KARAKTERISTIKE TRŢIŠTA KAPITALA U RH

Pašalić, Ana

Undergraduate thesis / Završni rad

2018

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:124:484304

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split







SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

KARAKTERISTIKE TRŽIŠTA KAPITALA U RH

Mentor: **Student:**

Prof.dr.sc.Mario Pečarić **Ana Pašalić**

Split, kolovoz, 2018.

SADRŽAJ:

1. UVOD 1

1.1. Definicija problema i cilj rada 1

1.2. Metode istraživanja 1

1.3. Struktura rada 1

2. TRŽIŠTE KAPITALA – POJAM I ZNAČAJ 2

2.1. Pojam i funkcije tržišta kapitala 2

2.2. Pretpostavke za funkcioniranje i razvoj tržišta kapitala 3

2.3. Vrijednosni papiri na tržištu kapitala 4

2.3.1. Dionice 4

2.3.2. Obveznice 5

2.3.3. Primarno i sekundarno tržište vrijednosnih papira 5

2.4. Organizirano tržište kapitala 6

3. HRVATSKO TRŽIŠTE KAPITALA I NJEGOVE KARAKTERISTIKE 8

3.1. Nastanak i specifičnosti razvoja hrvatskog tržišta kapitala 8

3.2. Zakonski okvir 9

3.3. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga - HANFA 9

3.3.1. Središnje klirinško depozitarno društvo - SKDD 11

3.3.2. Brokerska društva u Hrvatskoj 12

3.4. Institucionalni investitori na hrvatskom tržištu kapitala 13

3.4.1. Investicijski fondovi 13

3.4.2. Mirovinski fondovi 15

3.4.3. Osiguravajuća društva 18

3.5. Zagrebačka burza 19

3.6. Varaždinska burza 20

3.7. Institucionalne karakteristike hrvatskog tržišta kapitala 21

4. ANALIZA HRVATSKOG TRŽIŠTA KAPITALA 23

4.1. Dionice i obveznice na hrvatskom tržištu kapitala 23

4.2. Usporedba Hrvatske s odabranim tranzicijskim zemljama 29

5. ZAKLJUČAK 33

POPIS LITERATURE **34**
PRILOZI: **36**
SAŽETAK **38**
SUMMARY **38**

1. UVOD

1.1. Definicija problema i cilj rada

Tržište kapitala kao segment financijskog tržišta i ukupnog financijskog sustava neke zemlje od iznimne je važnosti za svaku nacionalnu ekonomiju zbog toga što se razvoj ovog tržišta javlja kao preduvjet efikasne alokacije sredstava, a samim time vodi ka gospodarskom rastu i razvoju.

Problem istraživanja ovog završnoga rada jest uočavanje pojava i procesa koji su karakteristični za hrvatsko tržište kapitala, kao i investitora i institucija koji sudjeluju u prometu na tržištu, te nadalje određivanje položaja tržišta kapitala RH u odnosu na druge zemlje u razvoju i zemlje u regiji. Dakle, kao glavni cilj postavlja se analiza kojom će se definirati sve važne odrednice koje su vezane uz hrvatsko tržište kapitala, ali i protumačiti kretanja indeksa i prometa vrijednosnih papira kako bi se u usporedbi s drugim zemljama odredio stupanj razvijenosti i efikasnosti tržišta.

1.2. Metode istraživanja

Kroz stručnu literaturu vezanu za financijska tržišta i institucije, te tokove kapitala deskriptivnom metodom definirat će se značajke tržišta kapitala općenito kako bi se upoznalo s osnovnim pojmovima i strukturom tržišta, a zatim i značajke promatranog tržišta. Kroz statističke podatke prikupljene kroz mjesečna, periodična, te godišnja izvješća Zagrebačke burze i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga provest će se analiza, sinteza i komparacija podataka kako bi se došlo do zaključaka vezanih uz položaj tržišta i stupanj njegove razvijenosti.

1.3. Struktura rada

Što se tiče strukture, rad je podijeljen na pet poglavlja. Prvi dio rada odnosi se na uvod u problem i ciljeve rada, te korištene metode. Drugi dio vezan je za tržište kapitala općenito, a treći se bazira na hrvatsko tržište kapitala, odnosno za njegov nastanak, specifičnosti i karakteristike, institucije i investitore. U četvrtom dijelu smještena je analiza tržišta kapitala u RH i to kroz analizu burzovnih indeksa, vrijednosne papire kojima se trguje na uređenom tržištu i izvan njega, te pojedine pokazatelje i vrijednosti vezane za slična tržišta kako bi se dobila krajnja suma karakteristika. Peto poglavlje rada jest zaključak o problemu istraživanja, a kao dodatni dijelovi mogu se navesti popis korištene literature, prilozi i sažetak.

2. TRŽIŠTE KAPITALA – POJAM I ZNAČAJ

2.1. Pojam i funkcije tržišta kapitala

Tržište kapitala predstavlja važan dio financijskog tržišta neke zemlje gdje se uspješno povezuju ponuda i potražnja za kapitalom. Kapital se u ovom slučaju najčešće javlja u obliku dugoročnih vrijednosnih papira, dakle onih čiji je rok dospijeća duži od godine, pa tržište kapitala, u užem smislu, možemo nazvati tržištem dugoročnih vrijednosnih papira. Ponuda kapitala određena je štednjom stanovništva, privrede i javnog sektora, pri čemu se naglasak stavlja na sektor stanovništva koji je imatelj viška financijskih sredstava. S druge strane, potražnju za kapitalom čine svi subjekti na tržištu koji posjeduju ideje, znanje i sposobnost da efikasno investiraju kapital, ali ga sami ne posjeduju u dovoljnoj mjeri pa se javljaju u ulozi tražitelja financijskih sredstava.

Osnova uspješnog funkcioniranja tržišta je u tome da omogući realizaciju kupoprodaje kapitala, te da pritom, uz zadane tržišne uvjete, optimalno budu zadovoljeni interesi i kupaca i prodavalaca.[1]Ovi interesi su uglavnom suprotni, odnosno u interesu kupaca je pribavljanje kapitala po najnižim mogućim cijenama, dok je u interesu prodavalaca da ta cijena bude najviša moguća. Transakcije se odvijaju u okviru različitih zakonskih i pravnih regulativa kako bi se uspostavilo pravno sigurno, transparentno i likvidno tržište na nacionalnoj razini, a svrha kapitala je njegovo efikasno korištenje u investicijske svrhe čime se potiče stabilan gospodarski rast i razvoj neke zemlje. Transparentnost u ovom slučaju podrazumijeva dostupnost informacija koje su potrebne za donošenje utemeljenih investicijskih odlukana jednak način za sve subjekte na tržištu. Budući da tržište kapitala pouzdano odražava deformacije na globalnoj razini, informacije na tržištu od iznimne su važnosti su kako za ekonomske subjekte, tako i za centralne banke. Stoga se ekonomski subjekti oslanjaju na događanja na tržištu kako bi oblikovali ili preoblikovali svoje poslovne i investicijske politike, dok centralne banke na osnovu ovih signala vrše korekcije u postojećim financijskim strategijama. Osim u ukupnom razvoju privrede, tržište kapitala ima značajnu ulogu i u razvoju novonastalih poduzeća koja se teško oslanjaju na klasične izvore financiranja. Razvijeno tržište kapitala smatra se preduvjetom efikasne alokacije sredstava i ekspanzivnog rasta privrede, te omogućuje uključivanje neke zemlje u svjetske financijske tokove, zbog čega je razvoj ovog tržišta vrlo bitan za svaku nacionalnu ekonomiju.

[1]Domančić, P., Nikolić, N. (1994.): Monetarne financije i financiranje razvoja, Sveučilište u Splitu, Split, str. 378.

2.2. Pretpostavke za funkcioniranje i razvoj tržišta kapitala

Da bi tržište kapitala moglo normalno funkcioniralo, potrebne su određene pretpostavke:

1. Državna politika kojom se podupire razvoj tržišta kapitala
2. Zakonska regulativa kojom se uređuje poslovanje na tržištu kapitala
3. Potreba investitora za ulaganjem i potreba gospodarskih subjekata za prikupljanjem kapitala
4. Institucije koje omogućuju izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima.[2]

Slobodan protok kapitala od iznimne je važnosti za funkcioniranje ovog segmenta financijskog tržišta, pa kako bi se to postiglo moraju postojati gospodarski, politički i pravni preduvjeti, a nacionalno tržište treba biti povezano s međunarodnim tržištima kapitala.

U razvijenim zemljama kapital se prikuplja na tradicionalan način. Radi se o izdavanju dionica primarne emisije u trenutku osnivanja ili ponovljenom izdavanju dionica za kapitalne investicije. Sredstva koja su prikupljena primarnom emisijom dionica predstavljaju vlasnički kapital za koji nema obveze vraćanja sve do slučaja likvidacije, što predstavlja korist za poduzeća koja su izdala dionice. Svoju korist kupci dionica ostvaruju u obliku dividendi, te su usmjereni na sekundarno trgovanje i kapitalni dobitak, odnosno očekuju zaradu prodajom dionica na način da dionice prodaju po cijeni koja je veća od kupovne. Da bi se postigao kapitalni dobitak mora postojati mogućnost prodaje dionica u svakom trenutku, odnosno dionice moraju biti likvidne, što se postiže zajedničkim djelovanjem svih institucija i sudionika na tržištu. Burze omogućuju kupoprodaju dionica na kontroliran način kako bi se zaštitili interesi subjekata, te postigla opća korist.

Tržište također mora biti efikasno, što znači da tekuće cijene brzo i točno odražavaju sve dostupne informacije. Efikasnost je moguće postići korištenjem računalne tehnologije koja omogućuje automatsko uparivanje naloga za ponudu i potražnju, kontrolu transakcija, te niže cijene transakcija i informacija, a sve u cilju efikasne alokacije kapitala, što je u interesu svih sudionika na tržištu. Hrvatska je ranije koristila samo jedan dio mehanizma financijskog tržišta koji je obuhvaćao bankovno poslovanje u dijelu štednje građana, standardne kreditne odnose i platni promet pravnihosoba, a ista obilježja zabilježena su i u ostalim tranzicijskim zemljama koje su imale potpuno nerazvijeno tržište kapitala.

[2]Cingula, M., Klačmer Čalopa, M. (2009): Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, str. 56.

2.3. Vrijednosni papiri na tržištu kapitala

Dakle, specifičan proizvod kojim se trguje na tržištu kapitala jest kapital u obliku vrijednosnih papira. Iako se na razvijenim tržištima javlja velik broj vrijednosnih papira, najznačajnijim vrstama drže se dionice i obveznice.

2.3.1. Dionice

Dionica je vlasnički vrijednosni papir koji predstavlja pravo vlasništva u određenom dioničkom društvu.[3] Kao što je već navedeno, sudjelovanjem svih sudionika na tržištu kapitala, dionice postaju likvidna imovina, što znači da se mogu brzo prodati u svakom trenutku. Zadržavanjem dionice, u uvjetima dobrog poslovanja, vlasnik ostvaruje prihod u obliku dividendi, a kapitalni dobitak proizlazi uslijed promjene cijene dionice na tržištu u korist vlasnika. Vrijednost isplaćenih dividendi razmjerna je financijskom rezultatu poslovanja poduzeća, pa je takav prihod varijabilne prirode. Također, vlasnik dionice stječe svoj udio u likvidacijskoj masi ukoliko do takvog slučaja dođe, a sva vlasnička prava koja dioničar posjeduje uvelike ovise i o vrsti dionica. Najčešća podjela dionica jest podjela na obične i preferencijalne ili povlaštene dionice.

Obične dionice dalje dijelimo na dionice serije „A“ i dionice serije „B“ ovisno o tome donose li vlasniku pravo glasa ili ne. Dionice serije „B“, odnosno dionice bez prava glasa, preferiraju samo dioničari koji nisu zainteresirani za pitanja koja se nameću u upravljanju poduzećem, a kod naplate dividendi imaju prednost nad dionicama s pravom glasa.

Povlaštene dionice naziv su dobile s obzirom na povlašteni položaj u odnosu na obične dionice, a taj položaj manifestira se kroz pravo naplate dividendi i redoslijed naplate prilikom likvidacije poduzeća. Ova vrsta dionica posjeduje neka obilježja obveznica, a pritom vrijednosne papire koji sadrže obilježja i vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira nazivamo hibridnim vrijednosnim papirima. Sličnost s obveznicama očituje se u dividendama koje se za ovu vrstu dionica obračunavaju po fiksnoj kamatnoj stopi, iako ne znači nužno da će biti isplaćene, a sve u ovisnosti o ukupnom financijskom rezultatu. Dioničaru ne daju pravo glasa kod upravljanja poduzećem kao dionice serije „A“, a prilikom likvidacije poduzeća vlasniku osiguravaju udio u likvidacijskoj masi u visini nominalne vrijednosti. Međutim, u redoslijedu naplate ipak su podređene u odnosu na vlasnike obveznica.

[3] Hanfa, https://www.hanfa.hr/getfile/39370/%C5%A0to%20je%20dionica.pdf, učitano 10.08.2018.

2.3.2. Obveznice

Obveznica je dužnički vrijednosni papir (za razliku od dionice koja je vlasnički vrijednosni papir), što znači da imatelju obveznice, u određenom roku, pripada pravo na povrat određenog iznosa glavnice i pripadajuće kamate.[4] Kamata koju donose, za razliku od dionica, ne ovisi o financijskom rezultatu poslovanja poduzeća, nego se radi o fiksnom prihodu.

Obveznice koje su emitirane od strane javnog sektora, koji je u prednosti nad drugim emitentima, spadaju među najbolje vrijednosne papire s obzirom na bonitet, a država se ovim putem zadužuje i tako priskrbljuje potrebna sredstva. Nadalje, obveznice mogu biti emitirane i od strane privatnog sektora, a emitiraju ih financijske institucije, poduzeća i drugi subjekti. Kod emisije ovih obveznica javljaju se određeni troškovi garancije. Kada govorimo o hipotekarnim obveznicama, garancija se daje određenom imovinom ili vrijednosnim papirima, a osim u materijalnom obliku garancija može biti izdana i od strane određene institucije (banke ili neke druge). Također, postoje i obveznice koje kao garanciju imaju samo ugled poduzeća koje ih izdaje, a kako raste rizik ulaganja, tako raste i pripadajuća kamatna stopa. Kada takve obveznice emitiraju poduzeća niskog kreditnog rejtinga govorimo o tzv. „Junk Bonds“ koje su veoma prisutne na tržištu SAD-a. Budući da nose najveći rizik, motiv za ulaganje u ove obveznice javlja se u obliku visokih kamatnih stopa koje nose. Druge vrste obveznica koje se javljaju na pojedinim tržištima i u specifičnim situacijama su: participativne obveznice, obveznice s beskamatnim kuponima, konvertibilne obveznice i dr.

2.3.3. Primarno i sekundarno tržište vrijednosnih papira

Primarno tržište je tržište na kojem se odvija emisija vrijednosnih papira, a sekundarno tržište obuhvaća kupoprodaju vrijednosnih papira koji su već ranije emitirani. Tržišta uvelike ovise jedno o drugome, odnosno ne mogu funkcionirati jedno bez drugoga. Emitiraju se, dakle, razne vrste dionica i obveznica od strane privatnog ili javnog sektora.

