

# TRŽIŠTE DIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ

---

**Babić, Dejan**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2023**

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

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:145:580297>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-10-02**



*Repository / Repozitorij:*

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



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Preddiplomski studij *Financijski Menadžment*

Dejan Babić

**TRŽIŠTE DIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

Završni rad

Osijek, 2023.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Preddiplomski studij *Financijski Menadžment*

Dejan Babić

## **TRŽIŠTE DIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

Završni rad

**Kolegij: Financijska tržišta i institucije**

JMBAG: 0036399906

e-mail: [dbabic1@efos.hr](mailto:dbabic1@efos.hr)

Mentor: izv. prof. dr. sc. Dražen Koški

Osijek, 2023.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics in Osijek  
Undergraduate Study *Financial management*


Dejan Babić

**THE STOCK MARKET IN THE REPUBLIC OF CROATIA**

Final paper

Osijek, 2023.

**IZJAVA**  
**O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI,**  
**PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA,**  
**SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA**  
**I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA**

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

**Ime i prezime studenta/studentice:** Dejan Babić

**JMBAG:** 0036399906

**OIB:** 63364225135

**e-mail za kontakt:** dbabic1@efos.hr

**Naziv studija:** Sveučilišni prijediplomski studij; Financijski menadžment

**Naslov rada:** Tržište dionica u Republici Hrvatskoj

**Mentor/mentorica rada:** izv.prof.dr.sc. Dražen Koški

U Osijeku, 1. rujna 2023. godine

Potpis



# Tržište dionica u Republici Hrvatskoj

## Sažetak

Ovaj rad govori o tržištu dionica u Republici Hrvatskoj. Svrha rada je omogućiti čitateljima da imaju pregled svih relevantnih činjenica vezanih za hrvatsko tržište dionica na jednom mjestu. Ciljevi rada su pojasniti dionice, tržišta dionica i propise i pravila trgovanja dionicama u Republici Hrvatskoj, te sve navedeno povezati u jednu cjelinu. Teorijsku podlogu za rad čine stručne knjige na temu financijskih tržišta i institucija, zakoni vezani uz tržište dionica u Republici Hrvatskoj te internetski izvori Zagrebačke burze i HANFA-e. Dionice su vlasnički vrijednosni papiri i omogućavaju svojim vlasnicima sudjelovanje u radu skupštine i u podjeli dobiti tvrtke. Postoje redovne i povlaštene dionice, najčešće se trguje redovnim dionicama. Dionice mogu biti izdane u materijaliziranom i nematerijaliziranom obliku. Dionice se prvi put prodaju na primarnom tržištu, a svaka sledeća trgovina istim dionicama se odvija na sekundarnom tržištu. Najvažnije sekundarno tržište je burza. Brokери su posrednici preko kojih se odvija trgovanje dionicama i oni za to dobivaju određenu naknadu. Zagrebačka burza je jedina burza u Republici Hrvatskoj. U radu su navedena pravila uvrštenja na Zagrebačku burzu te naknade za trgovanje i članstvo. Zakon koji regulira trgovinu dionicama u Republici Hrvatskoj je Zakon o tržištu kapitala, a tijelo koje nadzire njegovo provođenje je HANFA. Najviše podataka o tržištu dionica u Republici Hrvatskoj se može naći na internetskim stranicama Zagrebačke burze. Tržište dionica u Republici Hrvatskoj je manje, ali slično organizirano poput većih međunarodnih tržišta. Ovaj rad bi mogao biti koristan onima koji se ne bave direktno ekonomijom, a razmišljaju o investiranju u dionice.

**Ključne riječi:** dionice, tržište, burza, Zagrebačka burza

# The stock market in the Republic of Croatia

## Abstract

This paper is about the stock market in the Republic of Croatia. The purpose of the work is to enable readers to have an overview of all relevant facts related to the Croatian stock market in one place. The goals of the work are to clarify shares, share markets and regulations and rules of share trading in the Republic of Croatia, and to connect all of the above into one whole. The theoretical basis for the work consists of professional books on the topic of financial markets and institutions, laws related to the stock market in the Republic of Croatia, and internet sources of the Zagreb Stock Exchange and HANFA. Shares are equity securities and enable their owners to participate in the work of the assembly and in the distribution of the company's profits. There are ordinary and preferred shares, the most common traded shares are ordinary shares. Shares can be issued in materialized and dematerialized form. Shares are sold for the first time on the primary market, and every subsequent trade in the same shares takes place on the secondary market. The most important secondary market is the stock exchange. Brokers are intermediaries through whom share trading takes place and they receive a certain fee for this. The Zagreb Stock Exchange is the only stock exchange in the Republic of Croatia. The paper lists the rules for listing on the Zagreb Stock Exchange, as well as fees for trading and membership. The law that regulates share trading in the Republic of Croatia is the Capital Market Act, and the body that supervises its implementation is HANFA. Most information about the stock market in the Republic of Croatia can be found on the website of the Zagreb Stock Exchange. The stock market in the Republic of Croatia is smaller, but similarly organized like larger international markets. This paper could be useful to those who are not directly involved in economics, but are thinking about investing in stocks.

**Keywords:** shares, market, stock exchange, Zagreb Stock Exchange

# SADRŽAJ

<b>Predgovor .....</b>	<b>1</b>
<b>1. Uvod .....</b>	<b>2</b>
<b>2. Metodologija istraživanja .....</b>	<b>3</b>
<b>3. Pojam i vrste dionica .....</b>	<b>5</b>
3. 1. Obilježja dionica .....	5
3. 2. Vrste dionica .....	7
3. 3. Dioničko društvo .....	9
3. 4. Vrijednost dionica .....	10
3. 5. Izračun vrijednosti dionica .....	11
3. 6. Emisija dionica na tržište .....	12
<b>4. Tržište dionica .....</b>	<b>15</b>
4. 1. Vrste tržišta dionica .....	16
4. 2. Burza .....	17
4. 3. OTC tržište .....	18
4. 4. Međunarodno tržište .....	19
4. 5. Tržišni indeksi .....	19
<b>5. Trgovanje dionicama .....</b>	<b>21</b>
5. 1. Uvrštavanje dionica na burzu .....	21
5. 2. Mehanizam trgovanja .....	21
5. 3. Brokeri .....	23
5. 4. Investicijske banke .....	25
<b>6. Zagrebačka burza .....</b>	<b>26</b>
6. 1. Pravila trgovine na Zagrebačkoj burzi .....	26
6. 2. Pravila uvrštenja na Zagrebačku burzu .....	26
6. 3. Članovi Zagrebačke burze .....	28
6. 4. Dionice s najvećim prometom .....	29
6. 5. Indeksi na Zagrebačkoj burzi .....	30



<b>7. Zakoni i regulatorna tijela.....</b>	<b>32</b>
7. 1. Zakon o tržištu kapitala .....	32
7. 2. HANFA .....	33
7. 3. Središnje klirinško depozitarno društvo .....	34
<b>8. Zaključak .....</b>	<b>36</b>
<b>Literatura:.....</b>	<b>39</b>

## **Predgovor**

Glavni motiv za izradu ovog rada je autorova želja za proširenjem znanja iz područja dionica i trgovanja dionicama. Dodatni poticaj za izbor ove teme su bila zanimljiva predavanja iz predmeta Financijska tržišta i insitucije.

