna 2008., nakon čega se drastično smanjuje za 300% već 2009. Godine (Slika 2).



**Slika 2: Kretanje prometa dionicama u mil kn od 2008.**

Izvor: Sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=27>, [05.08.2016.]

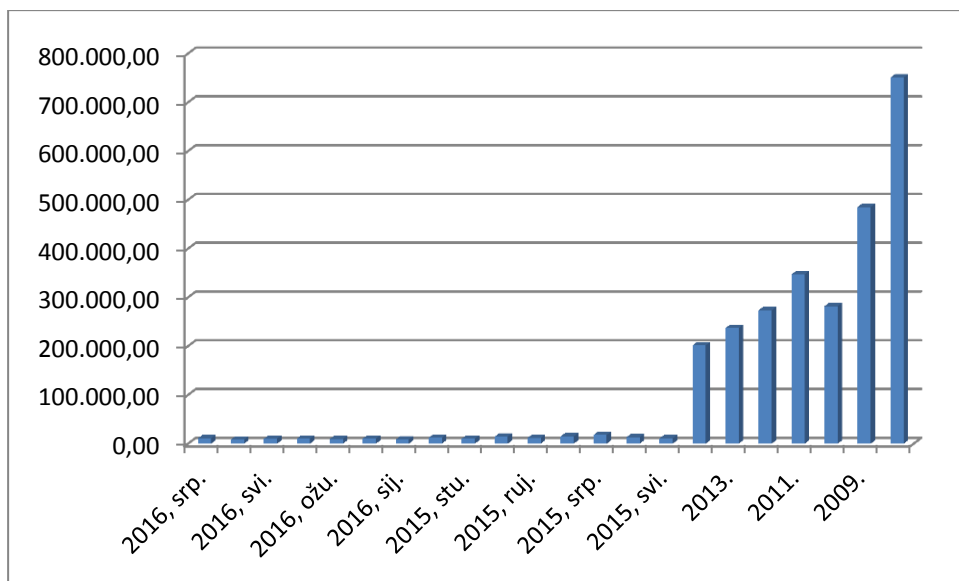


**Slika 3: Kretanje prometa obveznicama u mil kn od 2008.**

Izvor: Sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=27>, [05.08.2016.]

Iz slike 3 je vidljivo da se promet obveznicama također drastično smanjio od udara krize 2008. godine. Nagli pad prometa obveznica je zabilježena već 2009., nakon čega se odmah oporavlja i ide čak iznad razine prometa prije krize da bi iduće godine (2011.) ponovno pao ali na razinu iznad prvog naglog pada prometa obveznica. Nakon toga promet oscilira oko te razine od 700 milijuna kuna. Ponovna korekcija slijedi od polovice 2015., kada pada na svega 25 milijuna kuna. Od tada se promet zadržava na razini do 110 milijuna kuna.

To dodatno potvrđuje kretanje broja ukupnih transakcija koje prikazuje slika 4.



**Slika 4: Kretanje broja transakcija na ZSE od 2008.**

Izvor: Sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=27>, [05.08.2016.]

Prema podacima iz 2016. godine na ZSE kotiraju vrijednosnice 238 poduzeća. Od 146 dionica njih 27 je uvršteno na službeno tržište, dok ostale kotiraju na redovnom tržištu. Od 36 obveznica svega ih je 16 korporativnih dok su ostale uglavnom državne. Municipalnih obveznica je svega 3 od grada Splita, Osijeka i Vinkovaca. U državnim obveznicama dominiraju obveznice Ministarstva financija i Fonda za naknadu oduzete imovine.

Korporativne obveznice čine obveznice 13 poduzeća. Najstarija emisija koja još nije dospjela jesu obveznice Metronet telekomunikacija koje su izdane 2009. Najnovije izdane obveznice su obveznice Jadran Galenski laboratorija emitirane 2016.

Analizirana statistika prometa i kretanja borja uvrštenih vrijednosnica ukazuje na pad aktivnost tržišta kapitala uslijed krize. Kako i koliko se to odrazilo na financiranje poduzeća koja kotiraju na ZSE prikazati će se analizom strukture izvora poduzeća koje čine indekse na ZSE, kao najlikvidnijih i najjačih poduzeća domaće ekonomije kako bi se vidjelo koji izvor dominira u njihovom financiranju.