U okviru primarnog tržišta možemo govoriti o direktnoj emisiji (radi se o direktnom odnosu između emitenta i kupca, odnosno ne postoje posrednici), centralnoj emisiji (indirektni odnosi između emitenta i kupca), te emisiji s centraliziranim uzimanjem zajma koja je zastupljena u većini zemalja Europe (sredstva prikupljena emisijom koriste se za kreditiranje privrede). Ovi tipovi emisija također se mogu isprepletati u različitim kombinacijama na nacionalnim tržištima kapitala.

[4] Hanfa, https://www.hanfa.hr/getfile/39372/%C5%A0to%20je%20obveznica.pdf, učitano 10.08.2018.

Jednom kada su emitirani, vrijednosni papiri mogu se dalje preprodavati na sekundarnom tržištu gdje se njihove cijene mijenjaju kroz promjene u ponudi i potražnji za tim vrijednosnim papirima. Redovito objavljivanje tečajeva vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu povećava njegovu efikasnost koja se mjeri kroz promet vrijednosnih papira različitih vrsta i rokova dospijeća.

2.4. Organizirano tržište kapitala

Organizirano i javno tržište na kojem se odvija trgovanje standardiziranom robom i uslugama, te domaćom i stranom valutom pod strogo određenim pravilima nazivamo burzom. Burza vrijednosnih papira, dakle, predstavlja instituciju organiziranog tržišta kapitala na kojem se trguje vrijednosnim papirima, odnosno radi se o kupnji i prodaji vrijednosnih papira po unaprijed propisanim postupcima na točno određenom mjestu i u točno određeno vrijeme. Ukupan promet vrijednosnih papira koji se odvija na burzi nazivamo burzovnim prometom, a promet koji se odvija izvan određenog mjesta jest izvanburzovni promet.

Iako se pojam burze često poistovjećuje s pojmom tržišta kapitala, između njih postoji značajna razlika. Kao predmet trgovine na burzama javlja se kapital u obliku koji odgovara burzovnom standardu i tada govorimo o dionicama i vrijednosnim papirima s fiksnom kamatom koji ispunjavaju utvrđene propise, a svaki drugi oblik kapitala ne može se javiti kao predmet kupoprodaje u burzovnom prometu iako pripada tržištu kapitala.

Kod burzovnog poslovanja susrećemo se s važnim pojmovima kao što su burzovna kotacija, te burzovna notacija. Kotacija je odobrenje da vrijednosni papir može biti predmet kupoprodaje na burzi, čime se bave nadležni organi burze. Kada vrijednosni papir kotira na burzi dobiva burzovnu notaciju, odnosno cijenu koja je formirana na osnovu ponude i potražnje za tim vrijednosnim papirom. Sudionici u burzovnim transakcijama pritom mogu biti samo ovlaštena društva koja su ujedno i članovi burze. Najčešće se radi o licenciranim posrednicima između kupaca i prodavalaca, takozvanim brokerima koji trguju za račun komitenata, te za svoje poslovanje naplaćuju proviziju (engl. brokerage) koju obračunavaju od ugovorene vrijednosti predmeta kupoprodaje, dok se na engleskim i američkim burzama javljaju i burzovni trgovci koji osim posredovanja obavljaju i preprodaju vrijednosnih papira. Brokeri, dakle, dovode u vezu prodavaoca i zainteresiranog kupca, a transakcije u svoje ime nemaju pravo izvršiti ukoliko imaju nalog komitenta za izvršenje te iste transakcije jer su dužni u potpunosti izvršiti posao naređen od strane svog komitenta. Ovi nalozi su povremene prirode budući da brokeri nemaju trajni ugovorni odnos.

Osim na formalno organiziranom tržištu, vrijednosnim papirima može se trgovati i na međubankarskom tržištu, a vrijednosni papiri koji se pojavljuju kao predmet trgovine su upravo oni koji ne zadovoljavaju uvjete koji su potrebni da bi mogli kotirati na burzi. U Americi, takva tržišta nazivaju se „Over the Counter“, što znači „preko pulta“. Ipak, kao predmet trgovine često se mogu javiti i vrijednosni papiri koji bi mogli kotirati na burzi, zbog poduzeća koja prilikom plasmana dionica ili prodaje obveznica traže pomoć od banke. Ova tržišta predstavljaju početke trgovanja vrijednosnim papirima, a zbog slabijeg nadzora nad poslovanjem izdavatelja, investitori ipak imaju više povjerenja u burzovni promet.

Specifičan slučaj je u SAD-u gdje postoje još i treća i četvrta tržišta vrijednosnih papira. Na trećem tržištu trguje se vrijednosnim papirima koji kotiraju na burzi, ali brokeri koji su u ulozi posrednika u prometu vrijednosnih papira nisu članovi NYSE (New York Stock Exchange). Četvrto tržište, nadalje, podrazumijeva promet vrijednosnih papira bez posrednika, odnosno radi se o direktnoj trgovini između kupca i prodavaoca, što je prihvatljivo za veliki broj vrijednosnih papira koji su predmet kupoprodaje.

Uzimajući u obzir predmet burzovnog poslovanja, razlikujemo:

1. Burze vrijednosnih papira
2. Novčane (devizne, valutne) burze
3. Burze robe
4. Burze usluga

Kao što je već navedeno, burze vrijednosnih papira specijalizirane su za kupoprodaju vrijednosnih papira pod određenim uvjetima, a vrijednosni papiri moraju odgovarati standardima burze. Na novčanim burzama odvija se trgovina efektivnim novcem, a može se trgovati i velikim novčanim sredstvima u obliku kratkoročnih kredita, dok su najznačajnije burze novca smještene u Londonu i Frankfurtu. Na burzi robe trguje se specijaliziranim vrstama robe, kao što su zlato, dijamanti, umjetnine nafta, pšenica i slično. U Europi, najznačajnija robna burza nalazi se u Hamburgu, dok je u svijetu najpoznatija Chicago Board of Trade, gdje se najčešće trguje kukuruzom, sojom, te živom stokom. Za burze usluga karakteristično je potpisivanje specifičnih ugovora, pri čemu predmet trgovanja može biti transport, osiguranje i sl.

3. HRVATSKO TRŽIŠTE KAPITALA I NJEGOVE KARAKTERISTIKE

3.1. Nastanak i specifičnosti razvoja hrvatskog tržišta kapitala

Smatra se da se hrvatsko tržište kapitala počelo razvijati još prije postojanja Hrvatske kao države, u prosincu 1918. kada je organizirana prva burza pod nazivom Zagrebačka burza za robu i vrednote. U travnju iduće godine na burzi se počinje trgovati vrijednosnim papirima, a nekoliko mjeseci kasnije u promet se uključuje različita vrsta robe. Kao predmet trgovine tada se javljaju i mjenice, devize, valute, plemenite kovine i kovani novac. Zatim, 1931. nastupa kriza zbog koje se promet vrijednosnih papira obustavlja, a imovina burze pod utjecajem Drugog svjetskog rata oduzeta je u korist države. 90-ih godina ponovno su stvoreni uvjeti koji omogućavaju rad burze, te je osnovana Zagrebačka burza u današnjem obliku, a zatim i Varaždinsko tržište vrijednosnica.

Društvena poduzeća u Hrvatskoj u početnoj fazi privatizacije transformirana su u državna poduzeća, a zatim u daljnjem postupku privatizacije postaju privatna poduzeća. Poduzeća koja se emitirala dionice u trenutku privatizacije nisu mogla ostvariti korist od te emisije, što je rezultiralo korištenjem kredita kao sredstva za financiranje razvoja. Kuponska privatizacija jedan je od najznačajnijih procesa u kojem su sudjelovali isključivo stradalnici Domovinskog rata, a tijekom ovog procesa nastali su privatizacijski investicijski fondovi, odnosno predstavnici industrije fondova u Hrvatskoj.

Politička podloga iznimno je važna za razvoj tržišta kapitala budući da bez suglasnosti vodećih političkih tijela u državi ne mogu stupiti na snagu zakoni koji daju okvir za napredak ovakvog tržišta, niti se mogu stvoriti institucije koje su potrebne kako bi tržište moglo neometano funkcionirati. Također, ukoliko su državna tijela uključena u slobodni razvoj ovog tržišta, tada raste povjerenje i domaćih i stranih investitora, što omogućuje slobodan protok kapitala na tržištu i sudjelovanje investitora u financiranju gospodarskog razvoja neke zemlje.

Dakle, međunarodna ulaganja uvelike ovise o političkoj stabilnosti u zemlji, a bitan faktor koji privlači investitore je i monetarna stabilnost, odnosno potrebno je voditi računa o tečaju domaće valute i mogućnosti protoka kapitala s hrvatskog na međunarodno tržište i obratno.

Hrvatska pripada grupi zemalja istočne i srednje Europe kod kojih je socijalistički ustroj zamijenjen tržišnom privredom što je dovelo do potrebe za velikim i dugoročnim prilagođavanjem ukupnog gospodarskog sustava razvijenom dijelu Europe. Unutar te prilagodbe središnje mjesto zauzima razvijanje stabilnog financijskog tržišta vrijednosnih

papira i druge robe i usluga. Likvidnost hrvatskog tržišta dosta je niska zbog slabe zainteresiranosti za ulaganja u dionice. Kao i druge tranzicijske zemlje, Hrvatska prolazi kroz intenzivne promjene na tržištu kapitala kako bi došla u korak s procesima i uvjetima koji se odvijaju i prevladavaju u razvijenim zemljama Europske unije. Početak pregovora o uključenju u Europsku uniju donosi oblikovanje novih zakonskih okvira vezanih za tržište kapitala, ali i do izmjena u tada postojećim zakonima.

3.2. Zakonski okvir

Novi Zakon o tržištu kapitala stupio je na snagu 27.07.2018 godine, a njegovo formiranje trajalo je više od dvije godine. Zakon je do sada promijenjen sedam puta, uglavnom zbog prilagodbi odredbama Europske unije, a nova verzija za cilj ima povećanje učinkovitosti financijskih tržišta, smanjenje utjecaja tržišnih nepravilnosti, te stvaranje odnosa povjerenja sa sadašnjim i budućim ulagačima. Uvedeno je ukupno 15 europskih direktiva i 9 uredbi[5], a najveći novitet je taj što se nastoji transakcije izvan uređenih tržišta (OTC tržišta) prebaciti na uređena. Također, s obzirom da se poduzeća u Hrvatskoj više financiraju korištenjem kredita, smanjeni su troškovi i pojednostavljena je procedura prikupljanja kapitala putem tržišta za male i srednje poduzetnike.[6] Zakonom se štite interesi investitora, nastoji se poboljšati kvalitetu informacija koje kruže na tržištu, te se uvode mjere koje će spriječiti zlouporabu tržišta što bi u konačnici trebalo pozitivno utjecati na postojeće tržište kapitala i stvoriti uvjete za povećanje likvidnosti tržišta.

3.3. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga - HANFA

HANFA provodi nadzor nad poslovanjem burzi i uređenih javnih tržišta, investicijskih društava i izdavatelja vrijednosnih papira, brokera i investicijskih savjetnika, vezanih zastupnika, središnjeg klirinškog depozitarnog društva, društava za osiguranje i reosiguranje, zastupnika i posrednika u osiguranju i reosiguranju, društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, mirovinskih osiguravajućih društava, investicijskih i mirovinskih fondova, Središnjeg registra osiguranika, Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, Umirovljeničkog fonda i pravnih osoba koje se bave poslovima

[5]Prema Zakonu o tržištu kapitala, Narodne novine, 65/18.
[6] Prema Zakonu o računovodstvu (NN, 78/15, 134/15) mali poduzetnici su oni koji imaju aktivu do 30 milijuna kn, prihode do 60 milijuna kn, a prosječan broj zaposlenih tijekom poslovne godine iznosi 50; srednji poduzetnici imaju aktivu do 150 milijuna kn, prihode do 300 milijuna kn, a prosječan broj zaposlenih tijekom poslovne godine iznosi 250.

leasinga i faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti.[7] Osnovana je 2005. godine, a kao temeljne ciljeve ističe stabilnost financijskog sustava, te zakonitost poslovanja, a načela kojima se vodi jesu transparentnost, povjerenje između sudionika na financijskim tržištima i izvještavanje potrošača.

Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga[8] sjedište Agencije smješteno je u Zagrebu, a ona se sastoji od pet članova od koji je jedan predsjednik, a zajedno čine upravno vijeće. Članove vijeća predlaže Vlada, a imenuje ih i razrješava Hrvatski sabor u slučajevima propisanim istim zakonom. Savjetodavno tijelo Agencije čini devet članova, a njihova funkcija je razvoj nadzorne prakse kroz stručna mišljenja. Neke od važnijih ovlasti HANFA-e su: provedbeni propisi na temelju Zakona o tržištu kapitala, nadzor nad poslovanjem prethodno utvrđenih subjekata, vođenje različitih evidencija, izdavanje mišljenja o provođenju spomenutog zakona, briga o učinkovitom funkcioniranju financijskih tržišta i dr. Također, HANFA razmjenjuje informacije s Hrvatskom narodnom bankom, a opseg razmjene bit će uređen međusobnim sporazumom.

U okviru Europske unije, HANFA je članica Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA), Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržište kapitala (ESMA) i sudjeluje u radu Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB) koji je zadužen za stabilnost cijelog financijskog sustava na razini Europske unije.[9] Također, postoji bilateralna suradnja sa stranim nadzornim tijelima, a Memorandume o razumijevanju vezane za tržište kapitala Agencija je potpisala sa sljedećim državama: Albanija, Austrija, Bosna i Hercegovina (Federacija Bosne i Hercegovine, Republika Srpska, Distrikt Brčko), Bugarska, Crna Gora, Mađarska, Makedonija, Njemačka, Rumunjska, Slovenija, Srbija i Turska[10] koje imaju slične agencije s funkcijom nadzora nad financijskim sektorom.

Tablica 1: Nadzorne institucije nekih susjednih zemalja

Država	Institucija
Hrvatska	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA)
Mađarska	Magyar Nemzeti Bank (MNB)
Crna Gora	Komisija za tržište kapitala

[7] Hanfa, https://www.hanfa.hr/o-nama/, učitano 13.08.2018.
[8] Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, Narodne novine, 140/05, 154/11, 12/12.
[9] Hanfa, https://www.hanfa.hr/o-nama/medunarodni-odnosi/, učitano 13.08.2018.
[10] Hanfa, https://www.hanfa.hr/o-nama/medunarodni-odnosi/, učitano 13.08.2018.

Slovenija	Agencija za trg vrednostnih papiryev
Srbija	Komisija za hartije od vrednosti

Izvor: Hanfa, https://www.hanfa.hr/o-nama/medunarodni-odnosi/, učitano 13.08.2018.