U skladu s glavnim motivom izrade u radu će između ostalog biti obrađeni pojam i vrste dionica, tržišta dionica te sam proces trgovanja dionicama. Osim toga biti će govora i o Zagrebačkoj burzi, pravilima koja na njoj vrijede te najvažnijim pokazateljima trgovanja vezanim za Zagrebačku burzu. Također će biti obrađeni najvažniji zakoni, propisi i regulatorna tijela vezana za hrvatsko tržište dionica.

Ovom prilikom želim zahvaliti svima koji su mi pomogli u izradi rada. U prvom redu zahvaljujem mentoru izv. prof. dr. sc. Draženu Koškom na usmjeravanju i nesebičnoj stručnoj pomoći prilikom izrade rada. Također zahvaljujem i djelatnicima knjižnice na Ekonomskom fakultetu u Osijeku na dostupnosti i ažurnosti prilikom prikupljanja literature.

## 1. Uvod

U radu se obrađuje tržište dionica u Republici Hrvatskoj. Financijska tržišta su česta tema knjiga i filmova, pogotovo se to odnosi na trgovinu dionicama. Ako se pogleda samo koliko je filmova snimljeno o Wall Streetu kao sinonimu za moć i bogatstvo, jasno je da se radi o nečem popularnom i širim masama zanimljivom. Naravno u filmovima se često vide i one negativne stvari poput zloraba, malverzacija pa čak i krađa povezanim sa tržištem dionica. U ovom radu biti će obrađeno što su dionice, što je tržište dionica te kako ono funkcinira u Republici Hrvatskoj.

Za potrebe rada proučavana je različita literatura vezana uz temu pa su tako proučavane knjige koje govore općenito o dionicama i tržištima dionica te su iste dovedene u vezu sa zakonima i propisima u Hrvatskoj. Objasnjena su pravila trgovanja na Zagrebačkoj burzi te zakoni i propisi koji sve to reguliraju.

Prethodni odlomci ukazuje na ciljeve samog rade. Ciljevi rada su pojasniti dionice, tržišta dionica i propise i pravila trgovanja dionicama u Republici Hrvatskoj, te povezati sve navedeno u jednu cjelinu. Svrha rada je omogućiti čitateljima da imaju kompletan pregled svih relevantnih činjenica na jednom mjestu. Preciznije, svrha rada je postići da u jednom radu imamo teorijska znanja o dionicama, tržištu dionica povezana sa stvarnim događanjima, pravilima i propisima na hrvatskom tržištu dionica.

Naravno u samom radu se ide malo detaljnije o svemu tome pa se tako u prvoj polovici rada govori između ostalog o tome tko uopće izdaje dionice, kako se one plasiraju na tržište, o vrstama tržišta, o burzi kao najznačajnijem tržištu dionica te općenito o samom mehanizmu trgovanja dionicama i njegovim učesnicima. Gdje god je prilika povlači se paralela s tim kako je to definirano i regulirano na hrvatskom tržištu. U drugom dijelu rada se govori o Zagrebačkoj burzi, njezinim pravilima, članovima i najznačajnijim tvrtkama čije su dionice izlistane na Zagrebačkoj burzi. Tema se zaokružuje osvrtom na zakone i regulativu svega toga.

Očekivanje od samog rada je da pokaže kako na tržištu dionica u Republici Hrvatskoj vrijede ista ili slična pravila kao na međunarodnim tržištima dionica, ali da je ono ipak značajno manje i po broju tvrtki, a pogotovo po količini novca koji se na njemu investira.

## 2. Metodologija istraživanja

Ciljevi rada su pojasniti pojmove dionica i tržište dionica, pojasniti propise i pravila trgovanja dionicama u Republici Hrvatskoj te postići cjelovit pregled svega navedenog u jednom radu. Svrha rada je pružiti čitateljima jasan uvid u sve bitne činjenice vezane za trgovanje dionicama u Republici Hrvatskoj.

Metodologija izrade ovog rada se sastoji od prikupljanja i proučavanja literature o financijskim tržištima i institucijama i hrvatskom tržištu dionica. Dalje slijedi izdvajanje najzanimljivijih dijelova i izrada samog rada. S ciljem da u radu znanstvene činjenice i stručni dio budu što vjernije prikazane očekuje se značajan broj parafraziranja i interpretiranja autora stručne literature. Vodit će se računa i da rad ima logičan slijed, to jest da počne objašnjavanjem najjednostavnijih, osnovnih dijelova, a da završi primjenom odnosno samim tržištem dionica u Republici Hrvatskoj.

Istraživački segment u ovom radu se uglavnom bazira na proučavanju literature. Rad je napravljen u skladu sa uputom da se završni radovi trebaju uglavnom baviti teorijskim dijelom pa će tako u radu biti samo jedan primjer koji se odnosi na najbolje dionice na Zagrebačkoj burzi, odnosno one kojima se najviše trgovalo na Zagrebačkoj burzi u 2022. godini. U ostatku rada će uglavnom biti analizirana teorijska područja i definicije različitih elemenata i procesa koji čine tržište dionica. Bitan dio rada čini navođenje informacija te pojašnjene pravila i normi koje je potrebno zadovoljiti na hrvatskom tržištu dionica te institucija koje u tome učestvuju.

Što se znanstvenih metoda tiče koje se planiraju koristiti to su metode analize, sinteze, dedukcije te povijesna i deskriptivna metoda. Njihova primjena se ponajviše očekuje kroz parafraziranje i interpretiranje riječi renomiranih autora čija su djela korištena kao stručna literatura u izradi ovog rada. U radu će biti pokušano maksimalno pojasniti sve bitne pojmove i čimbenike kad je tržište dionica u pitanju.

Već je najavljeno da se rad planira bazirati na teorijskim znanjima, a s obzirom na veličinu rada gledati će se da se ne ide previše u dubinu pa se tako na primjer neće uopće govoriti o klasifikacijama dionica koje postoje na nekim međunarodnim burzama. Na primjer prema Foley (1998) sustav automatskog kotiranja burzovnih dionica SEAQ je od 1986. do 1990. godine klasificirao sve vrijednosne papire u četiri kategorije mjereno opsegom prometa na alfa, beta, gama i delta kategorije vrijednosnih papira. Iako je riječ o naoko zanimljivoj temi, o njoj se, ipak neće govoriti dalje u radu jer je dojam da bi se otišlo previše daleko u detalje, a za samo

hrvatsko tržište dionica taj dio nije previše bitan. Također postoje brojni izračuni cijena dionica i prinosa dionica, ali i tu se neće previše ići u detalje već se planira opisati samo jedan izračun realne trenutne vrijednosti dionice. Naravno biti će još stvari koje zbog svoje opsežnosti ne stanu u rad, ali ovo je otprilike princip po kojem će biti izrađen ostatak rada.