#### 4.5. Struktura izvora financiranja odabranih hrvatskih poduzeća koja kotiraju na ZSE

U sastav CROBEX-a ulaze najlikvidnije dionice, vodećih poduzeća hrvatske ekonomije. Zadnji sastav CROBEX-a dan je u tablici 2. Zanimljivo je istaći da najveću cijenu ima dionica Leda, a potom Ine. Najveći udio ima dionica Ine s udjelom 11,17%.

**Tablica 2: Sastav CROBEX-a**

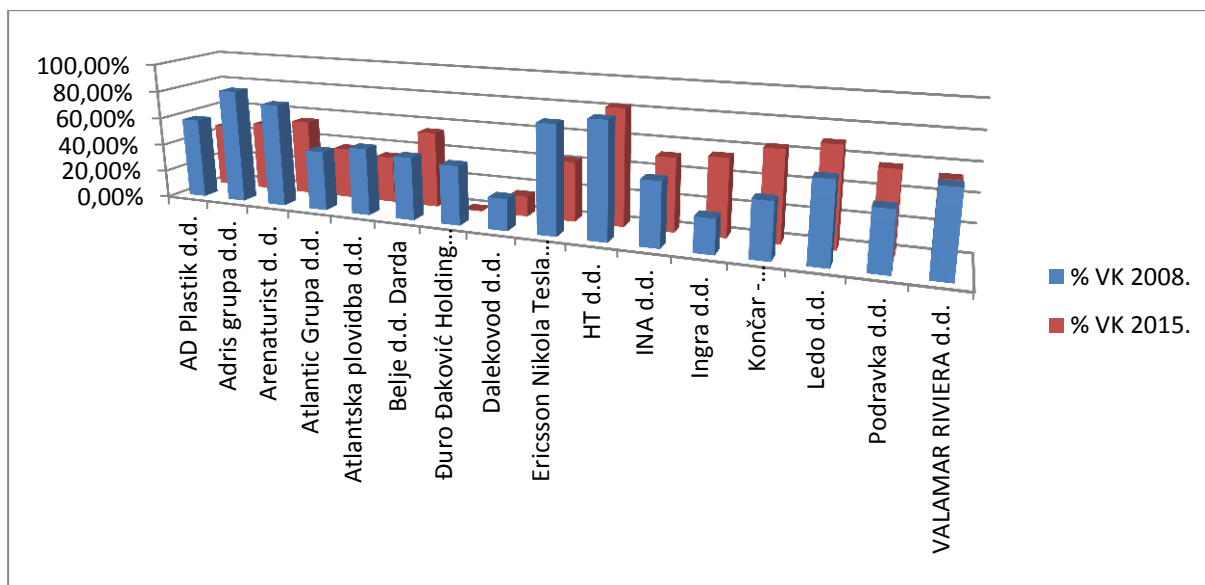
| Izdavatelj                      | Broj dionica | Zadnja cijena | Datum zadnje trgovine | Težina |
|---------------------------------|--------------|---------------|-----------------------|--------|
| AD Plastik d.d.                 | 2.729.730    | 118           | 25.8.2016             | 1,97%  |
| Adris grupa d.d.                | 4.014.594    | 409,9         | 25.8.2016             | 10,09% |
| Arenaturist d. d.               | 654.750      | 390           | 25.8.2016             | 1,57%  |
| Atlantic Grupa d.d.             | 1.333.720    | 820           | 25.8.2016             | 6,71%  |
| Atlantska plovidba d.d.         | 1.116.416    | 181,7         | 25.8.2016             | 1,24%  |
| Belje d.d. Darda                | 3.696.969    | 21            | 25.8.2016             | 0,48%  |
| Đuro Đaković Holding d.d.       | 3.038.674    | 50,33         | 25.8.2016             | 0,94%  |
| Dalekovod d.d.                  | 9.887.722    | 13,2          | 25.8.2016             | 0,80%  |
| Ericsson Nikola Tesla d.d.      | 732.408      | 1.026,00      | 25.8.2016             | 4,61%  |
| HT d.d.                         | 10.302.628   | 146,85        | 25.8.2016             | 9,28%  |
| INA d.d.                        | 616.433      | 2.955,00      | 25.8.2016             | 11,17% |
| Ingra d.d.                      | 12.867.940   | 2,49          | 25.8.2016             | 0,20%  |
| Končar - Elektroindustrija d.d. | 2.057.695    | 660,02        | 25.8.2016             | 8,33%  |
| Kraš d.d.                       | 686.811      | 515           | 25.8.2016             | 2,17%  |
| Ledo d.d.                       | 156.960      | 10.697,00     | 25.8.2016             | 10,29% |
| LUKA RIJEKA d.d.                | 6.740.238    | 49            | 25.8.2016             | 2,03%  |