Slično HANFA-i, MNB[11] obavlja nadzor nad subjektima koji su obuhvaćeni zakonima financijskog sektora, odnosno financijskih institucija, institucija tržišta kapitala, fondova, osiguravajućih društava, te institucija financijske infrastrukture. Komisija za tržište kapitala[12] u Crnoj Gori nadležna je za tržište kapitala, investicijske i druge fondove, dobrovoljne mirovinske fondove i dr., Komisija za hartije od vrednosti[13] u Srbiji nadzire poslovanje brokersko – dilerskih društava i svih društava koji sudjeluju na tržištu, investicijskih fondova, te Centralnog registra, a slovenska Agencija za trg vrednostnih papiryev[14] u svojoj nadležnosti također brine o fondovima, burzama, posredničkim tvrtkama i sl.

3.3.1. Središnje klirinško depozitarno društvo - SKDD

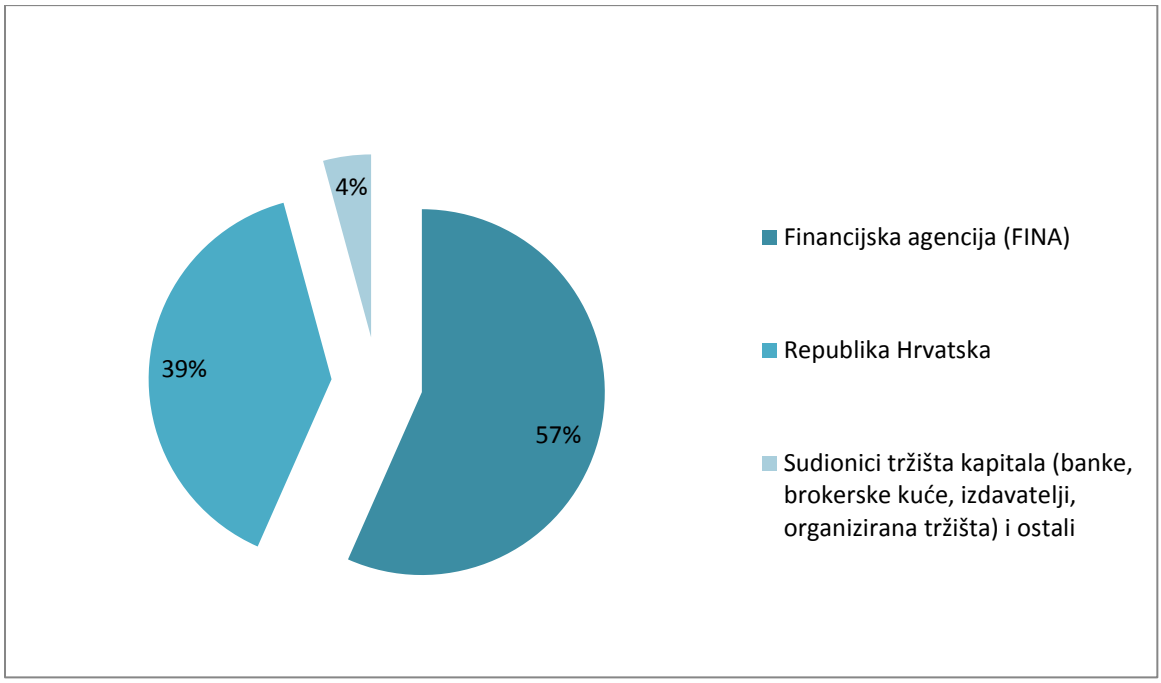
SKDD osnovano je 1997. godine i prvotno je nazvano Središnja depozitarna agencija d.d., a do promjene naziva dolazi u ožujku 2009. godine. Zadaća ovoga društva očituje se u:

1. Upravljanju središnjim depozitorijem nematerijaliziranih vrijednosnih papira
2. Upravljanju sustavom poravnanja i namire transakcija vrijednosnim papirima sklopljenih na uređenom tržištu i međunarodnoj trgovinskoj platformi i izvan njih (OTC transakcije)
3. Određivanju jedinstvenih oznaka za identifikaciju nematerijaliziranih vrijednosnih papira.[15]

Osnivači su bili brokerska društva i burze koje imaju pravo sudjelovati u nadzoru društva, a za nadzor rada Središnjeg klirinškog depozitarnog društva odgovorna je HANFA. SKDD je nezaobilazna institucija svakog razvijenog, efikasnog i sigurnog tržišta kapitala koja pruža investitorima jamstvo da će se procesi prijeboja i namire odvijati s

[11] MNB, https://www.mnb.hu/en/supervision, učitano 13.08.2018.
[12] Komisija za tržište kapitala, http://www.scmn.me/me/o-komisiji/nadleznosti-i-ovlascenja, učitano 13.08.2018.
[13] Komisija za hartije od vrednosti, http://www.sec.gov.rs/index.php/sr/?lang=8859-1, učitano 13.08.2018.
[14] Agencija za trg vrednostnih papiryev, http://www.a-tvp.si/predstavitev-agencije/predstavitev-/naloge-in-pristojnosti, učitano 13.08.2018.
[15] SKDD, http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO, učitano 13.08.2018.

punopravnom sigurnošću, te neće biti nikakvih problema između kupaca i prodavatelja vrijednosnih papira[16], a svi podaci kojima raspolaže čuvaju se u elektroničkom obliku.



Grafikon 1: Imatelji redovnih dionica SKDD-a

Izvor: Samostalni prikaz, podaci prema SKDD, http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO, učitano 14.08.2018.

Iako je u ranijim godinama najveći vlasnik društva bila Republika Hrvatska, iz grafikona 1 vidljivo je da je danas to FINA s nešto manje od 57% udjela u vlasničkoj strukturi, država posjeduje gotovo 40% dionica, a razni sudionici tržišta sada posjeduju malo više od 4% u vlasničkoj strukturi, što je znatno manji udio u odnosu na prošlost.

3.3.2. Brokerska društva u Hrvatskoj

Brokeri, dakle, imaju ulogu posrednika u prometu vrijednosnih papira i drugih predmeta kupoprodaje na tržištu kapitala, a u Hrvatskoj dozvolu za obavljanje ove vrste posredničkih poslova nakon položenog ispita izdaje HANFA. S porastom interesa za brokerskim poslovanjem raste i broj registriranih brokera, a danas ih u Hrvatskoj ima oko 70. Broj registriranih brokerskih društava kontinuirano se mijenja, a jedan od razloga je taj da banke sve više obavljaju poslove na tržištu kapitala pored svoje redovite djelatnosti, te su zbog toga dužne registrirati brokersko društvo. Neke od banaka koje su danas u registru su: Zagrebačka

[16]Klačmer Čalopa, M., Cingula, M. (2009.): Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, str. 88.

banka d.d., Splitska banka d.d., Hrvatska poštanska banka d.d., OTP banka Hrvatska d.d., Privredna banka Zagreb d.d. i dr.

3.4. Institucionalni investitori na hrvatskom tržištu kapitala

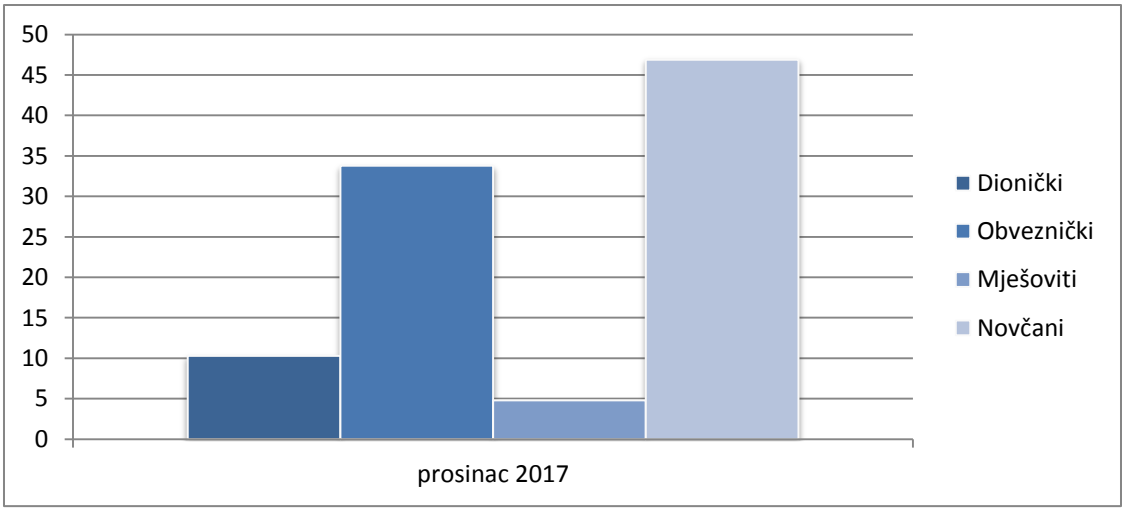
Investitori su najvažniji sudionici tržišta kapitala, a razlikujemo institucionalne i pojedinačne investitore, te pravne osobe kao investitore. U institucionalne investitore možemo ubrojiti fondove (mirovinske i investicijske), društva za osiguranje i sl. Oni ulažu svoj kapital na tržište tako da formiraju portfelj vrijednosnica, a radi se o širokom spektru vrijednosnih papira zbog čega je smanjen rizik investiranja. Njihova uloga na tržištu od velikog je značaja jer, budući da raspolažu velikim kapitalom, imaju utjecaj i na kretanje cijena kapitala na tržištu.

3.4.1. Investicijski fondovi

U Hrvatskoj počinju s djelovanjem tijekom 1995. godine, a u odnosu na ostale institucionalne investitore zabilježili su najveći rast u svijetu, te su danas vrlo pouzdane financijske institucije na koje se subjekti oslanjaju. Njihov kapital dolazi od prikupljanja štednji koje se usmjeravaju u širok spektar vrijednosnica, a motiviranost investitora oslanja se na to da nekad mogu donijeti veći prinos nego ulaganje štednje u banku, uz umjerenu dozu rizika.

90-ih godina u Hrvatskoj se razvija sedam privatizacijskih investicijskih fondova u okviru već spomenute kuponske privatizacije. Odobrenje za osnivanje investicijskog fonda danas izdaje HANFA, a njime upravlja društvo za upravljanje fondovima koje također posluje nakon odobrenja iste nadležne institucije. Jedno ovakvo društvo ima pravo upravljati većim brojem investicijskih fondova. Razlikujemo otvorene i zatvorene investicijske fondove, pri čemu otvoreni prikupljaju novčana sredstva od pojedinačnih investitora i ulažu u vrijednosnice za koje se očekuje porast vrijednosti, a kod zatvorenih fondova investitor kupuje dionice isključivo tog fonda i njima dalje trguje na organiziranim tržištima kapitala. Depozitna banka koju odabire društvo također mora biti odobrena od strane HANFA-e, a jedan od uvjeta za odobrenje jest taj da banka mora imati sjedište u Republici Hrvatskoj.

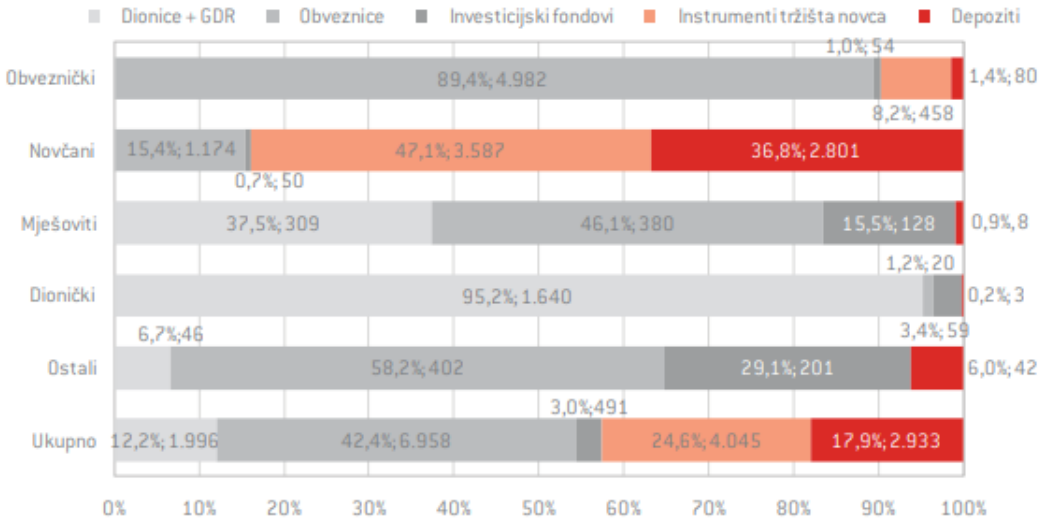
Otvorene investicijske fondove dalje možemo podijeliti na dioničke (ulaže se isključivo u dionice, te se preporučuju dugoročna ulaganja), obvezničke (uglavnom daju veće prinose investitoru od oročene štednje u dugom roku), mješovite (kombinirano ulaganje u dionice i obveznice), te novčane investicijske fondove (podrazumijevaju kratkoročno investiranje i to najčešće u državne vrijednosnice s fiksnim prinosima). Rizik ulaganja najveći je kod dioničkih fondova, ponajviše zato što donose potencijalno veći prinos investitoru.



Grafikon 2: Struktura ukupne neto imovine UCITS fondova u 2017.

Izvor: Samostalni prikaz, podaci prema Hanfa, Godišnji izvještaj za 2017,https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf, učitano 14.08.2018.

Dakle, prema podacima iz 2017. godine prikazanim na grafikonu 2, u Hrvatskoj su najzastupljeniji novčani fondovi (gotovo 50%), zatim u nešto manjoj mjeri obvezнички (oko 30%), a nakon toga dionički (oko 10%) i mješoviti fondovi (manje od 5%). Također, danas je registrirano oko 90 UCITS fondova, od kojih je najviše onih s javnom ponudom, nešto manje od 40 alternativnih fondova, te jedan posebni fond – Fond Hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji.[17]



Slika 1: Struktura ulaganja UCITS fondova na dan 31.12.2017.

Izvor: Hanfa, Godišnji izvještaj za 2017., https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf, učitano 31.08.2018.

[17] Hanfa, https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/, učitano 14.08.2018.

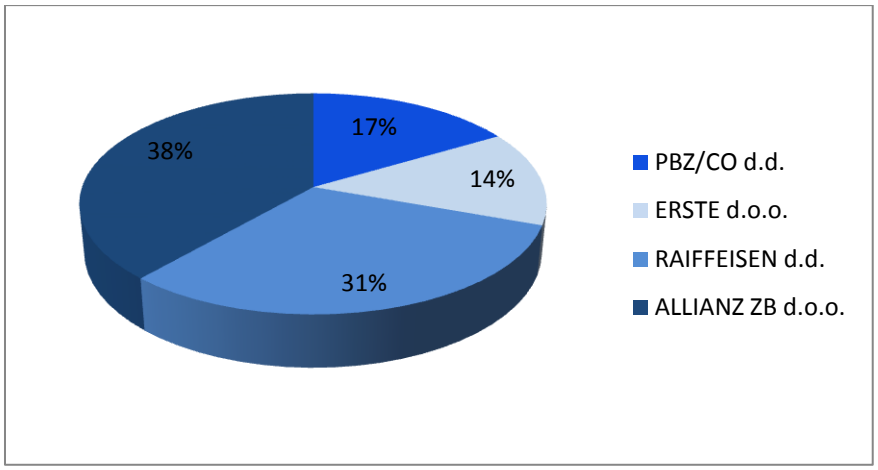
Dakle, prema slici 1 obveznički fondovi, osim u obveznice, u maloj mjeri ulagali su i u investicijske fondove i depozite, te nešto više u instrumente tržišta novca (oko 8%). Dionički, s druge strane, s preko 95% investiraju u dionice, oko 3,5% u investicijske fondove, te u gotovo neznatnoj mjeri u depozite i instrumente tržišta novca. Mještoviti su u nešto većoj mjeri ulagali u obveznice nego u dionice, a oko 15% ulaganja odlazi u investicijske fondove. Ulaganja u instrumente tržišta novca nije bilo, dok se manje od 1% uloga odnosilo na depozite. Novčani fondovi u prošloj godini, osim u instrumente tržišta novca, značajno su ulagali u depozite (više od 35%), zatim u obveznice (oko 15%), te vrlo malo u investicijske fondove (0,7%).