Literaturu koja je korištena u radu može se svrstati u nekoliko grupa. Prvu i najveću grupu čine stručne knjige na temu financijskih tržišta i institucija poput one od Mishkina i Eakinsa iz 2019. koja je novija i u nekim dijelovima sadži suvremenije podatke od na primjer Foleyeve knjige iz 1998. koja pripada istoj grupi korištene literature. Tako da će se za potrebe novijih podataka poput onih u primjeni elektoničkih sustava u trgovini dionicama koristiti podaci Mishkina i Eakinsa, a s druge strane za potrebe pojašnjavanja nekih teorijskih dijelova koji su nepromjenjeni duži niz godina, poput objašnjenja što su preferencijalne dionice, koristiti će se Foleyeva knjiga kao izvor podataka. Drugu važniju grupu izvora literature čini nekoliko zakona Republike Hrvatske. Oni će uglavnom biti korišteni radi preciziranja definicija, odnosno objašnjenja kako je nešto definirano u zakonima Republike Hrvatske, poput definicija dionica, dioničkog društva, koliko mora iznasti minimalna vrijednost dionice u Republici Hrvatskoj i slično. Zakoni će također biti korišteni radi objašnjavanja ovlasti i djelokroga nekih važnih institucija poput na primjer HANFA-e. Treću važnu grupu literature čine internetski izvori odnosno internetske stranice pojedinih institucija, točnije Zagrebačke burze i HANFA-e. Sa stranica Zagrebačke burze dobit će se niz bitnih informacija o pravilima trgovine i uvrštenja, članovima, dionicama i indeksima na Zagrebačkoj burzi.

Ograničenja u istraživanju su se uglavnom odnosila na količinu stručne literature vezane za hrvatsko tržište dionica i cjelokupno hrvatsko tržište kapitala.

### 3. Pojam i vrste dionica

Dionice su vlasnički vrijednosni papiri. Dionica je potvrda o vlasništvu u dioničom društvu te oni koji ih posjeduju imaju određena vlasnička prava.

„Vlasnički su vrijednosni papiri izraz vlasništva u poslovnoj tvrtki i kao takvi su pravo u odnosu na dobit tvrtke dok tvrtka uspješno posluje, te na prihode od prodaje imovine tvrtke u slučaju stečaja ili likvidacije tvrtke“ (Novak, 2005:25)

#### 3. 1. Obilježja dionica

Dionica se može izdati u materijaliziranom obliku kao isprava o dionici i u nematerijaliziranom obliku kao elektronički zapis.

U Zakonu o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23), u članku 170. definiraju se sljedeći sastojci dionice:

„(1) Dionica koja nije izdana u nematerijaliziranom obliku mora imati sljedeće sastojke:

1. oznaku da je dionica i njezin nominalni iznos ako društvo izdaje dionice s nominalnim iznosom,
2. oznaku roda dionice,
3. tvrtku i sjedište izdavatelja dionice,
4. tvrtku, odnosno ime i prezime osobe na koju glasi dionica,
5. datum izdavanja i broj dionice,
6. faksimil potpisa statutom ovlaštenih osoba izdavatelja dionice.

(2) Dionice izdane u nematerijaliziranom obliku ne sadrže broj ni sastojak iz točke 6. stavka 1. ovoga članka.“

Iz prehodno navedenog se vidi da svaka dionica bez obzira na koji način da je izdana mora sadržavati ime tvrtke i njezino sjedište, ime osobe ili tvrtke na koju glasi dionica, datum izdavanja, oznaku da je dionica i nominalni iznos ako je izdana s nominalnim iznosom te

oznaku roda dionice odnosno da li je riječ o povlaštenoj ili redovnoj dionici. Uz to dionice izdane u materijaliziranom obliku moraju sadržavati i broj dionice te faksimil potpisa statutom ovlaštenih osoba izdavatelja dionice.

Isto tako u Zakonu o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) u članku 171. navode se sljedeći dijelovi isprave o dionice:

- „Prvi dio, plašt dionice, mora sadržavati sve sastojke iz stavka 1. prethodnoga članka ovoga Zakona.
- Drugi dio isprave o dionici je kuponski arak za naplatu dividendi. Svaki kupon za naplatu dividende mora sadržavati ove sastojke:
  1. redni broj kupona za naplatu dividende,
  2. broj dionice na koju se kupon odnosi na temelju koje se isplaćuje dividenda,
  3. tvrtku izdavatelja dionice,
  4. faksimil potpisa statutom ovlaštenih osoba izdavatelja dionice.
- Treći dio dionice je talon s kojim imatelj dionice ostvaruje pravo na nove kuponske arke ako su iskorišteni svi kuponi za isplatu dividende. Talon mora sadržavati broj dionice na koju se odnosi.“

Ovdje se vidi da se dionica izdana u materijaliziranom obliku, odnosno isprava o dionici sastoji od tri dijela:

- Plašt
- Kuponski arak
- Talon

Također se vidi da se svi obvezni podaci o dionici koji su nabrojani ranije u ovom poglavlju kao što su ime tvrtke, ime osobe ili tvrtke na koju glasi dionica, datum izdavanja, nominalni iznos i slično nalaze u plaštu dionice, dok kuponski arak služi za naplatu dividendi i on sadrži redni broj kupona, broj dionice na koju se kupon odnosi, tvrtku izdavatelja dionice i faksimil potpisa statutom ovlaštenih osoba izdavatelja dionice. Dok treći dio dionice talon služi za ostvaruje pravo na nove kuponske arke ako su stari iskorišteni. Talon također mora sadržavati broj dionice na koju se odnosi.

### 3. 2. Vrste dionica

Dionice se dijele na obične ili redovne dionice i povlaštene ili prioritetne (preferencijalne) dionice. I jedne i druge daju pravo na isplatu dijela dobiti društva. Glavna razlika između njih je što obične dionice daju pravo glasa u glavnoj skupštini društva dok povlaštene to ne daju. S druge strane povlaštene dionice svojim vlasnicima daju određena povlaštena prava u odnosu na vlasnike redovnih dionica poput prava prvenstva pri isplati dividende, unaprijed utvrđeni novčani iznos dividende, prioritetno pravo na imovinu i slično. Osim ove dvije vrste dionica zna se čuti i naziv zlatna dionica. To je ona dionica koja svom vlasniku pruža neko specifično povlašteno pravo poput izbora jednog ili više članova nadzornog odbora i slično, već kako je to definirano u statutu poduzeća.

Novak (2005:252) ističe kako su obične dionice najznačajniji oblik u kojem se pojavljuju dionice. Obična dionica, poput drugih oblika sudjelovanja u vlasničkoj glavnici, daje pravo svom vlasniku da sudjeluje u neto dobiti društva, ako je društvo poslovalo s dobitkom ili da sudjeluje u podijeli tržišne vrijednosti (poslije otplate svih dugova) imovine tvrtke, ako se tvrtka likvidira. Investitor u obične dionice je izložen punom riziku vlasništva, a to znači da tvrtka može propasti ili da profit može pasti na nisku, neprihvatljivu razinu. Međutim, dioničar je odgovoran za obveze društva samo do iznosa svog ulaganja u dioničko društvo pa su tako i rizici koje ima vlasnik dionica ipak ograničeni. Ovdje vidimo zapravo i najvažnije obilježje dionica, a to je pravo investitora u dionice da sudjeluje u raspodjeli dobiti, ako je poduzeće profitabilno. Također se vidi i da investitor u dionice u najgorem slučaju može izgubiti samo novac koji je uložio u kupnju dionica i da nema nikakvih drugih obveza.