|                                |            |        |           |        |
|--------------------------------|------------|--------|-----------|--------|
| Maistra d.d.                   | 1.203.877  | 234,34 | 24.8.2016 | 1,73%  |
| OT-OPTIMA TELEKOM d.d.         | 28.600.564 | 1,77   | 25.8.2016 | 0,31%  |
| Podravka d.d.                  | 4.533.296  | 359,99 | 25.8.2016 | 10,01% |
| VALAMAR RIVIERA d.d.           | 60.380.156 | 29,14  | 25.8.2016 | 10,79% |
| TANKERSKA NEXT GENERATION d.d. | 4.366.673  | 70,02  | 25.8.2016 | 1,87%  |
| Varteks d.d.                   | 1.110.404  | 17,5   | 25.8.2016 | 0,12%  |
| Zagrebačka banka d.d.          | 12.809.678 | 42,2   | 25.8.2016 | 3,31%  |

Izvor: Izrada autorice na temelju statistika ZSE

Ako se promotri struktura izvora poduzeća koja čine 90% sastava Crobex-a, tada se uočava da je udio vlastitog kapitala prosječno gledano oko 52% prije krize, dok je uslijed krize smanjen na prosječnih 47%<sup>44</sup>. Stoga valja promotriti detaljnije izvore financiranja svakog poduzeća zasebno jer se radi o različitim industrijama. Prema udjelu vlastitih sredstava, na slici 5, se ističe Dalekovod i Ingra koji imaju udio vlastitog kapitala do 25% u 2008. U slučaju Ingre udio vlastitih sredstava u izvorima se povećava na oko 54%, dok se u slučaju Dalekovoda dodatno smanjuje. Suprotan trend udjela vlastitog kapitala od Ingre bilježi Đuro Đaković.

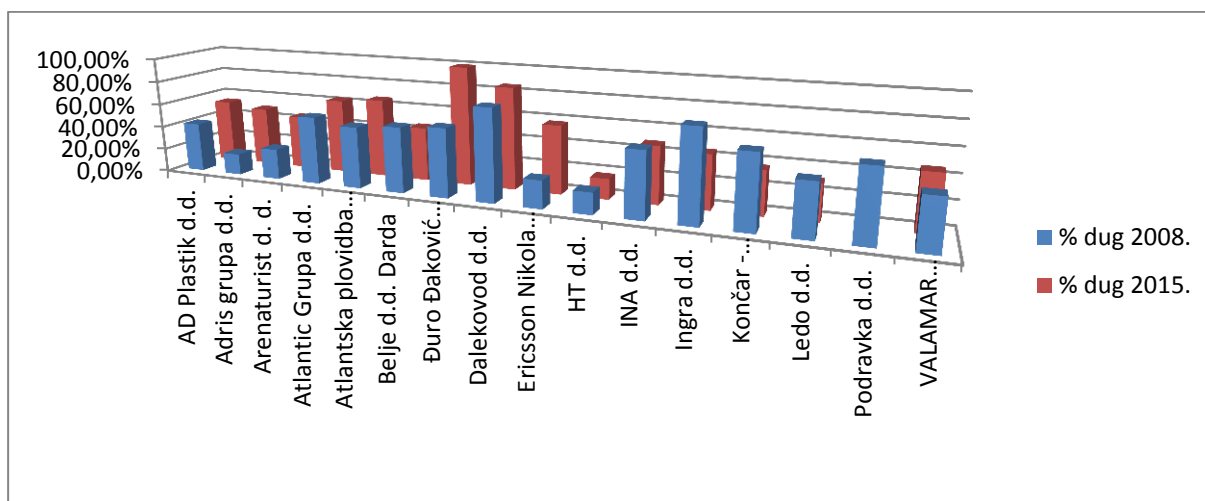
<sup>44</sup> Sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=27>, [05.08.2016.]