3.4.2. Mirovinski fondovi

Mirovinska reforma u Republici Hrvatskoj provedena je 2002. godine s ciljem rasterećenja države i prijenosa odgovornosti na pojedinca. Poslovanje mirovinskih fondova može se odvijati na dva načina – kroz međugeneracijsku solidarnost ili putem kumulativnih uplata, a u Hrvatskoj nailazimo na mješoviti sustav koji od reforme djeluje kroz tri mirovinska stupa.

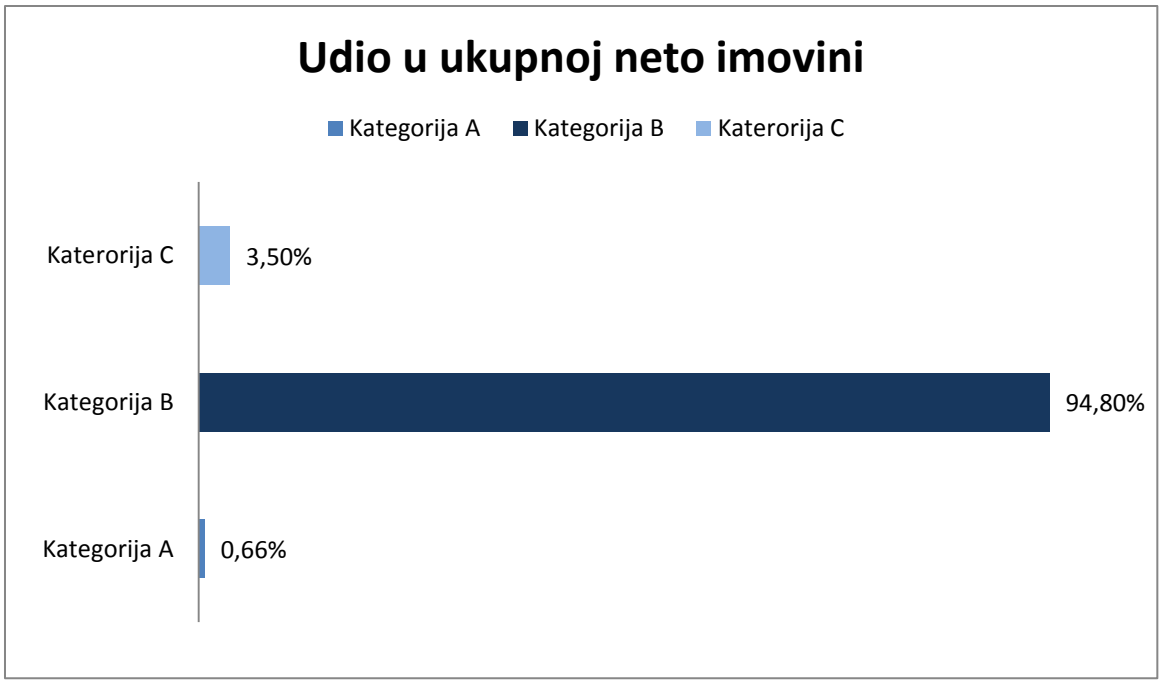
U prvom stupu nalazi se 15% doprinosa iz bruto iznosa plaća koji odlaze Hrvatskom zavodu za mirovinsko osiguranje, a sredstva se koriste za financiranje mirovina trenutnih umirovljenika, odnosno radi se o generacijskoj solidarnosti. Druga razina, odnosno drugi mirovinski stup, podrazumijeva kumulativne uplate (5% doprinosa iz bruto plaća), a osiguranje provode mirovinska osiguravajuća društva i mirovinski fondovi. Treći stup nije obvezan nego omogućava dobrovoljnu štednju, a ulagači mogu biti ne samo zaposleni, nego i nezaposleni ili građani s drugim zaposleničkim statusom. Mirovinski fondovi također mogu poslovati kao otvoreni ili zatvoreni, a razlika je u tome što otvoreni fondovi mogu uključiti samo građane koji su punoljetni, dok zatvoreni imaju jednu potencijalnu skupinu građana. Mirovinski fondovi predstavljaju iznimno važan segment financijskog sustava, te nude razne prednosti kao što su oslobađanje od plaćanja poreza za doprinose mirovinskom fondu, a dobit na kapital temeljem fondovskih investicija također nije oporeziva. Što se tiče institucija nadležnih za ovu vrstu fondova, kroz mirovinsku reformu utemeljena je Hrvatska agencija za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja (HAGENA) – nadzire institucije mirovinskog sustava, Središnji registar osiguranika (REGOS) – vodi evidencija o članovima, kontrolira i osigurava uplate doprinosa, a ukupan nadzor rada mirovinskih fondova obavlja HANFA. Trenutno u Hrvatskoj postoji 12 obveznih mirovinskih fondova i 29 dobrovoljnih. Obvezni mirovinski fondovi su AZ obvezni mirovinski fond, Erste Plavi, PBZ Croatia osiguranje i

Raiffeisen obvezni mirovinski fond dok svaki od njih ima kategoriju A, B i C, a njihovi udjeli prikazani su na grafikonu 3 i 4.



Grafikon 3: Udjeli društava za upravljanje OMF-ovima u ukupnoj neto imovini, lipanj 2018

Izvor: Hanfa, https://www.hanfa.hr/publikacije/mjesecna-izvjesca/, učitano 14.08.2018.

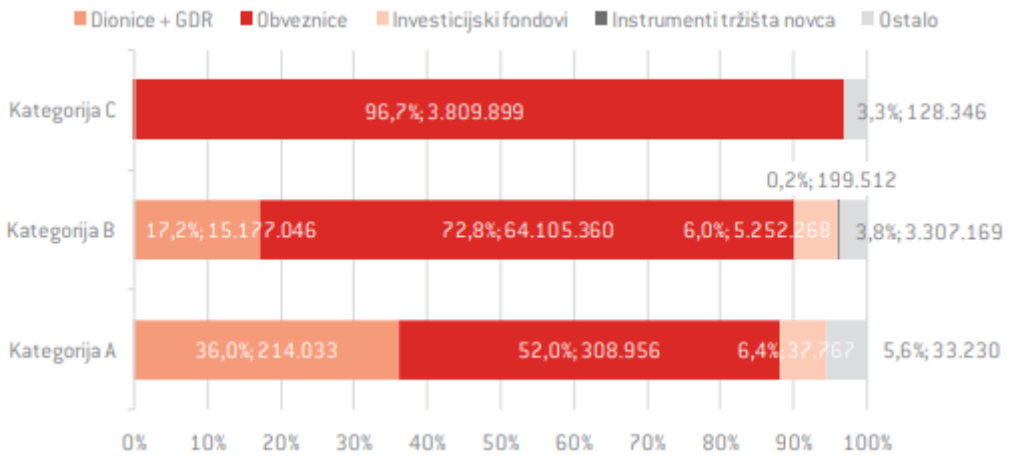


Grafikon 4: Udjeli kategorija A, B i C u ukupnoj neto imovini u lipnju 2018.

Izvor: Prilagođen prikaz, Hanfa, https://www.hanfa.hr/publikacije/mjesecna-izvjesca/, učitano 14.08.2018.

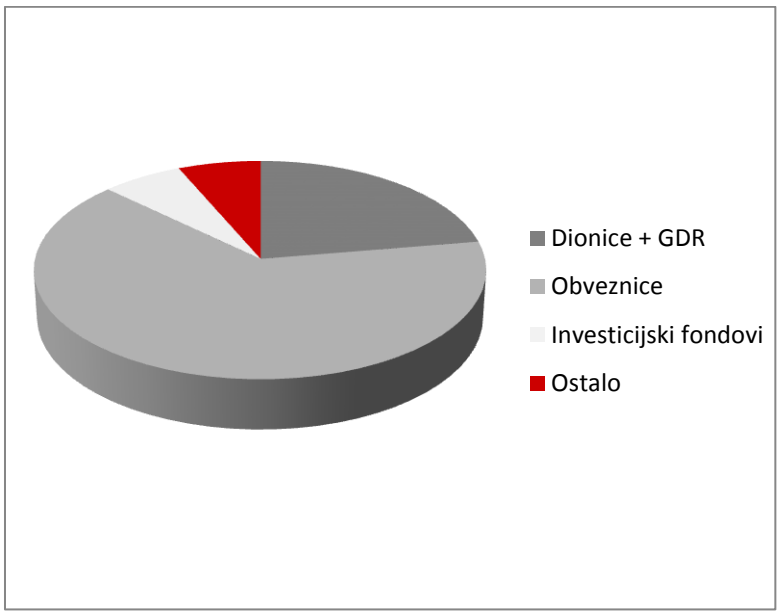
Što se tiče ulaganja obveznih mirovinskih fondova prikazanih na slici 2, kategorija A u prošloj godini najviše je ulagala u obveznice (preko 50%), zatim dionice (36%), te oko 6% u investicijske fondove. Kategorija B u još većoj mjeri ulaganja usmjerava u obveznice (preko 70%), a oko 17% ulaganja usmjereno je u dionice, dok se u investicijske fondove ulagalo s

oko 6%. Kategorija C gotovo sva ulaganja usmjerava u obveznice (nešto manje od 97%), dok ulaganje u dionice nije zabilježeno u 2017.



Slika 2: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorija A, B i C u 2017. (u tis. kn i %)

Izvor: Hanfa, Godišnje izvješće za 2017., https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf, učitano 31.08.2018.



Grafikon 5: Struktura ulaganja otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova u 2017. (u tis. kn i %)

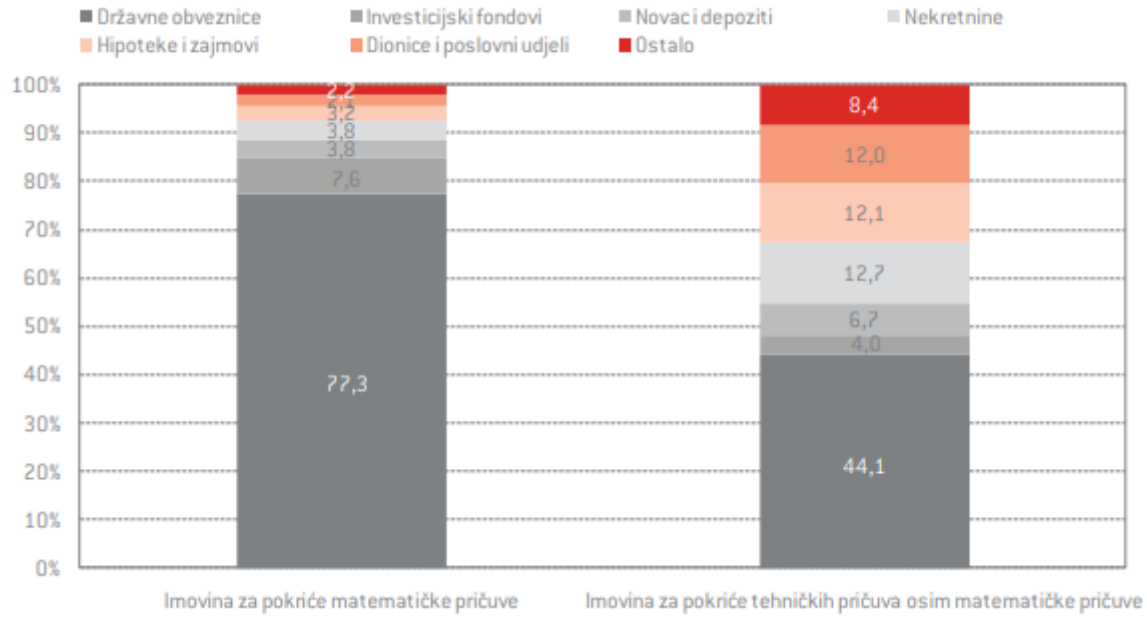
Izvor: Hanfa, Godišnje izvješće za 2017., https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf, učitano 31.08.2018.

Što se tiče dobrovoljnih mirovinskih fondova, u prošloj godini najviše je ulagano u obveznice (oko 65%), u manjoj mjeri u dionice (oko 20%), te u sličnom postotku u investicijske fondove i ostalo, što je vidljivo na grafikonu 5.

3.4.3. Osiguravajuća društva

Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori svojom imovinom i poslovanjem sudjeluju u procesima financijskih tržišta, te i sama mogu biti predmet ulaganja. U okviru ovih društava možemo govoriti o dvije vrste osiguranja. Prva su općenita osiguranja koja pokrivaju štetu nastalu u slučaju požara, poplave, krađe i sl., a neka od njih mogu biti obvezna (osiguranje automobila). Drugi oblik nije vezan za materijalnu imovinu nego osobe, a radi se o životnom osiguranju. Osiguranje se sklapa kao ugovor i pokriva rizik od teških bolesti, ozljeda ili smrti, te predstavlja jedan oblik dugoročne štednje.

Važnost ovih društava proizlazi iz njihova ulaganja vrijednosne papire kroz višak sredstava koji ostvaruju, čime imaju utjecaj na porast potražnje za vrijednosnim papirima, a nadzorno i regulatorno tijelo nad poslovanjem društava za osiguranje i reosiguranje u Hrvatskoj je također HANFA.



Slika 3: Struktura ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva prema računovodstvenim propisima na dan 21.12.2017. (u %)

Izvor: Hanfa, Godišnje izvješće za 2017., https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf, učitano 31.08.2018.

Društva za osiguranje uložila su za pokriće matematičke pričuve 19 mlrd. kn, od čega je najveći postotak ulaganja usmjeren u državne obveznice (čak 77 %), dok je oko 7% uloženo u investicijske fondove, te manji iznosi u ostale stavke. Za tehničke pričuve uloženo je preko 12

mlrd. kn, također najviše u državne obveznice, zatim oko 12% u nekretnine, te gotovo jednako toliko u dionice i poslovne udjele, te hipoteke i zajmove što prikazuje slika 3.

3.5. Zagrebačka burza

Dakle, počeci Zagrebačke burze sežu u 1918. godinu kada je osnovana Zagrebačka burza za robu i vrednote gdje se odvijala trgovina vrijednosnim papirima i raznom drugom robom. Trgovanje vrijednosnim papirima prestaje se odvijati u jeku gospodarske krize 30-ih godina, a kupoprodaja robe (sirovine, metali, valute i sl.) nastavlja se odvijati do završetka Drugog svjetskog rata, nakon čega burza prestaje s radom.