„Vlasnici običnih dionica imaju određena prava kada kupe dionice. Vlasništvo dionica im dopušta da izabiru nadzorni odbor, koji izabire upravu dioničkog društva. Dioničar ima pravo sudjelovanja u radu skupštine, te ima pravo pristupa popisu svih dioničara. Obični dioničari imaju pravo glasa o svim pitanjima koja se tiču imovine dioničkog društva kao cjeline, a to su spajanje, likvidacija, povećanje ili smanjenje glavnice te promjene statuta“ (Novak, 2005:252).

Ovdje se vide i ostala prava investitora u obične dionice, odnosno vlasnika istih. Zanimljivo je da kupnja samo jedne obične dionice nekog poduzeća zapravo omogućuje svom vlasniku da vidi popis svih ostalih suvlasnika u poduzeću, ali i sudjelovanje u radu skupštine poduzeća i pravo glasa o raznim pitanjima, bilo oko izbora nadzornog odbora, promjene statuta, o pitanjima koja se tiču imovine dioničkog društva kao cjeline i slično.



Saunders i Cornett (2006:222) između ostalog kažu i kako je tipičan dogovor jedan glas po udjelu obične dionice. Međutim, postoje i korporacije koje su organizirane kao dvoklasne tvrtke koje imaju u optjecaju dvije klase običnih dionica, koje svojim vlasnicima ne daju ista glasačka prava. Manja glasačka prava mogu biti propisana: (1) ograničenjem broja glasova po dionici jedne klase u odnosu na drugu (na primjer dionice Alberto Culver klase A imaju pravo na jednu desetinu glasa po dionici, dok dionice klase B imaju pravo na jedan glas po dionici); (2) ograničenju dijela odbora direktora (misli se na nadzorni odbor) koje jedna klasa može birati u odnosu na drugu (na primjer ICH Corp. Dopusšten je jedan glas po dionici i običnoj i klasi B, ali obične dionice biraju 20% odbora, dok dioničari klase B biraju 80% odbora). Ovdje se može zaključiti da iako obične dionice uvijek daju određena prava glasa svojim vlasnicima, ta prava ne moraju uvijek biti i srazmjerna broju dionica koje oni posjeduju već da pojedine tvrtke mogu u svojim statutima i propisima to i malo drugačije urediti tipa da podjele obične dionice u klase i da svaka od klasa nudi drugačiju razinu prava glasa svojim vlasnicima.

Foley (1998:13) ističe da su povlaštene dionice one koje imaju prioritet pred običnim dionicama. A, taj prioritet se odnosi na isplatu dividendi i otplatu kapitala, ako dođe do likvidacije. Povlaštene dionice obično daju svom imatelju pravo na fiksnu dividendu, viši prioritet u odnosu na vlasnike redovnih dionica u slučaju da dođe do stečaja ili likvidacije tvrtke, ali s druge strane i ograničena prava glasa u skupštini. Izvedive su i varijacije na osnovu teme, također. Na ovaj način kumulativne povlaštene dionice osiguravaju, ako se dogodi da tvrtka u jednoj godini ne isplati dividendu da dioničar ima pravo primiti zaostatke dividendi iz buduće dobiti prije nego što bude objavljena isplata dividendi za redovne dionice. Ovdje se ukratko mogu uočiti prednosti i mane preferencijalnih dionica te se može zaključiti kako su potencijalnim investitorima koje zanimaju isključivo dividende, a ne zanima ih pretjerano sudjelovanje u radu bilo kakvih organa poduzeća, poput rada skupštine poduzeća i slično preferencijalne dionice zanimljiviji izbor. Također je vidljivo i da u slučaju likvidacije poduzeća preferencijalne dionice svojim vlasnicima omogućavaju više toga nego obične dionice pa samim time pojednostavljaju izbor vrste dionica svima onima koji imaju puno povjerenje u rukovodstvo poduzeća.

U Zakonu o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) u članku 167. stavkom 4. propisano je da prioriteta dionica može biti kumulativna i participativna. Stavkom 5. istog članka kumulativna prioriteta dionica daje vlasniku dionice, u skladu s odlukom o izdavanju dionica, pravo naplate kumuliranih neisplaćenih dividendi prije

isplate dividendi vlasnicima običnih dionica. Stavkom 6., također istoga članka propisano je da participativna prioritetna dionica daje vlasniku dionice, u skladu s odlukom o izdavanju dionica, pravo da pored određene dividende naplati i dividendu koja pripada vlasnicima običnih dionica. Iz navedenog dijela zakona se vidi da i među povlaštenim dionicama postoje razlike. Kumulativna povlaštena dionica omogućuje svom vlasniku naplatu ukupnih neisplaćenih dividendi prije isplate dividendi imateljima redovnih dionica. Za razliku od nje participativna povlaštena dionica omogućuje svom vlasniku da pored određene dividende naplati i dividendu koja pripada imateljima redovnih dionica.

### **3. 3. Dioničko društvo**

Dioničko društvo je vrsta poduzeća u kojem je vlasništvo nad poduzećem podijeljeno na dionice. Broj dionica koje netko posjeduje određuje koliki je njegov dio u vlasništvu nad poduzećem.

Prema članku 159., stavak 1. Zakona o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) dioničko društvo je definirano kao trgovačko društvo u kojemu članovi odnosno dioničari sudjeluju s ulozima u temeljnome kapitalu koji je podijeljen na dionice. Stavkom 2. istog članka je određeno da dioničko društvo može imati i samo jednog člana, a u stavku 3. istog članka propisano je da dioničari nisu odgovorni za obveze društva. Iz navedenog zakona se vidi da je dioničko društvo vrsta trgovačkog društva čiji su članovi vlasnici dionica. Također se vidi da dioničko društvo može imati samo jednog dioničara, odnosno vlasnika.

Osnivanje dioničkog društva može biti simultano i sukcesivno. Kod simultanog osnivanja osnivači otkupe sve dionice prilikom osnivanja, a kod sukcesivnog se upućuje javni poziv za otkup dionica.

U Zakonu o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) u članku 160., stavku 1. se navodi da su osnivači društva dioničari koji usvoje statut. Stavkom 3. istog članka zakona, a sukladno njegovim izmjenama i dopunama (NN 18/23), određeno je da statut društva mora usvojiti najmanje jedna osoba. Prema 161. članku istog zakona izmjenjenog i dopunjenog (NN 114/22) temeljni kapital i dionice, osim onih bez

nominalnog iznosa, moraju glasiti na nominalne iznose izražene u eurima. Prema članku 162., također istog zakona izmjenjenog i dopunjenog (NN 114/22) najniži iznos temeljnog kapitala je 25.000,00 eura. Iz ovog zakona je vidljivo da se osnivačima dioničkog društva smatraju dioničari odnosno članovi društva koji su sudjelovali u usvajanju statuta društva te da je za usvajanje istog, a time i za osnivanje dioničkog društva dovoljna samo jedna osoba. Također je vidljivo da se nominalni iznosi izražavaju u eurima te da je najniži iznos koji je potreban za osnivanje dioničkog društva 25.000,00 eura.

### **3. 4. Vrijednost dionica**

Kada se govori o vrijednostima dionica bitno je razlikovati tržišnu i nominalnu vrijednost. Osim ovih često se pojavljuje i termin knjigovodstvena vrijednost.