**Slika 5: Udio vlastitog kapitala u izvorima financiranja 2008., 2016. poduzeća sastavnica CROBEX-a**

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka iz financijskih izvještaja poduzeća dostupnih na ZSE

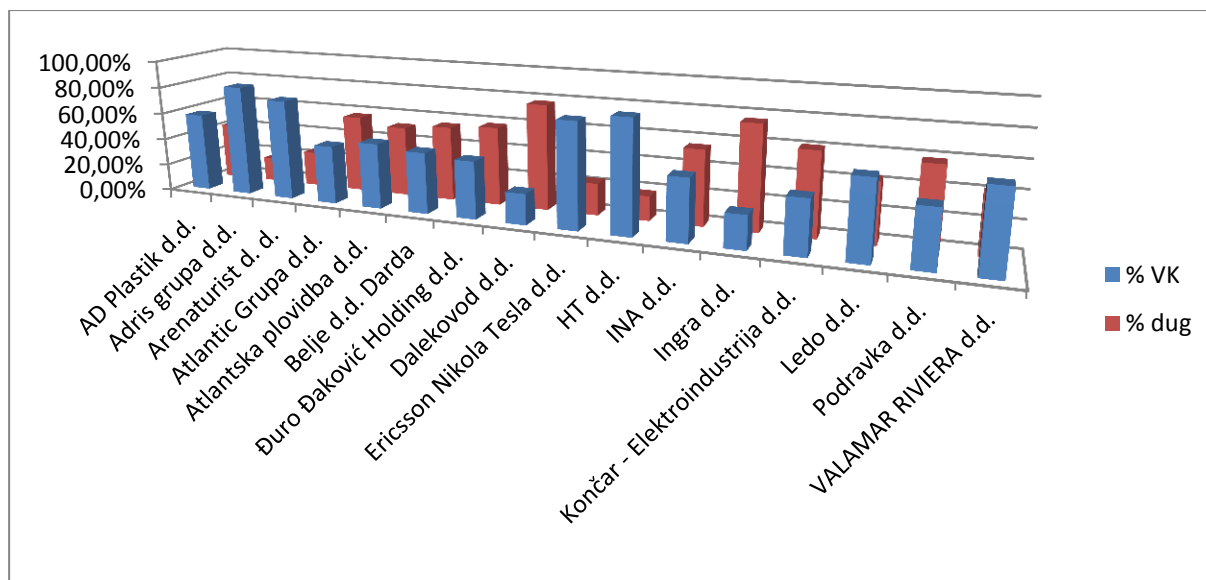
Udio duga također varira. Najveći udio duga u izvorima prije krize, 2008. Ima Ingra i Dalekovod, a nakon krize, 2015., Đuro Đaković i Dalekovod. Kretanje udjela duga u izvorima dan je na slici 6.



**Slika 6: Udio duga u izvorima financiranja 2008., 2016. poduzeća sastavnica CROBEX-a**

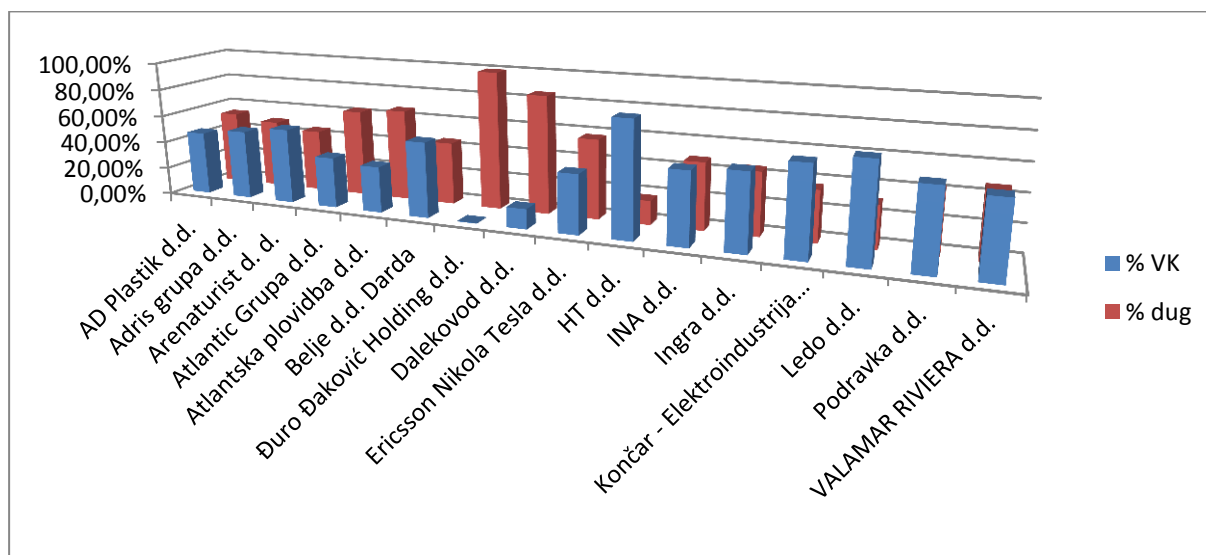
Izvor: Izračun autorice na temelju podataka iz financijskih izvještaja poduzeća dostupnih na ZSE