Do obnove burze dolazi tek 1991. godine u nastojanju da se stvori stabilan financijski sustav, a utemeljena je od strane 25 banaka i 2 osiguravajuća društva[18], odnosno ulogom njihovih vlastitih financijskih sredstava, te tako ova burza postaje središte trgovine vrijednosnim papirima u Hrvatskoj. Na burzi trguju već spomenuta brokerska društva, članice burze koje trguju za račun komitenata ili svoj vlastiti.

Što se tiče sustav trgovanja, 1994. godine uvodi se TEST 1 – prvi elektronički distribuirani sustav trgovanja koji je članovima omogućio trgovanje putem računala i modema gdje god se nalazili. Također, podaci o ponudi i potražnji za vrijednosnim papirima bili su dostupni uspostavom veze sa središnjim računalom na burzi što je povećalo kvalitetu i dostupnost informacija. 1995. Zagrebačka burza dobiva službene Internet stranice na kojima su se nalazile cijene, financijski izvještaji o trgovanju, kao i informacije o burzi čime postaje jedva od prvih u Europi i svijetu s vlastitim službenim stranicama. Sustav TEST – 1.5 uveden je 1997. godine. Iako je bio dosta sličan prethodnom sustavu, prednost je bila neprekidna veza članova burze s burzom, a sve nove ponude slale su se i primale automatski. Treća generacija trgovinskog sustava uvedena je dvije godine kasnije pod nazivom MOST, a njime su ukinuta mnoga ograničenja prethodnih sustava. Najvažniji pomak bile su automatski sklopljene transakcije, a sustav se jednostavno moglo prilagoditi novim promjenama u budućnosti. Tijekom iduće godine uvodi se MOSTich koji omogućuje praćenje trgovanja na burzi putem Interneta i pretplate.

Godine 2007. uvodi se nova trgovinska platforma, sustav X – Stream od strane švedske grupacije OMX koji su specijalizirani za područje burzovnih softvera, a sustav omogućuje

[18]Zagrebačka burza, https://www.zse.hr/default.aspx?id=26, učitano 15.08.2018.

trgovanje dionicama, obveznicama, te svim tipovima izvedenica. Od prošle godine trgovanje se odvija putem sustava XETRA, jednog od vodećih elektroničkih sustava u svijetu.

Prema zaključnom stanju na dan 31.12.2017 godine najveći dioničar bio je PBZ CO OMF s udjelom u vlasničkoj strukturi od oko 8,5%, zatim ICAM OUTFOX MACRO INCOME s gotovo 6% dionica, te Investco d.o.o. s nešto manje od 5,5% i ostali.[19] Vlasnička struktura malo je promijenjena u odnosu na 2016. godinu kada je najveći dioničar bio Investco d.o.o. koji je tada posjedovao gotovo 10% dionica, EBRD s gotovo dvostruko manjim udjelom, te Interkapital d.d. koji je također posjedovao oko 5%.[20]

3.6. Varaždinska burza

Varaždinska burza, kao organizirano tržište, utemeljena je 2002. godine, a u ranijim godinama poslovala je kao OTC tržište pod nazivom Varaždinsko tržište vrijednosnica koje je bilo prvo hrvatsko uređeno javno tržište. Osnivači su bile 23 fizičke osobe s namjerom stvaranja infrastrukture potrebne za transparentno trgovanje vrijednosnim papirima nastalih iz prve faze privatizacije državnih tvrtki.[21] Varaždinsko tržište vrijednosnica osiguralo cijene za kupce i prodavatelje koje su transparentno formirane na tržištu za razliku od kupoprodaje koja se do tada odvijala putem novinskih oglasa uz netransparentne troškove transakcija.

Varaždinsko tržište vrijednosnica trgovalo je on - line sustavom s grafičkim sučeljem (OTIS) koje je u potpunosti informatiziralo proces kupoprodaje koji se u početku odvijao prikupljanjem naloga putem telefona i telefaksa. Nakon toga uveden je novi sustav nazvan BTS, odnosno Burzovni trgovinski sustav koji je svim članovima burze omogućio pristup transparentnim informacijama o svim događajima na tržištu uz pravovremene kupoprodajne naloge.

Kao što je već spomenuto, Varaždinsko tržište vrijednosnica transformirano je u Varaždinsku burzu 2002. godine, te je iste godine ostvaren promet dionicama koji premašuje polovinu prometa dionicama na hrvatskom tržištu kapitala. Iduće godine zakon propisuje Kotaciju javnih dioničkih društava, pri čemu se najviše poduzeća iz Hrvatske odlučuje upravo za Varaždinsku burzu.

[19] Zagrebačka burza, http://zse.hr/userdocsimages/financ/ZB-fin2017-1Y-REV-K-HR.pdf, učitano 15.08.2018.
[20] Zagrebačka burza, http://zse.hr/userdocsimages/financ/ZB-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf, učitano 15.08.2018.
[21] Klačmer Čalopa, M., Cingula, M. (2009): Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, str. 68.

Službeni indeks burze bio je VIN indeks koji je po prvi put uveden u listopadu 1997. godine. VIN indeks je dionički indeks, dakle sastavljen od dionica, a osnova je bila njihova tržišna kapitalizacija pri čemu težina dionice nije smjela premašiti 25%. Početna vrijednost ovoga indeksa iznosila je 1.000 bodova.

Varaždinska burza u ovom obliku danas više ne postoji. 16.03.2007 godine došlo je do pripajanja Zagrebačkoj burzi inicijativom članica obje burze, a trgovina vrijednosnim papirima u Hrvatskoj tako postaje centralizirana u Zagrebu pri čemu je završen proces konsolidacije hrvatskog tržišta kapitala. Tako su stvoreni preduvjeti za jedinstveno nacionalno tržište kapitala pod nazivom Zagrebačka burza d.d. za koje se očekuje uspješan rast i razvoj u budućnosti što bi u konačnici dovelo do jačanja cijelog hrvatskog financijskog sustava.

3.7. Institucionalne karakteristike hrvatskog tržišta kapitala

Dakle, prvi događaji koji su obilježili hrvatsko tržište bili su privatizacija koja se koristila u ranoj tranzicijskoj fazi s ciljem razvoja mladih tržišta kapitala, te kuponska privatizacija koja se također koristila u nizu tranzicijskih zemalja i kroz koju nastaju privatizacijski investicijski fondovi u Hrvatskoj, te sama zamjena socijalističkog ustroja tržišnom privredom čime počinje prilagodba hrvatskog tržišta razvijenom europskom sustavu, što se odvija i danas.

U tekućoj godini formiran je novi Zakon o tržištu kapitala usmjeren na smanjenje tržišnih nedostataka i nepravilnosti o kojima će se kasnije govoriti. Još jedna važna značajka jest financiranje poduzeća putem kredita, a u maloj mjeri prikupljanjem kapitala na tržištu, zbog čega dolazi do promjene uvjeta sudjelovanja na tržištu. Za nadzor svih segmenata tržišta zadužena je HANFA koja kroz različite sporazume surađuje s tijelima Europske unije i drugih europskih zemalja kako bi spomenuta prilagodba bila potpuna. Pored HANFA–e, važnu ulogu na tržištu vrijednosnih papira ima i SKDD koje nastoji stvoriti sigurno, efikasno i razvijeno tržište kapitala.

Među posrednicima na tržištu sve više raste broj banaka čime se također ističe bankocentričnost financijskog sustava što je karakteristično i za druge tranzicijske zemlje. Značajnu ulogu imaju i institucionalni investitori u vidu investicijskih i mirovinskih fondova, te osiguravajućih društava koji sudjeluju na tržištu s velikom količinom kapitala ili su i sami predmet ulaganja. U okviru mirovinskih fondova važno je spomenuti i mirovinsku reformu kojom je restrukturiran cjelokupni mirovinski sustav, što je utjecalo i na alokaciju kapitala.

Također, kao jedan od najvažnijih događaja vezanih uz hrvatsko tržište kapitala zasigurno je pripajanje Varaždinske burze Zagrebačkoj čime tržište vrijednosnih papira postaje centralizirano. Na hrvatskom tržištu kapitala, kao i kod ostalih tranzicijskih tržišta, ističe se dobra infrastruktura i suvremeni elektronički sustav trgovanja.

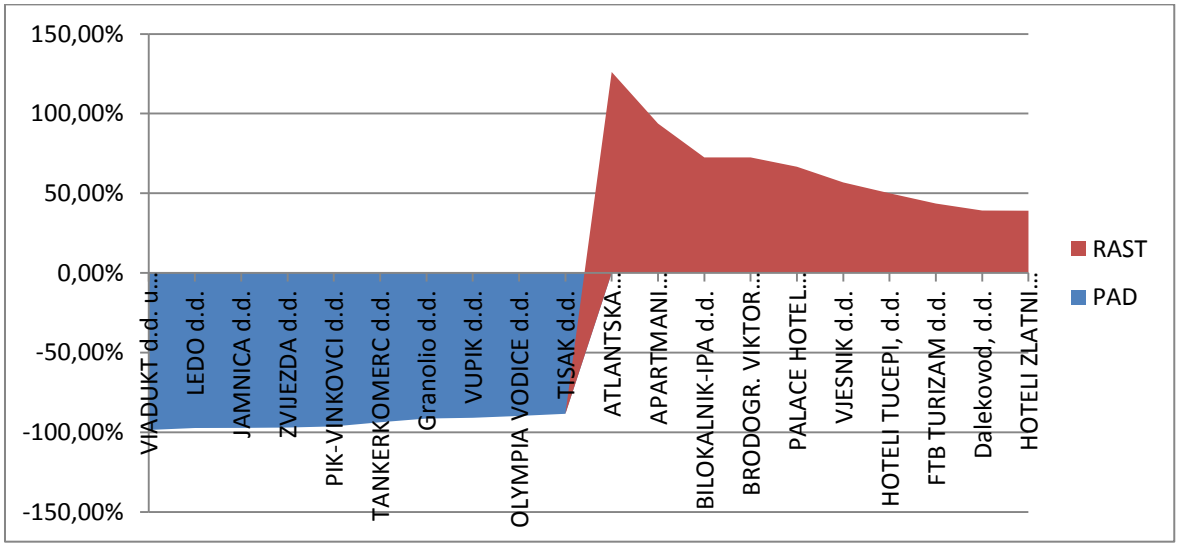
4. ANALIZA HRVATSKOG TRŽIŠTA KAPITALA

4.1. Dionice i obveznice na hrvatskom tržištu kapitala

U okviru uređenog tržišta Zagrebačke burze razlikujemo redovito, službeno i vodeće tržište. Na redovitom tržištu izdavatelj je dužan dostaviti samo minimalno potrebne informacije, dok za službeno i vodeće postoje stroža pravila. Na svojoj službenoj stranici, burza objavljuje izvještaje o trgovini na tržištu u koje su, pored ostalog, uvrštene dionice s najvećim porastom i padom cijene, te dionice s najvećim prometom.

Prema grafikonu 6, najveći porast cijene dionica u prošloj godini ostvarilo je poduzeće Atlantska plovidba d.d., pri čemu je ukupan porast cijene iznosio 126,12%, te su to jedine dionice čija je cijena porasla preko 100%. Značajan porast su također imale dionice emitirane od strane Apartmani Medena d.d. (93,76%), a devet od deset dionica uvrštenih u ovu listu prometovale su na redovnom tržištu. Ukupan broj poduzeća kojima je porasla cijena dionica je 42.

S druge strane, pad cijena dionica zabilježen je kod 80 poduzeća, najveći kod poduzeća Viadukt d.d. (u stečaju), a iznosio je čak 98,54%. Nakon njih očekivano slijede dionice iz grupeAgrokor – Ledo, Jamnica, Zvijezda, Pik Vinkovci čiji je pad cijene iznosio oko 97%.

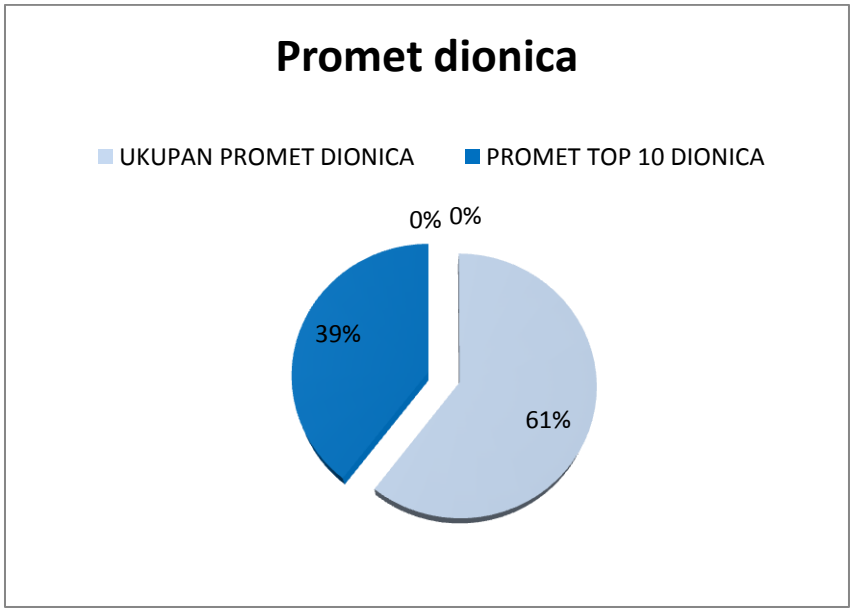


Grafikon 6: Top 10 dionica s najvećim porastom i padom cijene u 2017.

Izvor: Samostalan prikaz, podaci prema Zagrebačkoj burzi, http://www.zse.hr/default.aspx?id=178, učitano 17.08.2018.

Uvjerljivo najveći promet u cijeloj godini ostvarile su dionice koje je izdala Valmar Riviera d.d., a radi se o vrijednosti preko 330 milijuna (imale su porast cijene oko 25%). Dionice

izdavatelja HT d.d. u ukupnom prometu su sudjelovale s više od 280 milijuna, a Ledove dionice koje su imale drugi najveći pad cijene na tržištu imale su tek nešto manji promet. Na listu su uvrštene i dionice Jamnice d.d. s također velikim padom cijene, te Atlantska plovidba d.d. s najvećim porastom cijena dionica. U usporedbi s 2016. godinom, lista dionica s najvećim prometom nije se puno promijenila kada se ponovno javljaju dionice HT d.d., Valmar Riviera d.d., Podravka d.d., Ledo d.d., Zagrebačka banka d.d., te Atlantic Grupa d.d.