Novak (2005:255-256) objašnjava razliku između pojedinih vrijednosti dionica. Ističe kako je nominalna vrijednost relevantna samo kod prve ili kasnijih emisija dionica, kada se dionice prodaju na primarnom tržištu kapitala. Nakon toga, kada se dionice jednom potpuno uplate i steknu, njima se nadalje trguje na sekundarnom tržištu gdje je samo tržišna cijena relevantna. Cijena na sekundarnom tržištu se formira isključivo na temelju ponude i potražnje za dionicama. Također kaže da sile ponude i potražnje mogu utjecati na to da cijena dionica na tržištu bude iznad ili ispod nominalne vrijednosti. To se najčešće i događa s cijenom dionica, pogotovo ako je tržište imperfektno i neefikasno. Ako se govori o knjigovodstvenoj vrijednosti, to je vrijednost po kojoj se dionice iskazuju u financijskim izvješćima kao financijska imovina. U tom slučaju je relevantan međunarodni računovodstveni standard 39 (MRS 39 - Financijski instrumenti – priznavanje i mjerenje). Ovdje se vidi da je nominalna vrijednost bitna jedino kod prve ili kasnijih emisija dionica, a u budućem trgovanju relevantna je samo tržišna cijena koja se formira na temelju ponude i potražnje za dionicama. Uobičajeno je da cijena dionice na sekundarnom tržištu bude različita od nominalne. Knjigovodstvena vrijednost je vrijednost po kojoj se dionice iskazuju u financijskim izvješćima i za tu vrijednost je relevantan međunarodni računovodstveni standard.

### 3. 5. Izračun vrijednosti dionica

U prethodnom poglavlju je rečeno da je tržišna cijena dionice određena ponudom i potražnjom, a u ovom poglavlju se govori o određivanju pravedne vrijednosti dionica, odnosno onoj vrijednosti koliko dionica trenutno realno vrijedi.

„Jedno od osnovnih načela financija je da se vrijednost svake investicije određuje izračunavanjem sadašnje vrijednosti svih novčanih tijekova koje će investicija generirati tijekom svog života“ (Mishkin, Eakins, 2019:303).

Objašnjavajući dalje Mishkin i Eakins (2019:303) ističu da primijenjujući to načelo obične dionice procijenjujemo kao vrijednost svih budućih novčanih primitaka u današnjim dolarima, a ti novčani primici mogu biti dividende, prodajna cijena dionice ili oboje. Ovdje se može uočiti da autori promatraju investicije u dionice identično kao na sve druge investicije te primjenjuju osnovna načela financija prilikom određivanja vrijednosti dionica. Novčanim tijekovima i zaradi koje će investicija u dionice donijeti smatraju dividende, prodajnu cijenu dionice ili oboje. U nastavku o vrednovanju dionica Mishkin i Eakins (2019:303-304) kažu da bismo razvili teoriju vrednovanja dionica započinjemo s najjednostavnijim mogućim scenarijem. U njemu se pretpostavlja da kupujete dionicu, držite je jedno razdoblje kako biste dobili dividendu i zatim je prodate. To nazivaju model vrednovanja u jednom razdoblju. Da bi ste procijenili dionicu na današnji dan morate odrediti sadašnju diskontiranu vrijednost očekivanih novčanih tijekova koristeći formulu u kojoj je diskontni faktor korišten za diskontiranje novčanog tijeka zahtijevani povrat na ulaganje u vlasnički kapital. Novčani tijekovi se sastoje od jednog plaćanja dividende i konačne prodajne cijene, što kad se diskontira u sadašnjost dovodi do sljedeće jednadžbe kojom se izračunava trenutna cijena dionice.

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+k_e)} + \frac{P_1}{(1+k_e)} \quad (1)$$

gdje je:  $P_0$  = trenutna cijena dionice

$Div_1$  = dividenda koja se isplaćuje na kraju prve godine

$k_e$  = zahtijevani povrat od ulaganja u vlasnički kapital

$P_1$  = cijena na kraju prvog razdoblja. Ovo je pretpostavljena prodajna cijena dionice

Model vrednovanja dividende u jednom razdoblju može se proširiti na bilo koji broj razdoblja. Koncept ostaje isti. Vrijednost dionice je sadašnja vrijednost svih budućih novčanih tijekova. Poopćena formula za dionice može se opisati kao jednadžba 2:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n} \quad (2)$$

Ako bi se pokušalo koristiti jednadžbu 2 da bi se odredila vrijednost dionice vrlo brzo bi se shvatilo da se prvo mora odrediti vrijednost dionice u nekom trenutku u budućnosti  $P_n$  prije nego što se može odrediti njezina vrijednost na današnji dan  $P_0$ . Međutim, ako je  $P_n$  daleko u budućnosti ona neće utjecati na  $P_0$  što znači da se sadašnja vrijednost dionice može jednostavno izračunati kao sadašnja vrijednost budućeg tijeka dividendi. Na taj način se dobiva poopćeni model dividendi koji je zapisan u jednadžbi 3:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k_e)^i} \quad (3)$$

Ovdje se primjećuje kako su autori razvili jednadžbu 1 vrednovanja dionica kojom se izračunava trenutna cijena dionice prema najjednostavnijim mogućim scenarijem u kojem se pretpostavlja da kupujete dionicu, držite je jedno razdoblje kako biste dobili dividendu i zatim ju prodate. Dalje razvijaju jednadžbu na bilo koji broj razdoblja i dobiju poopćenu formulu za dionice prikazanu jednadžbom 2. Iz ovoga zaključuju da ako je  $P_n$  daleko u budućnosti ona neće utjecati na  $P_0$  što znači da se sadašnja vrijednost dionice može jednostavno izračunati kao sadašnja vrijednost budućeg tijeka dividendi te na kraju izvode jednadžbu 3.

Postoji još teorija o određivanje realne vrijednosti dionica, ali vrijednost očekivanog budućeg tijeka dividendi se najčešće spominje kao stvarna vijednost dionica. Na primjer Saunders i Cornett (2006:245) također jednadžbu identičnu gore pomenutoj jednadžbi 3 definiraju kao pravednu vrijednost današnje dionice.

### 3. 6. Emisija dionica na tržište

Da bi se dionice našla na tržištu potrebno je da ih neko dioničko društvo „pusti“ odnosno plasira na tržište, to se naziva emisija dionica na tržište. Naravno postoje pravila koje izdavatelji dionica moraju poštovati.