Prije krize u 7 poduzeća je dominirao u izvorima financiranja vlastiti kapital, dok je kod ostalih 9 dominirao dominiralo zaduživanje. Nakon što je ekonomiju potresla kriza i kada su poduzeća osjetila njezine posljedice odnos se promijenio u korist udjela vlastitog kapitala što je vidljivo na slici 7 i 8.



**Slika 7: Odnos vlastitog kapitala i duga u izvorima financiranja 2008.**

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka iz financijskih izvještaja poduzeća dostupnih na ZSE

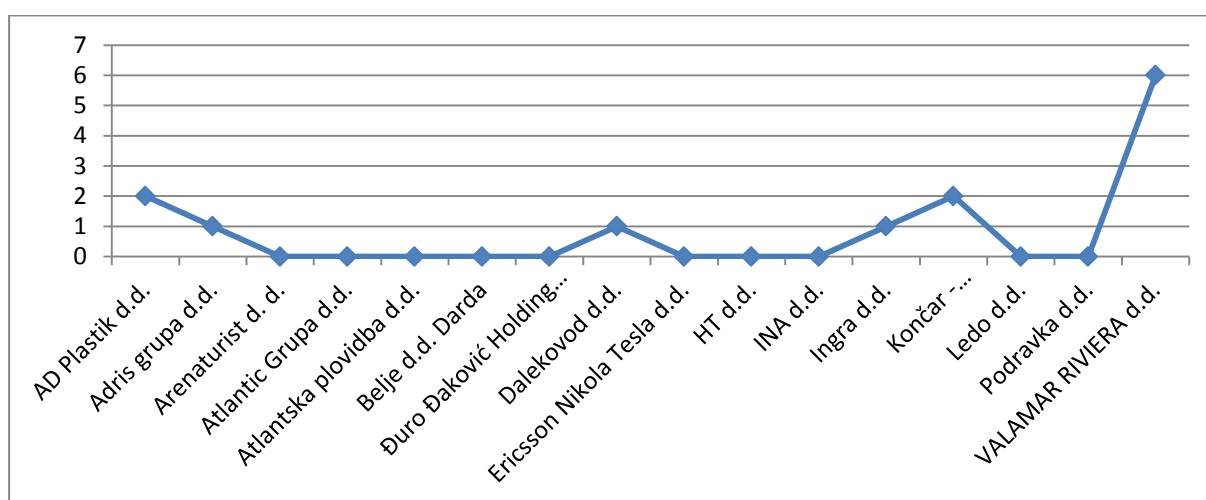


**Slika 8: Odnos vlastitog kapitala i duga u izvorima financiranja 2015.**

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka iz financijskih izvještaja poduzeća dostupnih na ZSE

Uočeni rezultati ukazuju na potrebu financiranja vlastitim kapitalom kroz emisiju dionica te zadržane dobiti u razdoblju pada aktivnosti poduzeća tj. u razdoblju krize, dok je prije krize udio duga bio veći kada se poduzeća analiziraju zasebno. To je stoga jer se u razdoblju prosperiteta emisije dionica mogu ocijeniti kao signal precijenjenosti dionica, dok su ti izvori u razdoblju krize povoljniji za financiranje jer ne obvezuju na isplate ulagačima.