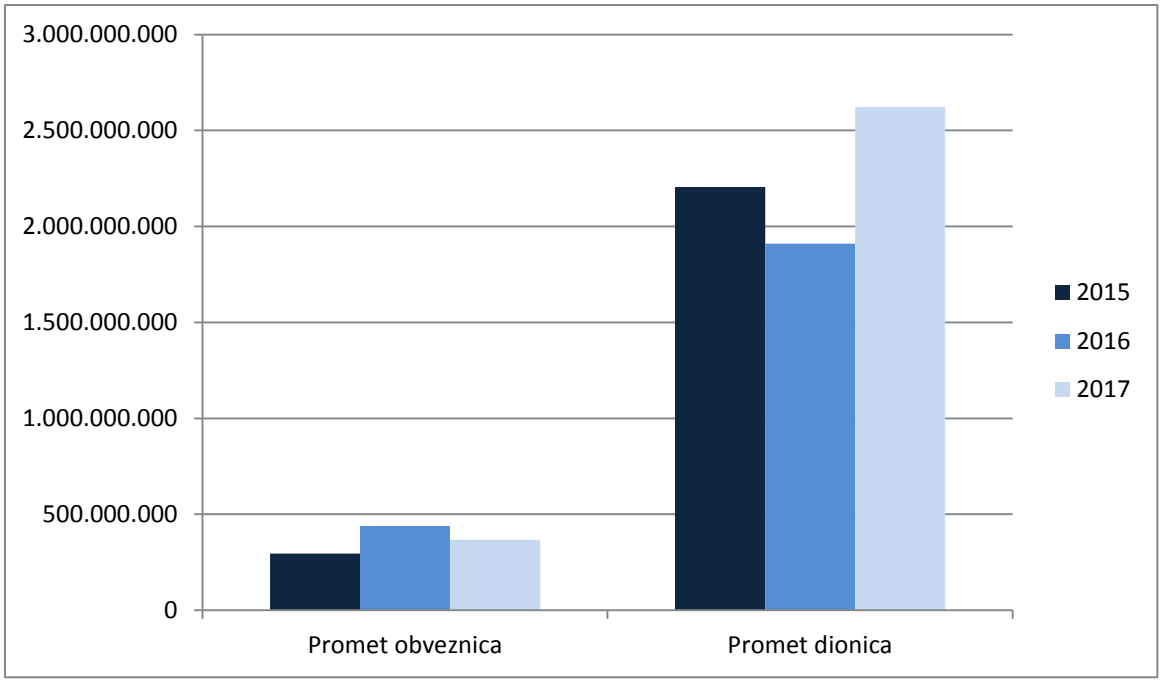


Grafikon 7: Udio prometa top 10 dionica u ukupnom prometu dionica na Zagrebačkoj burzi u 2017.

Izvor: Samostalan prikaz, podaci prema Zagrebačkoj burzi, http://www.zse.hr/default.aspx?id=178, učitano 17.08.2018.

Što se tiče strukture tržišta, na vodećem tržištu nije ostvaren promet, a na službenom je bio veći nego na redovitom. Ukupan promet dionica znatno je porastao u odnosu na 2015. i 2016. godinu.

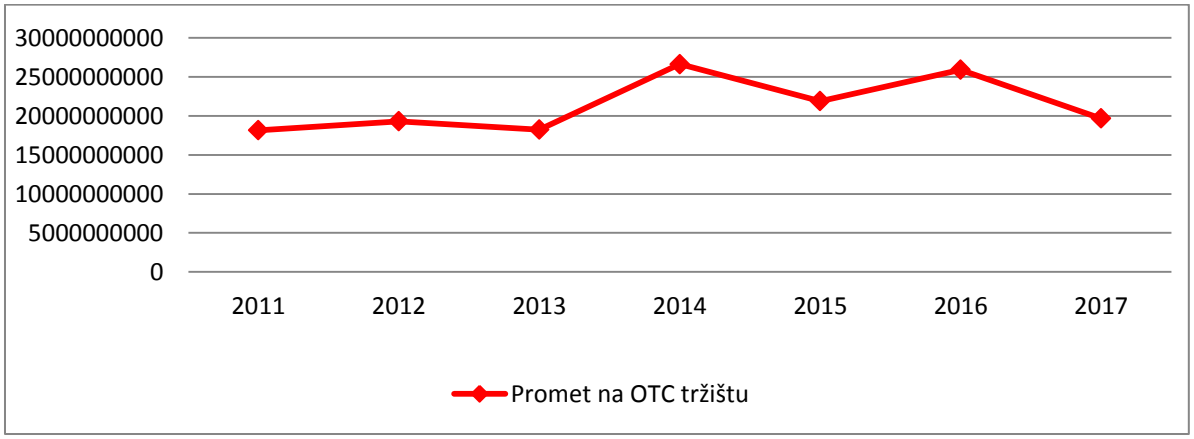
Za razliku od dionica, za Zagrebačku burzu karakterističan je znatno manji promet obveznica što je vidljivo iz grafikona 8, a komercijalni zapisi, strukturirani proizvodi i ETF – ovi nisu sudjelovali u prometu prethodne godine. Promet obveznica je u padu u odnosu na godinu ranije, ali je još uvijek veći nego u 2015.



Grafikon 8: Promet dionica i obveznica na Zagrebačkoj burzi u posljednje tri godine

Izvor: Samostalan prikaz, podaci prema Zagrebačkoj burzi, http://www.zse.hr/default.aspx?id=178, učitano 17.08.2018.

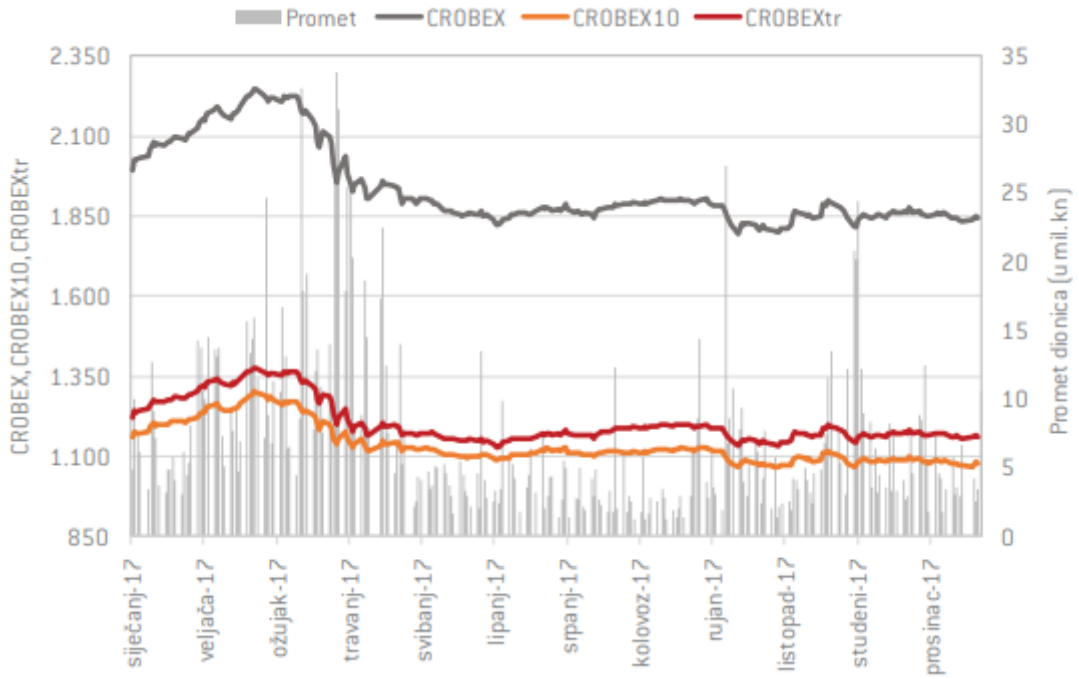
Promet vrijednosnih papira izvan uređenog tržišta, dakle na OTC tržištima, znatno je veći, posebno kada govorimo o obveznicama. Tako promet obveznica čini veliku većinu ukupnog prometa koji se znatno smanjio u 2017. u odnosu na 2016. Prema grafikonu 9, u ranijim godinama promet na ovim tržištima nije se značajno mijenjao, zatim je naglo porastao u 2014. i od tada neravnomjerno oscilira.



Grafikon 9: Promet na OTC tržištu u razdoblju od 2011. – 2017.

Izvor: Samostalan prikaz, podaci prema Zagrebačkoj burzi, http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2010, učitano 17.08.2018.

Službeni indeks koji mjeri vrijednost dionica na Zagrebačkoj burzi naziva se CROBEX (CBX), a u uporabi je od 1997. godine. Radi se o cjenovnom indeksu pri čemu dividende nisu uključene u izračune, te je sastavljen od 25 dionica. Njegova bazna vrijednost iznosi 1.000 bodova, a izračunava se na osnovu tzv. free float tržišne kapitalizacije koja se za pojedinu dionicu računa kao omjer između free float tržišne kapitalizacije i free float tržišne kapitalizacije na određeni (bazni) datum. Revizija se obavlja na polugodišnjoj razini i to u ožujku i rujnu. Ostali dionički indeksi na Zagrebačkoj burzi su: CROBEX – Turist (turizam), CROBEXtr, CROBEXtransport, CROBEXplus, CROBEXnutris (proizvodnja i prerada hrane), CROBEXkonstrukt, CROBEXindustrija i CROBEX10 (10 dionica iz indeksa CROBEX s najvećom free float tržišnom kapitalizacijom i prometom).[22]



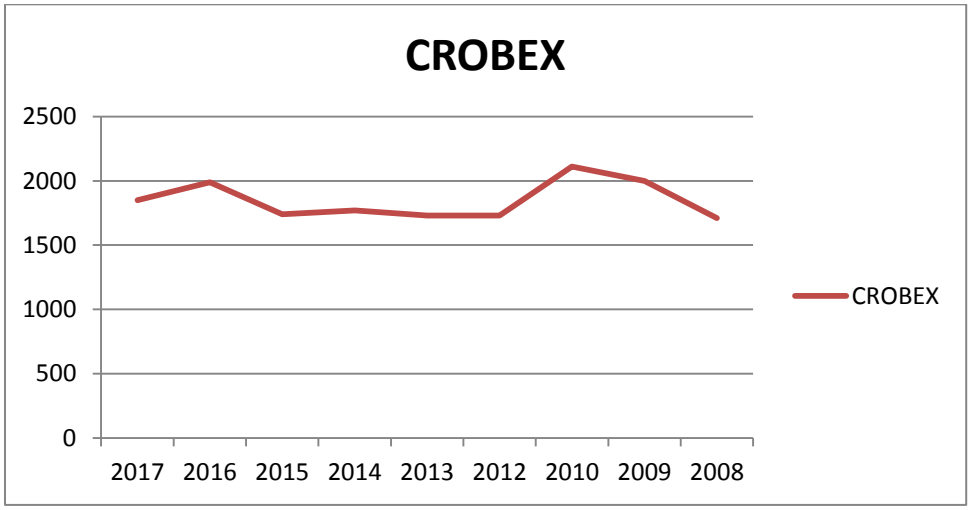
Slika 4: Kretanje vrijednosti indeksa CROBEX, CROBEX10 i CROBEXtr i prometa dionica u sastavu CROBEX – a na Zagrebačkoj burzi tijekom 2017. godine

Izvor: Hanfa, https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf, učitano 16.08.2018.

Iz prošlogodišnjeg izvještaja, na slici 4 vidljivo je da su vrijednosti indeksa najviše tijekom veljače, a zatim počinju padati u ožujku, te se uglavnom značajno ne mijenjaju do kraja godine. Promet dionica pritom je bio najviši krajem ožujka i početkom travnja. Vrijednost indeksa CROBEX u prosincu je iznosila oko 1.850 bodova što je niže u odnosu na podatke iz 2016. kada je iznosila oko 1.990 bodova. U odnosu na prethodne godine (prema podacima na

[22] Zagrebačka burza, http://zse.hr/default.aspx?id=43538, učitano 16.08.2018.

kraju godine), nisu se javljale prevelike oscilacije u kretanju indeksa, a najveće vrijednosti bile su na kraju 2010. (oko 2.110 bodova), te godinu ranije (oko 2.000), što je prikazano na grafikonu 10.



Grafikon 10: Kretanje indeksa CROBEX na Zagrebačkoj burzi u razdoblju 2008. – 2017.

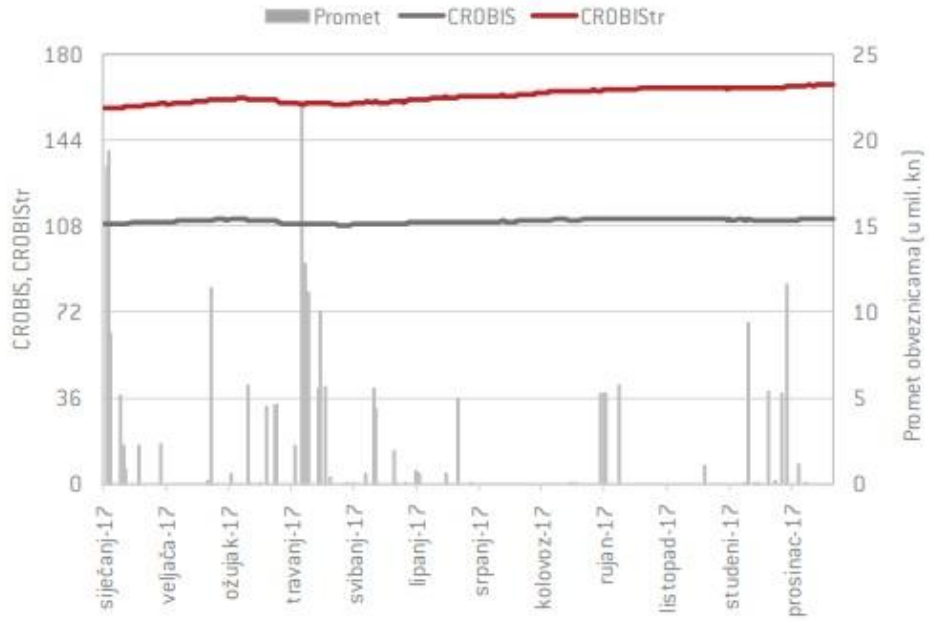
Izvor: Samostalan prikaz, podaci prema Zagrebačkoj burzi, http://zse.hr/default.aspx?id=43538, učitano 16.08.2018.

Napomena: prosječne vrijednosti indeksa uzete su s kraja svake pojedine godine (zadnji dani u prosincu).

Na kraju 2007. godine Crobex indeks je prelazio 5.000 bodova, a pod utjecajem krize na svjetskom tržištu kapitala pada na bodovnu vrijednost prikazanu u 2008. godini.

Obveznički indeksi Zagrebačke burze su CROBIS i CROBISTR. CROBIS je cjenovni indeks sastavljen od državnih i obveznica državnih agencija nominalne vrijednosti izdavanja veće od 75 mil. €, fiksnu kamatnu stopu, te dospijeće preko 18 mjeseci, a bazna bodovna vrijednost je 100. Sastav indeksa je isti i za CROBISTR koji je indeks ukupnog prinosa. Oba indeksa podliježu reviziji kvartalno.