Prema Članaku 172., stavak 1. Zakona o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) propisano je da odluku o izdavanju dionica donosi glavna skupština ili osnivači društva u skladu sa statutom. Stavkom 2. istog članka Zakona o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) određeno je da se odlukom o izdavanju dionica utvrđuju:

1. „tvrtka izdavatelja dionica,
2. ukupni iznos na koji se izdaju dionice i broj dionica,
3. nominalni iznosi dionica ako se izdaju dionice s nominalnim iznosom,
4. oznaka da dionice glase na ime,
5. izdaju li se uz izdavanje isprava o dionici ili kao nematerijalizirani vrijednosni papiri,
6. vrijeme upisa dionica,
7. način upisa dionica,
8. kod koga se, u kojemu roku i na koji način uplaćuju dionice,
9. u kojemu se roku vraćaju uplaćena sredstva ako se odustane od izdavanja dionica,
10. rod dionica,
11. redoslijed ostvarenja prvenstva iz povlaštenih dionica ako se one izdaju u više serija.“

Stavkom 3. navedenog članka Zakona o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) propisano je da: „Pod uvjetima koji su propisani posebnim zakonom, statutom društva se određuje da društvo izdaje isprave o dionicama ili dionice u nematerijaliziranom obliku.“ Ovdje se vidi da odluku o izdavanju dionica donose glavna skupština ili osnivači društva i što sve mora biti tom odlukom utvrđeno. Između ostalog vidimo da se već samom odlukom o izdavanju dionica utvrđuje da li će one biti izdane u materijaliziranom ili u nematerijaliziranom obliku. Kada je u pitanju odluka o prodaji dionica Foley (1998:15) kaže da odluka o prodaji dionica javnosti suočava poduzeće s dva problema: koje tržište koristiti i koje metode prodaje upotrijebiti. U 1980-im godinama u Velikoj Britaniji postojala su četiri različita tipa ili razine tržišta. Tri su bila u nadležnosti međunarodne burze vrijednosnih papira, dok se četvrta – tržište preko šaltera sastoji od grupe posrednika vrijednosnim papirima s dozvolom ministarstva trgovine i industrije. Tako su poduzeća mogla birati između slijedećih mogućnosti:

1. Potpuni popis (kotacija) Međunarodne burze vrijednosnih papira (ISE)

2. Tržište vrijednosnih papira koji ne kotiraju na burzi (USM)
3. Treće tržište
4. Tržište preko šaltera (OTC)

Ova tržišta diferencirana su prema uvjetima za kotaciju i kriterijima izvještavanja koje postavljaju pred poduzeće, te stupnju motrenja javnosti kojemu su poduzeća izložena. Od 1991. godine USM i Treće tržište su se stopili u jedno kao rezultat pritiska Europske zajednice na harmonizaciju zahtjeva za kotaciju. Iz ovoga se može zaključiti kako je proces plasmana i prodaje dionica na tržištu s vremenom postao jednostavniji. Također se vide značajne sličnosti u emisiji na tržišta dionica u Hrvatskoj i Velikoj Britaniji.

Za kraj izlaganja o emisiji dionica na tržište u Republici Hrvatskoj spomenuti će se ponovno nominalni iznos dionice. U Članaku 163. u Zakonu o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) definira se najniži nominalni iznos dionica i u prva tri stavka se kaže:

1. Da tvrtka može izdati dionice koje imaju nominalni iznos ili dionice bez nominalnog iznosa.
2. Navodi se najmanji nominalni iznos dionice i kaže se da on ne može biti manji od 1,00 eura.
3. U ovom stavku se kaže da je ništetna dionica čiji je nominalni iznos manji od 1,00 eura. Osim toga kaže se i da oni koji izdaju takve dionice solidarno odgovaraju onima koji ih posjeduju za štetu koja im je pričinjena izdavanjem dionica.

U istom članaku Zakona o trgovačkim društvima (pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23) postoje još četiri stavka, u kojima se između ostalog kaže da iznos temeljnog kapitala koji otpada na jednu dionicu ne može biti manji od 1,00 eura te da je dionica nedjeljiva. Ovdje vidimo da dionice prilikom prve emisije ne moraju imati nominalni iznos, ali ako ga imaju on ne smije biti manji od 1,00 eura. Također vidimo da je kažnjivo izdavanje takvih dionica. Definira se i da je dionica nedjeljiva tako da je ona zapravo predstavlja najmanji mogući udio u vlasništvu u dioničkom društvu koji netko može posjedovati.

## 4. Tržište dionica

Tržište dionica je dio tržišta kapitala. Uz tržište dionica se često vežu pojmovi kao što su burza, primarno i sekundarno tržište, nacionalno i međunarodno tržište.

„Tržište kapitala tržište na kojemu se kupuje i prodaje kapital, odnosno mjesto na kojemu se susreću potražnja i ponuda kapitala. Iako možda i ne znamo točno što kapital jest, već predosjećamo da ima veze s novcem. Zapravo, tržište kapitala jako miriše na novac zbog istog razloga zbog kojega tržnica odiše sezonskim voćem i povrćem, a ribarnica svojom specifičnom i lako prepoznatljivom mješavinom mirisa. Stoga jedna od najpoznatijih i najjednostavnijih definicija kapitala kaže da je to novac koji se upotrebljava u investicijske svrhe“ (Alajbeg, Bubaš, 2001:8-9).

Prethodne rečenice slikovito, a možda i najbolje opisuju tržište kapitala. Svako tržište je mjesto gdje se susreću ponuda i potražnja, u ovom slučaju kapitala. Teza s mirisom novca se često čuje kako u filmovima tako i u raznim drugim televizijskim programima.

Promatramo li samo tržište dionica ono ipak ima i određenih razlika u odnosu na tržišta drugih vrijednosnih papira pa tako Novak (2005:251) ističe da je većina ostalih tržišta na kojima se trguje vrijednosnim papirima usko povezana s procesom kretanja novca od štediša prema zajmoprimcima, da bi se na taj način podržale investicije i ekonomski rast. Kada je tržište dionica u pitanju, većinom se kupuju i prodaju vrijednosni papiri koji su ranije emitirani, a ne znači izmjenu financijskih prava za novi kapital. To znači da se promet dionicama uglavnom ostvaruje na sekundarnom tržištu. Odatle se dalje zaključuje da trgovina dionicama uglavnom nije u uskoj vezi s procesom štednje i investiranja u privredi, osim ako se ne radi o novim emisijama dionica. S druge strane, sekundarno tržište dionica ima velik utjecaj na očekivanja pojedinih poduzeća u procesu planiranja budućih investicija tako da time trgovanje dionicama na sekundarnom tržištu ipak indirektno ima utjecaj na zapošljavanje, rast i opće stanje gospodarstva. Ovdje se vidi raspored investiranja na tržištu dionica i naglašava da je trgovanje dionicama značajno veće na sekundarnom nego na primarnom tržištu što povlači da trgovanje dionicama u najvećem dijelu nije u uskoj vezi s procesom štednje i investiranja u privredi. Ipak, sekundarno tržište dionica ima indirektni utjecaj na zapošljavanje, rast i opće stanje gospodarstva jer se tvrtke kad planiraju buduće investicije ravnaju prema njemu.

Funkciju i ulogu tržišta dionica objašnjavaju Saunders i Cornett (2006:218) koji tvrde da tržišta dionica pružaju mogućnost dobavljačima sredstava da efikasno i povoljno dobiju dionička



sredstava za poduzeća (korisnici sredstava). U zamjenu korisnici sredstava (poduzeća) daju dobavljačima sredstava vlasnička prava u svom poduzeću, a osim toga dobiju i novčani priljev u vidu dividendi. Tako da se poduzeća ne moraju financirati samo dužničkim instrumentima ili zadržanom dobiti, već im i korporativne dionice služe kao izvor financiranja. Iz ovoga se vidi da je funkcija tržišta dionica da tvrtke jednostavno i jeftino dođu do novčanih sredstava za potrebe svoje djelatnosti, a za uzvrat nude investitorima vlasnička prava u svojoj tvrtci, kao i budući novčani primitak u obliku dividendi.