U razdoblju krize se manje trguje na sekundarnom tržištu što ne znači i smanjeni broj emisija dionica i obveznica. To potvrđuje podatak da su poduzeća, koja čine 90% sastava Crobex-a, provela od udara krize do prošle godine barem po jednu dokapitalizaciju u prosjeku<sup>45</sup>. Provedene dokapitalizacije prikazane su na slici 9.



**Slika 9: Kretanje broja provedenih dokapitalizacija tijekom krize**

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka iz financijskih izvještaja poduzeća dostupnih na ZSE

<sup>45</sup> Sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=27>, [05.08.2016.]

Tablica 3 prikazuje izdane obveznice koje su aktivne na ZSE. Aktivno je 16 obveznica od 14 poduzeća. Atlantic Grupa ima dvije obveznice izdane 2012., odnosno 2016. Dalekovod je izdao u dvije tranše 2015., dok je Erste banka izdala obveznice 2011. i 2013.

**Tablica 3: Izdane obveznice koje kotiraju na ZSE**

| Simbol      | Izdavatelj                                       | ISIN         | Broj izdanih | Nominala | Datum uvrštenja |
|-------------|--------------------------------------------------|--------------|--------------|----------|-----------------|
| ATGR-O-169A | Atlantic Grupa d.d.                              | HRATGRO169A0 | 115.000.000  | 1,00 HRK | 18.1.2012       |
| ATGR-O-216A | Atlantic Grupa d.d.                              | HRATGRO216A9 | 200.000.000  | 1,00 HRK | 17.6.2016       |
| DLKV-O-302A | Dalekovod d.d.                                   | HRDLKVO302A0 | 16.177.185   | 1,00 HRK | 3.2.2015        |
| DLKV-O-302E | Dalekovod d.d.                                   | HRDLKVO302E2 | 1.235.713    | 1,00 EUR | 3.2.2015        |
| HEP-O-17CA  | Hrvatska elektroprivreda - dioničko društvo      | HRHEP0017CA4 | 700.000.000  | 1,00 HRK | 31.12.2007      |
| HOTR-O-173A | Hospitalija trgovina d.o.o. za trgovinu i usluge | HRHOTRO173A5 | 7.715.000    | 1,00 EUR | 7.2.2011        |
| HP-O-19BA   | HP-Hrvatska pošta d.d.                           | HRHP00O19BA4 | 400.000.000  | 1,00 HRK | 18.2.2015       |
| IGH-O-176A  | Institut IGH d.d.                                | HRIGH0O176A8 | 10.000.000   | 1,00 EUR | 23.7.2013       |
| JDGL-O-20CA | JADRAN - GALENSKI LABORATORIJ d. d.              | HRJDGLO20CA4 | 200.000.000  | 1,00 HRK | 23.3.2016       |
| JRLN-O-17AA | Jadrolinija                                      | HRJRLNO17AA0 | 11.000.000   | 1,00 EUR | 25.2.2013       |
| MTEL-O-137A | Metronet telekomunikacije d.d.                   | HRMTELO137A1 | 19.800.000   | 1,00 EUR | 23.10.2009      |
| NFDA-O-AA0A | NETA Capital Croatia d.d.                        | HRNFDAOAA0A6 | 1.530.000    | 1,00 HRK | 5.12.2014       |
| OPTE-O-142A | OT-OPTIMA TELEKOM d.d.                           | HROPTEO142A5 | 250.000.000  | 1,00 HRK | 3.8.2015        |
| RIBA-O-177A | Erste&Steiermärkische Bank d.d.                  | HRRIBAO177A1 | 80.000.000   | 1,00 EUR | 21.7.2011       |

|                 |                                    |              |               |          |           |
|-----------------|------------------------------------|--------------|---------------|----------|-----------|
| RIBA-<br>O-17BA | Erste&Steiermärkische<br>Bank d.d. | HRRIBAO17BA8 | 300.000.000   | 1,00 HRK | 4.2.2013  |
| ZGHO-<br>O-237A | ZAGREBAČKI<br>HOLDING d.o.o.       | HRZGHOO237A3 | 1.800.000.000 | 1,00 HRK | 15.7.2016 |

Izvor: Na temelju podataka sa: <http://zse.hr/default.aspx?id=26476>, [17.08.2016.]