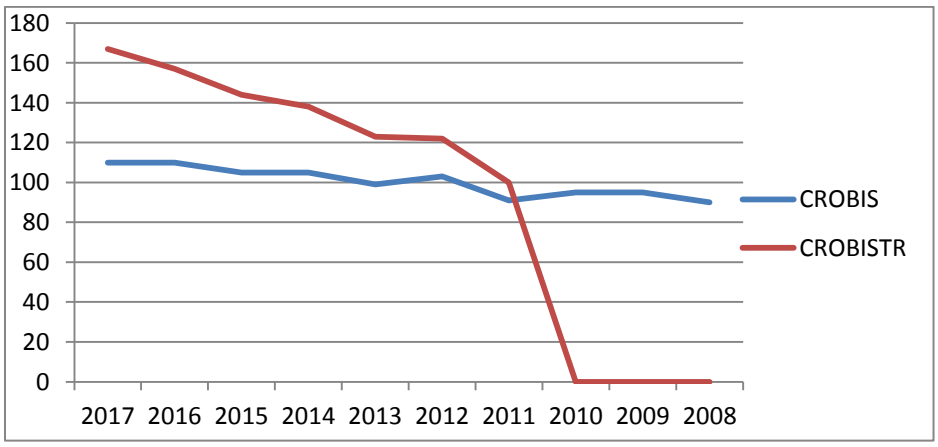
Vrijednost indeksa CROBIS prošle godine se uglavnom održavala u konstantnim granicama, te je na kraju godine iznosila je oko 110 bodova. Otprilike ista situacija događala se i s drugim obveznickim indeksom, iako uz malo veće oscilacije. Krajem iste godine bodovna vrijednost iznosila je oko 170, a to je ujedno bila i najveća vrijednost u 2017. godini. Slika 5 prikazuje da je promet obveznica najviši je bio početkom travnja, te nešto manji početkom siječnja.



Slika 5: Kretanje vrijednosti indeksa CROBIS, CROBIStr i prometa obveznica u sastavu CROBIS – a na Zagrebačkoj burzi tijekom 2017.

Izvor: Hanfa, https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf, učitano 16.08.2018.

U usporedbi s prethodnim godinama, iz grafikona 11 može se donijeti zaključak o manjim oscilacijama kod obvezničkih indeksa u odnosu na dioničke. CROBIS indeks uglavnom se kreće u intervalu između 95 – 100 bodova, a uzimajući u obzir sami kraj godine, najveće vrijednosti zabilježene su u 2016. i 2017. godini. Kod indeksa CROBISTR zabilježen konstantan rast od početka upotrebe (u 2011.), a najveća vrijednost bila je u prošloj godini kada je iznosila oko 170 bodova, te nešto manje u godini ranije (oko 160).

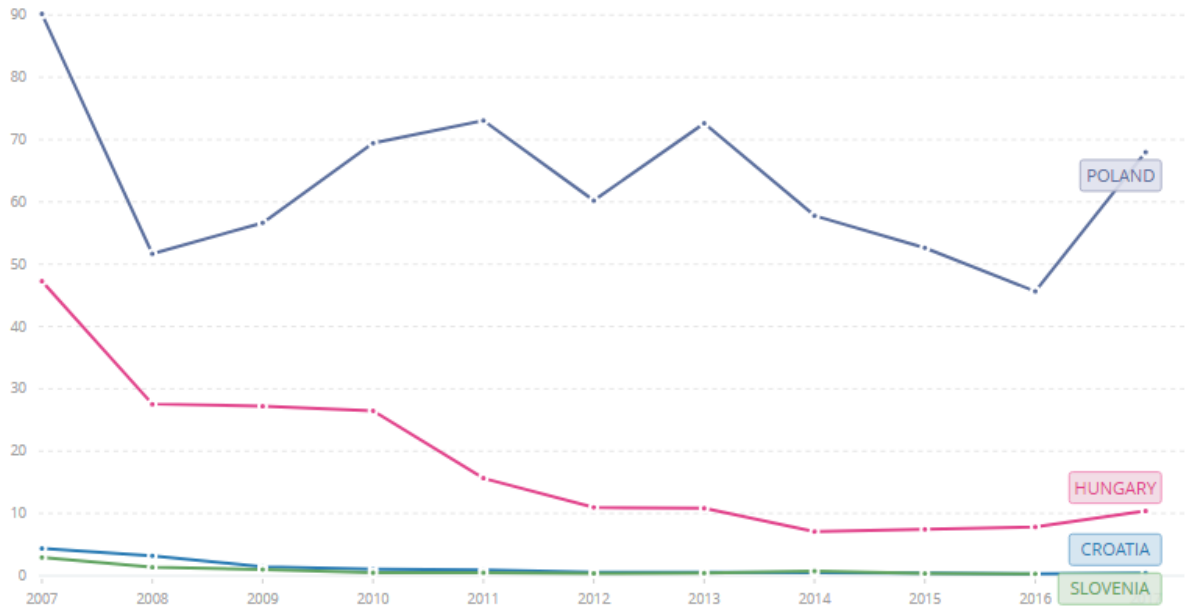


Grafikon 11: Kretanje indeksa CROBIS i CROBISTR na Zagrebačkoj burzi u razdoblju 2008 – 2017.

Izvor: Samostalan prikaz, podaci prema Zagrebačkoj burzi, http://zse.hr/default.aspx?id=43538, učitano 16.08.2018.

4.2. Usporedba Hrvatske s odabranim tranzicijskim zemljama

Stupanj razvijenosti pojedinog tržišta kapitala može se promatrati s više aspekata, a za provedbu ove analize promatrat će se ukupan promet dionica i iznos tržišne kapitalizacije, udio ovih dviju vrijednosti u BDP-u i njihov međusobni omjer kako bi se došlo do zaključaka o veličini, aktivnosti i likvidnosti tržišta, a tranzicijske zemlje s kojima je komparirano hrvatsko tržište kapitala jesu Poljska, Mađarska i Slovenija.



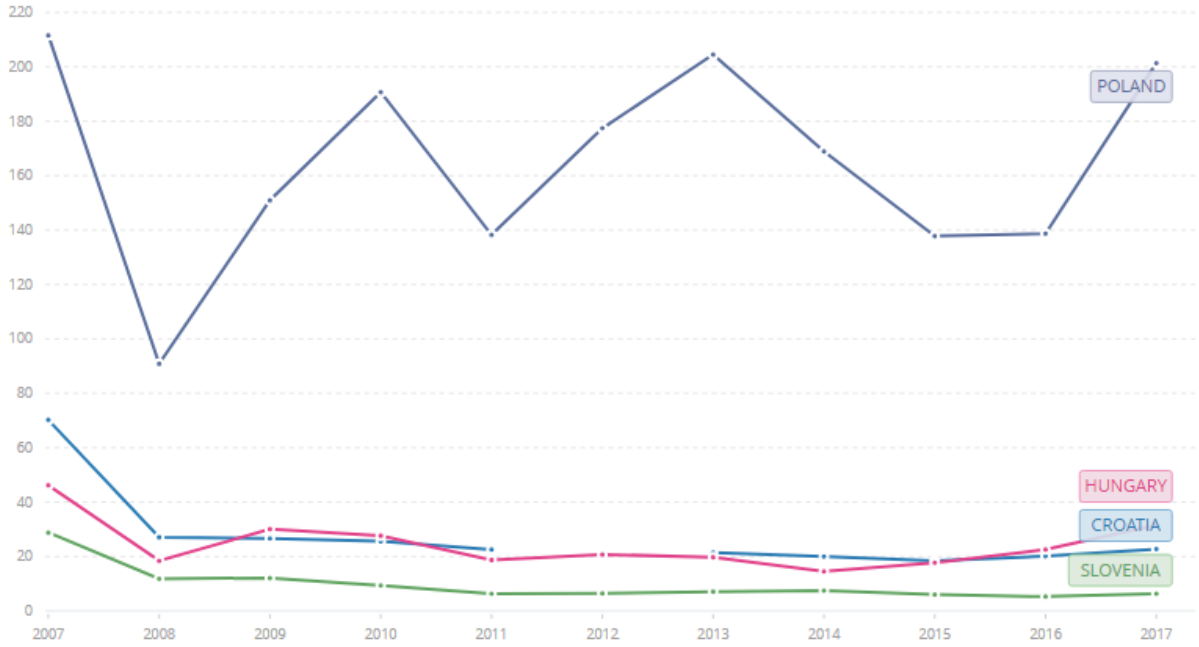
Slika 6: Ukupan promet dionica u razdoblju od 2007. – 2017. (u bilijunima USD)

Izvor: WDI, https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD?end=2017&locations=HR-SI-PL-HU&start=2007&view=chart, učitano 02.09.2018.

Kada govorimo o prometu dionica kao jednom od pokazatelja aktivnosti na tržištu kapitala, među odabranim tranzicijskim zemljama na slici 6 izdvaja se poljsko tržište kao najrazvijenije pri čemu je promet dosegao čak 90 bilijuna USD u 2007. godini, a kasnije neravnomjerno oscilira između 50 i 70 bilijuna USD. Na mnogo niže vrijednosti nailazimo kod mađarskog tržišta – od 2007. – 2013. između 10 i 50 bilijuna USD, a zatim vrijednosti padaju, dok su Hrvatska i Slovenija prema ovim brojkama vrlo slične, te gotovo neznatne u odnosu na poljsko tržište. U prošloj godini promet dionica u Poljskoj dosezao je gotovo 70 bilijuna USD, dok je u Mađarskoj bio oko 7 puta manji, a u Hrvatskoj i Sloveniji nailazimo na vrijednosti od oko pola bilijuna USD.

Prema slici 7, kada govorimo o tržišnoj kapitalizaciji, Hrvatska i Mađarska se u ovom slučaju nalaze u nešto boljem položaju u odnosu na Sloveniju, ali i dalje daleko ispod poljskog tržišta

kapitala koje u pojedinim godinama doseže vrijednosti i preko 200 bilijuna USD i pokazuje najveće oscilacije. Tržišna se kapitalizacija, pritom, na hrvatskom i mađarskom tržištu kapitala kretala oko 20 bilijuna USD, te oko 5 bilijuna USD na slovenskom tržištu.

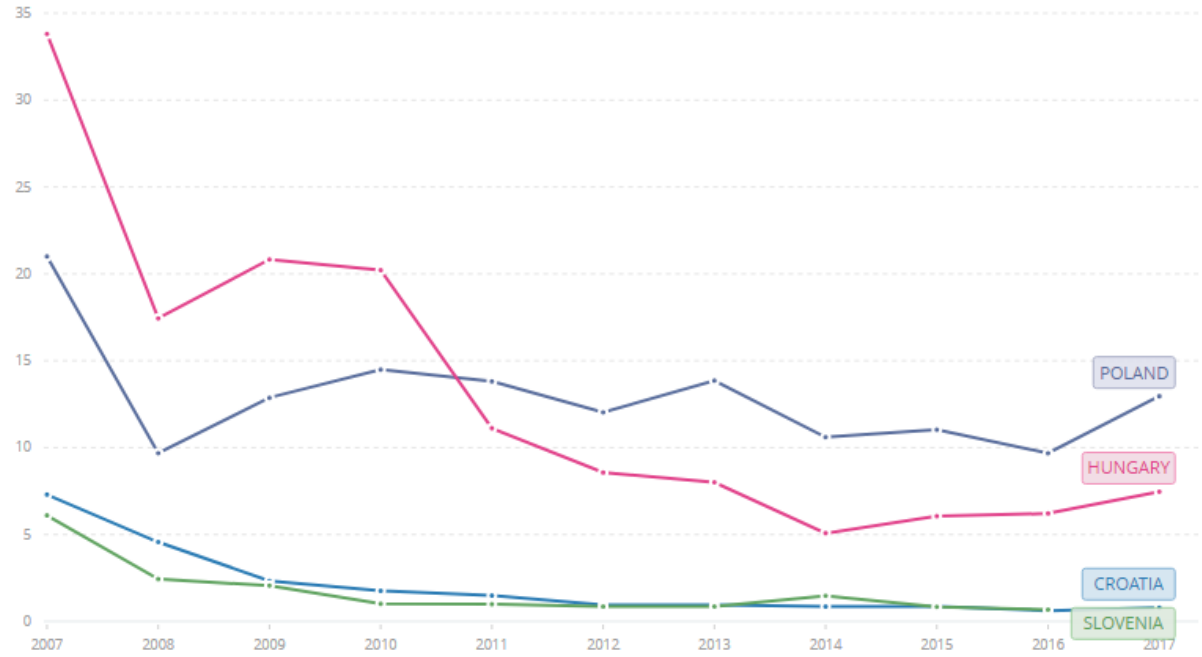


Slika 7: Tržišna kapitalizacija u razdoblju od 2007. – 2017. (u bilijunima USD)

Izvor: WDI, https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2017&locations=HR-SI-PL-HU&start=2007&view=chart, učitano 02.09.2018.

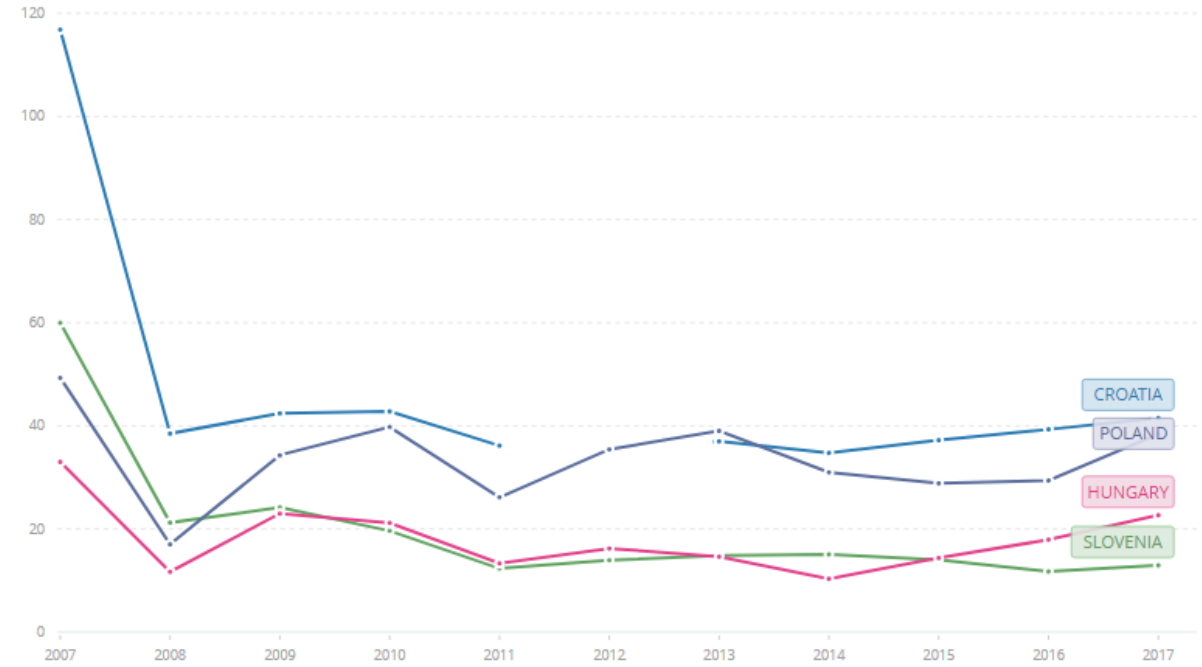
Prema slici 8, najveći udio prometa dionica u BDP-u u ranijim godinama imalo je mađarsko tržište kapitala (gotovo 35%), dok je posljednjih godina to slučaj kod poljskog, a Hrvatska i Slovenija pokazuju se kao dosta slične i u ovom segmentu analize. U prethodnoj godini taj udio iznosio je nešto manje od 15% kod Poljske, zatim oko 7% kod Mađarske, te manje od 1% kod Hrvatske i Slovenije.