#### **4. 1. Vrste tržišta dionica**

Najvažnija podjela tržišta dionica je ona na primarno i sekundarno. Kada se dionice prvi puta prodaju one se prodaju na primarnom tržištu, koje se još naziva i emisijsko tržište. U prethodnom poglavlju je rečeno da se veći dio prometa dionicama ostvaruje na sekundarnom tržištu, gdje se prodaju dionice koje su ranije emitirane.

Za primarno tržište Saunders i Cornett (2006:226) kažu da su to tržišta na kojim se preko novih emisija dionica prikuplja novac. To čine korporacije. Isti autori dalje nazivaju početne investitore dobavljačima sredstava i navode da se njima prodaju novi dionički vrijednosni papiri u zamjenu za novac koje treba izdavatelj, kojeg nazivaju i korisnikom sredstava. Većina transakcija primarnog tržišta obavlja se putem investicijskih banaka (npr Morgan Stanley ili Lehman Brothers) koji posreduju između korporacije izdavatelja i krajnjeg investitora vrijednosnih papira. Iz ovoga se može zaključiti o važnosti uloge banaka u primarnoj emisiji dionica koja je očito velika. Nešto slično kažu i drugi autori, tako na primjer kod objašnjavanja primarnog tržišta Alajbeg i Bubaš (2001:9) ističu primarno tržište kao onaj dio tržišta gdje tvrtka izdavatelj dionica prikuplja kapital, odnosno novac koji joj je potreban za ostale poslovne ili investicijske aktivnosti. Isti autori dalje navode da je posao primarne emisije dionica dosta složen i uglavnom prezahtjevan da bi ga tvrtka izdavatelj mogla samostalno realizirati. Odjeli za investicijsko bankarstvo poslovnih banaka najčešće odrađuju sve poslove vezane uz primarnu emisiju dionica. Zbog toga poslovne banke vladaju primarnim tržištem. One mogu djelovati kao “veletrgovci” otkupom cijelog izdanja dionica i njegovom daljnjom rasprodajom, a mogu djelovati i samo kao posrednici koji će pronaći izravnog kupca dionice. I ovdje vidimo naglašenu ulogu banaka kod primarne emisije dionica te kako iste gledaju kako maksimalno iskoristiti svoj položaj posrednika kod emisije dionica.

Sekundarno tržište je tržište na kojem se prodaju sve dionice koje su već bile bar jednom prodane, odnosno koje su već prošle prodaju na primarnom tržištu. O sekundarnom tržištu između ostalog Alajbeg i Bubaš (2001:9-10) navode da nakon što su jednom prodane, dionice svoj život nastavljaju na sekundarnom tržištu, koje se još naziva i transakcijsko tržište. Tu se samo mijenja vlasnik dionice. Odlika sekundarnog tržišta kapitala je da omogućuje mobilnost i likvidnost – investitor prodajom svog dugoročnog vrijednosnog papira može doći do gotovog novca. Iz ovoga se zaključuje da je svrha sekundarnog tržišta promjena vlasništva nad vrijednosnim papirima, u našem slučaju dionicama.

#### **4. 2. Burza**

Burza je mjesto gdje se trguje vrijednosnim papirima, u našem slučaju dionicama.

„Tradicionalna definicija organizirane burze je da se radi o određenoj lokaciji na kojoj se kupci i prodavatelji redovito sastaju da bi trgovali vrijednosnim papirima korištenjem modela otvorenog licitiranja. Kako se sofisticiranije tehnologija prilagođavaju za trgovinu vrijednosnicama, taj se model sve rjeđe koristi. NYSE se trenutno oglašava kao hibridno tržište koje povezuju aspekti elektroničke trgovine i tradicionalne trgovine putem aukcija“ (Mishkin, Eakins, 2019:299). Iz ovoga se vidi da se na burzama koristi model otvorenog licitiranja. Također se vidi da se burze s vremenom moderniziraju te da i one slično OTC tržištu sve više koriste modele elektroničke trgovine. Novak (2005:261-262) opisuje burze kao organizirana tržišta vrijednosnih papira i naglašava da one predstavljaju fizičke cjeline. Zajedničko svim značajnijim burzama na svijetu je da imaju svoju zgradu, određene članove burze, ali i izabrano upravljačko tijelo. Članovi burze imaju pravo na trgovanje na burzi, njihova članska mjesta se kupuju i prodaju pa se tako uobičajeno kaže da članovi burze imaju svoje „sjedište“ na burzi. Svrha organiziranih burzi vrijednosnih papira je da omoguće poslovnom svijetu sljedeće koristi:

- olakšavaju proces investiranja - zato što su one mjesta na kojima se transakcije obavljaju efikasno i povoljno,
- testiranje trenutnih cijena - zahvaljujući neprekidnim transakcijama učestalo se testira trenutna cijena vrijednosnih papira,
- stabilnost cijena vrijednosnih papira - učestale transakcije na burzi poboljšavaju likvidnost što dovodi do češćih, ali manjih promjena cijena vrijednosnih papira.

Iz ovoga se vidi da su burze fizičke cjeline, da imaju svoju zgradu, određene članove te izabrano upravljačko tijelo. Također se može zaključiti da je glavna funkcija burze olakšavanje procesa trgovine dionicama.

„Za razliku od nereguliranoga, organizirano sekundarno tržište karakteriziraju precizno utvrđena pravila ponašanja i regulatorno-nadzorni okvir, koje postavlja zakonodavac (država), ali i same institucije na kojima se trguje: stroge burze i (nešto manje formalizirana) OTC tržišta“ (Alajbeg, Bubaš, 2001:11). Iz ovoga se vidi da organizirano tržište poput burze karakteriziraju precizno utvrđena pravila ponašanja i regulatorno-nadzorni okvir u vidu zakona.

#### **4. 3. OTC tržište**

OTC tržište je tržište gdje se trguje dionicama manjih tvrtki koje ne kotiraju na burzama. Za OTC tržište Mishkin i Eakins (2019:300) kažu da to tržište nije organizirano u smislu da postoji zgrada u kojoj se obavlja trgovina. Umjesto toga trgovina se obavlja putem sofisticiranih telekomunikacijskih mreža. Trgovci „stvaraju tržište za te dionice na način da kupuju zalihe kad investitori žele prodati i prodaju sa zaliha kad investitori žele kupiti. Ti trgovci osiguravaju likvidnost za male dionice koja je ključna da bi one bile prihvaćene na tržištu. Iz ovoga se vide najvažnija obilježja OTC tržišta, a to je da ne postoji zgrada u kojoj se obavlja trgovina već se ona obavlja putem sofisticiranih telekomunikacijskih mreža.

„Nastala su iz jednostavne potrebe za trgovanjem vrijednosnim papirima društava koja ne ispunjavaju uvjete uvrštenja na burzu. Pravila uvrštenja na OTC tržišta manje su stroga od burzovnih; stoga i manja, slabije poznata ili nova poduzeća mogu zadovoljiti uvjete uvrštenja“ (Alajbeg, Bubaš, 2001:17). Iz ovoga se zaključuje kako je OTC tržište sačinjeno uglavnom od dionica društava koja ne ispunjavaju uvjete uvrštenja na burzu, a razlog za to su manje strogih pravila uvrštenja.