U razdoblju krize bilo je čak 16 emisija obveznica od 14 različitih poduzeća. U tom razdoblju provedeno je i 13 dokapitalizacija. Iako je aktivnost trgovanja na burzi tijekom krize smanjena, tržišna kapitalizacija ukazuje na smanjenje volumena trgovine više od smanjenja same vrijednosti dionica i obveznica. To pokazuje na snagu poduzeća koja su emisije provodila. Struktura izvora poduzeća čije dionice čine Crobex, a to je prikazano na slikama, ukazuju na to da se udio vlastitog kapitala u razdoblju krize povećao u odnosu na dug, dok je udio duga bio veći u odnosu na kapital u strukturi izvora u razdoblju prosperiteta tj. do kraja 2008. Iako je bilo više emisija obveznica nego dionica, odnos duga i vlastitih izvora ukazuje na dominaciju vlastitog kapitala tijekom krize, te dominaciju duga prije krize, što ukazuje na značaj financiranja vlastitim izvorima kao onima koji ne vežu obvezu isplate ulagateljima.

Na temelju svega iznesenoga može se reći da postoji potencijal za širenjem i razvojem tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj i za njegovim većim sudjelovanjem u financijskim potrebama poduzeća.

## 5. ZAKLJUČAK

Financiranje poduzeća je značajan segment upravljanja poslovanjem. Velika poduzeća, posebno ona koja su organizirana kao dionička društva, imaju pristup tržištu kapitala. To im osigurava mogućnost prikupljanja vlasničkih i dužničkih sredstava putem emisije dionica i obveznica.

Glavna prednost dionica kao vrijednosnih papira za ulagače, što ih i čini privlačnima jest likvidnost na sekundarnom tržištu kapitala. Investitori u dionice ulažu zbog zarade na dividendi i razlike u cijeni.

Obveznice imaju prednosti jer su izvor financiranja s najmanjim rizicima. Emisija obveznica je olakšana jer je sami plasman obveznica lakši kao plasman vrijednosnica koji garantira isplatu kamata i nominale po dospijeću. Osim nižeg troška i jednostavnijeg plasmana obveznice, za razliku od dionica, imaju niže troškove izdavanja.

Poduzeća se financiraju u razdoblju prosperiteta ipak malo više dugom, dok se u razdoblju krize financiraju vlastitim sredstvima. Iako su obveznice emitirane tijekom krize valja istaći da krizu svako poduzeće nije osjetilo u jednakom periodu trajanja krize kao i ni u jednakom intenzitetu stoga uočene odnose i odluke o financiranju obveznicama ne treba promatrati izolirano od prosječnog udjela duga i kapitala u izvorima sredstava poduzeća. Isto vrijedi i za provedene emisije dionica.

Tržište kapitala u nas nije dovoljno razvijeno kao u ostalim zemljama EU što dodatno možda ograničava neka poduzeća u odluci izlaska na isto. Ipak, valja istaći da se tržište polako oporavlja što se vidi na volumenu te je znak da se vratio interes investitora ali će biti potrebno još neko vrijeme da se tržište vrati na razdoblje prije udara krize, kako bi ono bilo pouzdan izvor financiranja kojeg odlikuje interes investitora. Udio duga u razdoblju prosperiteta dominira, dok tijekom krize u izvorima veći udio ima ipak vlastiti kapital.

## LITERATURA

### Knjige

1. Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovec, 2014.
2. Matijević, H., Analiza investicijskog projekta velikog prehrambenog poduzeća, Sveučilište u Zagrebu, 2015.
3. Mishkin, F., Eakins, S., Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb, 2006.
4. Orsag, S., Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti financiranja, Sarajevo, Revicon, 2011.
5. Orsag, S., Dedi, L., Tržište kapitala, alca script d.o.o., Zagreb, 2014.
6. Pojatina, D., Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000.
7. Vidučić, Lj.: Financijski menadžment, RRiF-plus, Zagreb, 2006.