Što se tiče udjela tržišne kapitalizacije u BDP-u koji prikazuje slika 9, Hrvatska se nalazi u boljem položaju u odnosu na druge zemlje iz usporedbe. Tako je u 2007. vrijednost tržišne kapitalizacije premašila vrijednost BDP-a, a nakon toga kreće se na razini od oko 35%, dok je u prethodnoj godini taj udio iznosio nešto više od 40%. U Poljskoj nailazimo na nešto niži postotak (oko 38%), dok je u Sloveniji i Mađarskoj prosječni udio rijetko premašivao 20%.



Slika 8: Udio prometa dionica u BDP–u razdoblju od 2007. – 2017. (u %)

Izvor: WDI, https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS?end=2017&locations=HR-SI-PL-HU&start=2007&view=chart, učitano 02.09.2018.



Slika 9: Udio tržišne kapitalizacije u BDP–u u razdoblju od 2007. – 2017. (u %)

Izvor: WDI, https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?end=2017&locations=HR-SI-PL-HU&start=2007&view=chart, učitano 02.09.2018.

Promet dionica u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji pokazuje nam zapravo brzinu prometa, odnosno svojevrsnu likvidnost, što je jedan od glavnih preduvjeta za efikasno funkcioniranje tržišta kapitala općenito.

Tablica 2: Udio prometa dionica u tržišnoj kapitalizaciji za odabrane zemlje u 2010. i 2017.

Država	**Slovenija**		**Poljska**		**Mađarska**		**Hrvatska**	
Promet dionica u tržišnoj kapitalizaciji	*2010.*	*2017.*	*2010.*	*2017.*	*2010.*	*2017.*	*2010.*	*2017.*
	5,1%	6,2%	36,4%	33,7%	95,5%	32,9%	4,1%	1,9%

Izvor: WDI, http://wdi.worldbank.org/table/5.4#, učitano 02.09.2018.

Iz tablice 2 vidljivo je da najveći omjer bilježi poljsko tržište kapitala, te odmah nakon njega mađarsko s vrlo malom razlikom, a radi se o udjelima većim od 30%. S druge strane nailazimo na izrazito niske stope kod slovenskog tržišta, dok se Hrvatska nalazi u još lošijem položaju, pri čemu udio prometa dionica u tržišnoj kapitalizaciji ne doseže niti 2%.

5. ZAKLJUČAK

Tržište kapitala kao jedno od financijskih tržišta općenito je iznimno važno za financijski i ukupan gospodarski sustav svake nacionalne ekonomije, pa tako njegova stabilnost i efikasnost igra značajnu ulogu u razvoju cjelokupne privrede. Tržište kapitala u Hrvatskoj na početku je djelovalo kroz Zagrebačku i Varaždinsku burzu, a nakon njihovog spajanja središnje mjesto trgovanja vrijednosnim papirima postaje Zagreb. Prolazeći kroz proces tranzicije i uključenja u Europsku uniju, hrvatsko tržište moralo je proći kroz brojne prilagodbe kako bi došlo u korak s pojavama i procesima koji se odvijaju na razvijenim tržištima, a ta prilagodba traje i danas.

Što se tiče hrvatskog tržišta kapitala, može se govoriti o nepovoljnom položaju u odnosu na tranzicijske zemlje, pri čemu se kao negativne karakteristike ističu niske vrijednosti tržišne kapitalizacije i još niže vrijednosti prometa dionica, ali s druge strane ipak veći udio tržišne kapitalizacije u BDP-u u usporedbi s drugim zemljama.

Udio prometa dionica u tržišnoj kapitalizaciji, kao pokazatelj brzine prometa, izrazito je nizak, u okviru čega se izdvaja glavna negativna karakteristika hrvatskog tržišta kapitala, a to je nelikvidnost. Niska likvidnost tržišta kapitala karakteristična je i za ostala tranzicijska tržišta koja općenito možemo nazvati nerazvijenima. Ovakva tržišta dalje dovode do skupog financiranja na tržištu kapitala zbog čega hrvatska poduzeća još uvijek više vjeruju financiranju putem kredita, a u nastojanju da se stvori atraktivno okruženje za domaće i strane ulagače formiran je novi Zakon o tržištu kapitala. Ovim Zakonom žele se zaštititi investitori i spriječiti zlouporaba tržišta kako bi se stvorili uvjeti za povećanje likvidnosti tržišta, iz čega se može zaključiti da tržište kapitala kontinuirano ustraje u daljnjem napretku. Također, uvođenjem novog Zakona nastoji se ojačati pravni sustav koji neefikasnom regulacijom tržišta predstavlja veliku prepreku razvoju. U prethodnoj godini došlo je do porasta prometa dionica, ali i pada prometa obveznica kojima se u najvećoj mjeri trguje na OTC tržištima, a pravnom regulativom takve transakcije nastoji se prebaciti na uređena tržišta kako bi se postigla veća kontrola. Osim dionica i obveznica, na hrvatskom tržištu započela je i trgovina strukturiranim proizvodima, komercijalnim zapisima i pravima, ali promet u prethodnoj godini nije ostvaren što također može biti posljedica nepovjerenja investitora u tržište ili nedovoljnog protoka kvalitetnih i transparentnih informacija.

S druge strane, kao pozitivna karakteristika tržišta može se istaknuti kvaliteta infrastrukturnih rješenja, te moderan elektronski sustav trgovanja koji su ipak nedovoljni kako bi tržište efikasno funkcioniralo.

Dakle, iako je prošlo kroz brojne promjene u strukturi, zakonskom okviru, nadzoru i ukupnom sustavu trgovanja, hrvatsko tržište kapitala i dalje se karakterizira kao slabo razvijeno i nelikvidno, čime ometa i sami razvoj privrede u cjelini, te će zbog svojih negativnih karakteristika u budućnosti morati kontinuirano ulagati u napredak kako bi postiglo status razvijenog tržišta.

POPIS LITERATURE

1. Agencija za trg vrednostnih papiryev: Naloge in pristojnosti, [Internet], raspoloživo na: http://www.a-tvp.si/predstavitev-agencije/predstavitev-/naloge-in-pristojnosti, [13.08.2018.].
2. Domančić, P., Nikolić, N. (1994.): Monetarne financije i financiranje razvoja, Sveučilište u Splitu, Split.
3. Globan, T. (2014.): Tokovi kapitala i financijska integracija u Europskoj uniji, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb
4. HANFA (2016.): Edukativni tekstovi - Što je dionica?, [Internet], raspoloživo na: https://www.hanfa.hr/getfile/39370/%C5%A0to%20je%20dionica.pdf, [10.08.2018.].
5. HANFA (2016.): Edukativni tekstovi – Što je obveznica?, [Internet], raspoloživo na: https://www.hanfa.hr/getfile/39372/%C5%A0to%20je%20obveznica.pdf, [10.08.2018.].
6. Hanfa (2016.): Investicijski fondovi, [Internet], raspoloživo na: https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/, [14.08.2018.].
7. Hanfa (2016.): Međunarodni odnosi, [Internet], raspoloživo na: https://www.hanfa.hr/o-nama/medunarodni-odnosi/, [13.08.2018.].
8. Hanfa (2016.): O nama, [Internet], raspoloživo na: https://www.hanfa.hr/o-nama/, [13.08.2018.].
9. Hanfa (2017.): Godišnje izvješće za 2017., [Internet], raspoloživo na: https://www.hanfa.hr/media/2635/godisnje-izvjesce-2017_web.pdf, [31.08.2018.].
10. Hanfa (2018.): Mjesečni izvještaj za lipanj,[Internet], raspoloživo na: https://www.hanfa.hr/publikacije/mjesecna-izvjesca/, [14.08.2018.].

11. Klačmer Čalopa, M., Cingula, M. (2009.): Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin
12. Komisija za hartije od vrednosti: , [Internet], raspoloživo na: http://www.sec.gov.rs/index.php/sr/?lang=8859-1, [13.08.2018.].
13. Komisija za tržište kapitala: Nadležnosti i ovlašćenja, [Internet], raspoloživo na: http://www.scmn.me/me/o-komisiji/nadleznosti-i-ovlascenja, [13.08.2018.].
14. MNB: Supervision, [Internet], raspoloživo na: https://www.mnb.hu/en/supervision, [13.08.2018.].
15. Narodne novine (2012.): Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 140/05, 154/11, 12/12.), [Internet], raspoloživo na: https://www.zakon.hr/z/118/Zakon-o-ra%C4%8Dunovodstvu, [13.08.2018.].
16. Narodne novine (2016.): Zakonu o računovodstvu (NN, 78/15, 134/15), [Internet], raspoloživo na: https://www.zakon.hr/z/118/Zakon-o-ra%C4%8Dunovodstvu, [11.08.2018.].
17. Narodne novine (2018.): Zakonu o tržištu kapitala (NN, 65/18.), [Internet], raspoloživo na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_07_65_1329.html, [11.08.2018.].
18. Olgić Draženović, B. (2012): Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Rijeka, [Internet], raspoloživo na: https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view, [18.08.2018.].
19. SKDD: O SKDD-u, [Internet], raspoloživo na: http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO, [13.08.2018.].
20. The World Bank (2018.): World Development Indicators, Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP), [Internet], raspoloživo na: https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?end=2017&locations=HR-SI-PL-HU&start=2007&view=chart, [02.09.2018.]
21. The World Bank (2018.): World Development Indicators, Market capitalization of listed domestic companies (current US$), [Internet],raspoloživo na: https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2017&locations=HR-SI-PL-HU&start=2007&view=chart, [02.09.2018.]

22. The World Bank (2018.): World Development Indicators, Stocks traded, total value (current US$), [Internet], raspoloživo na: https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD?end=2017&locations=HR-SI-PL-HU&start=2007&view=chart, [02.09.2018.]
23. The World Bank (2018.): World Development Indicators, Stocks traded, total value (% of GDP), [Internet], raspoloživo na: https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS?end=2017&locations=HR-SI-PL-HU&start=2007&view=chart, [02.09.2018.]
24. The World Bank (2018.): World Development Indicators, Stock Markets, [Internet], raspoloživo na: http://wdi.worldbank.org/table/5.4#, [02.09.2018.]
25. Worldatlas (2017.): Biggest Stock ExchangesIn The World , rasoloživo na: https://www.worldatlas.com/articles/biggest-stock-exchanges-in-the-world.html, [12.8.2018.].
26. Zagrebačka burza (2007.): Godišnje izvješće za 2007. godinu, [Internet], raspoloživo na: http://www.zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2007.pdf, učitano 18.08.2018.
27. Zagrebačka burza (2011., 2012., 2013., 2014., 2015., 2016., 2017.): Pregled trgovine, [Internet], raspoloživo na: http://www.zse.hr/default.aspx?id=178, [17.08.2018.].
28. Zagrebačka burza (2017.): Godišnje izvješće o stanju grupe i poslovanju u 2017., [Internet], raspoloživo na http://zse.hr/userdocsimages/financ/ZB-fin2017-1Y-REV-K-HR.pdf, [15.08.2018.].
29. Zagrebačka burza (2018): Povijest Zagrebačke burze, [Internet], raspoloživo na: https://www.zse.hr/default.aspx?id=26, [15.08.2018.].
30. Zagrebačka burza (2018.): Indeksi, [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/default.aspx?id=43538, [16.08.2018.].

PRILOZI:

Grafikon 1: Imatelji redovnih dionica SKDD-a

Grafikon 2: Struktura ukupne neto imovine UCITS fondova u 2017.

Grafikon 3: Udjeli društava za upravljanje OMF-ovima u ukupnoj neto imovini, lipanj 2018

Grafikon 4: Udjeli kategorija A, B i C u ukupnoj neto imovini u lipnju 2018.

Grafikon 5: Struktura ulaganja otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova u 2017. (u tis. kn i %)

Grafikon 6: Top 10 dionica s najvećim porastom i padom cijene u 2017.

Grafikon 7: Udio prometa top 10 dionica u ukupnom prometu dionica na Zagrebačkoj burzi u 2017.

Grafikon 8: Promet dionica i obveznica na Zagrebačkoj burzi u posljednje tri godine

Grafikon 9: Promet na OTC tržištu u razdoblju od 2011. – 2017.

Grafikon 10: Kretanje indeksa CROBEX na Zagrebačkoj burzi u razdoblju 2008. – 2017.

Grafikon 11: Kretanje indeksa CROBIS i CROBISTR na Zagrebačkoj burzi u razdoblju 2008. – 2017.

Slika 1: Struktura ulaganja UCITS fondova na dan 31.12.2017.

Slika 2: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorija A, B i C u 2017. (u tis. kn i %)

Slika 3: Struktura ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva prema računovodstvenim propisima na dan 21.12.2017. (u %)

Slika 4: Kretanje vrijednosti indeksa CROBEX, CROBEX10 i CROBEXtr i prometa dionica u sastavu CROBEX – a na Zagrebačkoj burzi tijekom 2017. godine

Slika 5: Kretanje vrijednosti indeksa CROBIS, CROBIStr i prometa obveznica u sastavu CROBIS – a na Zagrebačkoj burzi tijekom 2017.

Slika 6: Ukupan promet dionica u razdoblju od 2007. – 2017. (u bilijunima USD)

Slika 7: Tržišna kapitalizacija u razdoblju od 2007. – 2017. (u bilijunima USD)

Slika 8: Udio prometa dionica u BDP–u razdoblju od 2007. – 2017. (u %)

Slika 9: Udio tržišne kapitalizacije u BDP–u u razdoblju od 2007. – 2017. (u %)

Tablica 1: Nadzorne institucije nekih susjednih zemalja

Tablica 2: Udio prometa dionica u tržišnoj kapitalizaciji za odabrane zemlje u 2010. i 2017.

SAŽETAK

Karakteristike hrvatskog tržišta kapitala vrlo su važne u analizi ukupne razvijenosti tržišta jer određuju prednosti i nedostatke koji pogoduju razvoju financijskog sustava ili ga sprečavaju. Kroz analizu pojava, procesa, investitora i institucija specifičnih za tržište kapitala u Hrvatskoj može se doći do zaključka o malom značaju ovoga tržišta u međunarodnom tržištu kapitala. Usporedba Hrvatske s drugim tranzicijskim zemljama čija se tržišta kapitala općenito smatraju nerazvijenima i nisko likvidnima pokazuje nepovoljan položaj, zbog čega ovo relativno mlado tržište treba nastaviti u oblikovanju političkih, pravnih i gospodarskih preduvjeta kako bi se formirao stabilan i efikasan sustav trgovanja vrijednosnim papirima i dugoročnim kapitalom.

Ključne riječi: *tržište kapitala, karakteristike, likvidnost*

SUMMARY

Characteristics of the Croatian capital market are very important for the analysis of the overall market development, as they determine advantages and disadvantages that favor or prevent the development of the financial system. Throughout the analysis of the appearances, processes, investors and institutions specific for the capital market in Croatia, it could be concluded that this market shows small importance compared to the international capital market. Compared to other countries in transition, whose capital markets are generally regarded as underdeveloped and low liquid, Croatia shows anunfavorable position. This means that this relatively young market should continue to shape political, legal and economic preconditions in order to form a stable and efficient system for trading with securities and long-term capital.

Key words: *capital market, characteristics, liquidity*