### Internet

1. <http://www.agrambrokeri.hr/default.aspx?id=24097> [12.09.2016.]
2. <http://www.capitalmarket.ba/OPSTEINFORMACIJE/Leksikonstrucnihtermina/tabid/165/jezik/en-US/default.aspx> [12.09.2016.]
3. <http://zse.hr/default.aspx?id=44101&index=CROBEX>, [12.08.2016.]
4. Podaci sa službenih stranica ZSE, dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=26>, [05.08.2016.]
5. Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/95, dostupno na: <http://narodne-novine.nn.hr/default.aspx>, čl. 1., [12.08.2016.]
6. Zagrebačka banka i PBIRO: Instrumenti financiranja lokalnih javnih projekata (savjetovanje – konferencija) PBIRO, Rijeka, 2007.

## PRILOZI

### Popis tablica

|                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------|----|
| Tablica 1: Kretanje broja uvrštenih vrijednosnih papira od 2008..... | 26 |
| Tablica 2: Sastav CROBEX-a .....                                     | 30 |
| Tablica 3: Izdane obveznice koje kotiraju na ZSE.....                | 35 |

### Popis slika

|                                                                                                         |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Slika 1: Organizacija poslovanja ZSE.....                                                               | 22 |
| Slika 2: Kretanje prometa dionicama u mil kn od 2008.....                                               | 27 |
| Slika 3: Kretanje prometa obveznicama u mil kn od 2008.....                                             | 28 |
| Slika 4: Kretanje broja transakcija na ZSE od 2008.....                                                 | 29 |
| Slika 5: Udio vlastitog kapitala u izvorima financiranja 2008., 2016. poduzeća sastavnica CROBEX-a..... | 32 |
| Slika 6: Udio duga u izvorima financiranja 2008., 2016. poduzeća sastavnica CROBEX-a.....               | 32 |
| Slika 7: Odnos vlastitog kapitala i duga u izvorima financiranja 2008.....                              | 33 |
| Slika 8: Odnos vlastitog kapitala i duga u izvorima financiranja 2015.....                              | 33 |
| Slika 9: Kretanje broja provedenih dokapitalizacija tijekom krize.....                                  | 34 |

## SAŽETAK

**Izvori financiranja** ključ su rasta poduzeća jer osiguravaju realizaciju investicija i projekata ključnih za razvoj. Izvori financiranja mogu biti unutarnji i vanjski. Unutarnji izvori jesu zadržana dobit i rezerve te dionički kapital. Vanjski izvori je dug koji se može dobiti kod banaka u vidu kredit ili kod dobavljača te na tržištu kapitala u vidu emisije obveznica

Velika poduzeća imaju pristup tržištu kapitala stoga i više mogućnosti kod prikupljanja sredstava financiranja. Upravo to ograničava razvoj mnogim malim poduzećima. Stoga je Zagrebačka burza u suradnji s EBRD započela projekt otvaranja tržišta malim i srednjim poduzećima.

Analiza poduzeća koja kotiraju na ZSE uočeno je da se ista uglavnom financiraju **dugom** i to s udjelom od 60% u strukturi izvora. Uočeno je da se poduzeća financiraju u razdoblju prosperiteta malo više dugom, dok se u razdoblju krize financiraju **vlastitim sredstvima**. Usprkos tome financiranje putem tržišta kapitala u nas nije dovoljno razvijeno zbog nedovoljnog povjerenja investitora što je narušila kriza. Poduzeća nisu sklona izdavanju obveznica također.

Ključne riječi: izvori financiranja, dug i vlastita sredstva.

## SUMMARY

**Sources of funding** are the key to the growth of the company by ensuring the implementation of investments and projects that are crucial for development. Sources of funding can be internal and external. Internal sources are retained gains, reserves and shareholders' **equity**. External sources is debt that can be obtained from banks in the form of a loan or the suppliers and through the capital market in the form of bond issues.

Large companies have access to capital markets and therefore more opportunities in collecting funds. This is what limits the development of many small businesses. Therefore, the Zagreb Stock Exchange in cooperation with the EBRD launched the project of opening the market to SMEs.

The analysis of the companies listed on the ZSE noted that they have in their balance sheets a share of 60% of debt. It was noted that the companies financed in the period of prosperity a little more with **debt**, while in times of crisis fund its own funds. Nevertheless financing through the capital market in our country is underdeveloped due to a lack of confidence of investors for violating the crisis. Companies are not prone to issuing bonds.

Keywords: sources of funding, equity and debt.