„Dionice kupljene na OTC tržištu riskantnije su od onih s burze zbog nekoliko razloga: često su poduzeća mala s kratkom poviješću poslovanja, stupanj javnosti takvih poduzeća je ograničen uglavnom zbog statutarnih zahtjeva; relativno malo dionica je u javnom vlasništvu pa razina trgovinske aktivnosti tim dionicama naginje ograničenjima“ (Foley, 1998:19). Iz ovoga se zaključuje da su dionice izlistane OTC tržištu riskantnije od onih s burze jer su tvrke manje, manje poznate javnosti, a i razina trgovinske aktivnosti tim dionicama naginje ograničenjima.

#### **4. 4. Međunarodno tržište**

Najpoznatija svjetska tržišta dionica su Burza u New Yorku NYSE (New York Stock Exchange), Londonska burza (London Stock Exchange), Burza vrijednosnih papira u Tokiju (Tokyo Stock Exchange). Od svjetskih burzi valja još spomenuti burze u Šangaju i Hong Kongu, a od europskih burzi značajne su još burze u Frankfurtu i Parizu. Alajbeg i Bubaš (2001:10) navode pojam nadnacionalnog tržišta. Kao takav primjer tržišta ističu eurotržište, kažu da ono nema posebnog uređenja, da ne pripada isključivo niti jednoj državi, a glavna su mu središta London, Pariz, Luxemburg i Frankfurt. Dalje navode da poopćeno, slobodan tijek kapitala briše granice između domaćeg i drugih tržišta. Hrvatsko tržište je također dio međunarodnog tržišta kapitala i na njemu hrvatskim vrijednosnim papirima mogu trgovati kako domaći, tako i strane pravne i fizičke osobe. Iz ovoga se vidi da postoji slobodan tijek kapitala među članicama Europske unije te da na hrvatskom tržištu osim domaćih, hrvatskim dionicama i obveznicama trguju i strane osobe (pravne i fizičke).

Saunders i Cornett (2006:249) tvrde da su s gledišta investitora međunarodna tržišta privlačna jer se izbjegavaju pojedini rizici poput utjecaja inflacije ili recesije držanjem dionica koje su izdale korporacije u inozemstvu. Primjerice, premda dionica koju je izdala korporacija u jednoj zemlji može zbog recesije izgubiti na vrijednosti, povećanje vrijednosti dionica koje je izdala korporacija u drugoj zemlji može pokriti te gubitke. Iz ovoga se da zaključiti da držanje inozemnih dionica nosi određene prednosti, pogotovo ako u tuzemstvu postoji strah od recesije. Međutim ulaganje u inozemne dionice ima i neke nedostatke, o njima Saunders i Cornett kažu sljedeće: „Premda međunarodna diversifikacija uklanja neke rizike, uvodi nove. Primjerice, za male ulagače, informacije o inozemnim dionicama manje su potpune i pravodobne nego za američke dionice. Nadalje, međunarodne investicije uvode rizik tečaja i politički rizik“ (Saunders, Cornett, 2006:250). Iz ovoga se vidi da ulaganja u inozemne dionice ima i određene nedostatke, a to su nepotpune i nepravodobne informacije te rizik tečaja i politički rizik.

#### **4. 5. Tržišni indeksi**

Tržišni indeksi govore o kretanju cijena dionica na određeni dan na nekom tržištu. Kretanje vrijednosti pojedinih tržišni indeksa je moguće pratiti i na tjednom, mjesečnom i dužem vremenskom razdoblju. U tržišni indeks biraju se cijene dionica koje reprezentativno

predstavljaju cijelo tržište, o tome Novak (2005:278) kaže da se opća kretanja na tržištu vrijednosnih papira obično mjere pomoću prosjeka ili indeksa koji se sastoje od grupe vrijednosnih papira za koje se pretpostavlja da dobro predstavljaju cijelo tržište ili neki njegov segment. Alajbeg i Bubaš o izboru vrijednosnih papira za tržišni indeks kažu sljedeće: „Vrijednosni se papiri izabiru prema kriterijima likvidnosti i tržišne kapitalizacije pa u burzovni indeks ulaze veća društva čijim se dionicama učestalo trguje. Kretanje cijena na Zagrebačkoj burzi oslikava burzovni indeks CROBEX (Croatian Bourse Equity Index)“ (Alajbeg, Bubaš, 2001:41). Ovo je zapravo samo detaljnije objašnjenje prethodno navedenog, odnosno da su likvidnost i tržišna kapitalizacija glavni kriteriji za biranje dionica koje će ući u izračun tržišnog indeksa. Mishkin i Eakins (2019:311) kažu da se dionički indeksi koriste da bi se pratilo ponašanje skupina dionica. Praćenjem prosječnog ponašanja skupine dionica investitori mogu steći uvid o tome kakvi bi mogli biti rezultati skupine. Najčešće citirani indeks je Dow Jones Industrial Average (DJIA), koji prati kretanje dionica 30 najvećih kompanija. Drugi indeksi poput Standard and Poor's 500 Indeks, NASDAQ composite i NYSE composite možda su korisniji za praćenje različitih skupina dionica. Iz navedenog je vidljiv značaj skupnih indeksa te da je najpoznatiji indeks u svijetu Dow Jones Industrial Average (DJIA). Od značajnijih indeksa valja spomenuti burzovni indeks Europe Euro Stoxx 50, burzovne indekse Njemačke: DAX 30, TECDAX 30, MDAX50, burzovni indeksi Velike Britanije FTSE 100, burzovni indeks Francuske CAC 40, burzovni indeks Japana Nikkei 225 te burzovni indeks Kine Kina 50.

Tvrtke koje ulaze u pojedini indeks se povremeno mijenjaju, a na tu temu Mishkin i Eakins (2019:311) ističu da danas urednici Wall Street Journala biraju kompanije koje čine DJIA. Iako bi DJIA indeks trebao biti sastavljen od industrijskih poduzeća, oni vrsti poduzeća koja se smatra industrijskom pristupaju vrlo široko pa su tu zapravo sve kompanije izvan sektora prijevoza i komunalnih usluga. Isti autori također navode da se sastavnice DJIA mijenjaju periodički pa tako navode primjer kada su 2009. General Motors i Citigroup zamijenjeni sa dionicama kompanija The Travelers Companies i Cisco Systems. Drugi primjer je iz 2012. godine kada je United Health Group zamijenila Kraft Foods. Iz ovoga se vidi način biranja kompanija koje čine DJIA, a vide se i neke zanimljive promjene poput ispadanja čuvenog General Motors-a 2009. iz računanja Dow Jones indeksa koji čine 30 najboljih industrijskih poduzeća.

## **5. Trgovanje dionicama**

Dionicama se najčešće trguje na sekundarnom tržištu, bilo da je riječ o burzama ili izvanburzovnim tržištima. O trgovini na burzama i izvanburzovnim tržištima Mishkin i Eakins (2019:299) ističu da u novije vrijeme ta razlika postaje sve manje jasna kako elektronička trgovina raste i u terminima volumena i u terminima utjecaja. Iz ovoga se vidi da se razlika između trgovine dionicama na burzi i trgovine dionicama na izvanburzovnim tržištima sve više smanjuje zbog sve veće elektroničke trgovine.

### **5. 1. Uvrštavanje dionica na burzu**

Što veća burza, to veće i tvrtke čije su dionice na njoj uvrštene, tako bi se otprilike mogla definirati povezanost između pojedine burze i tvrtki čije su dionice izlistane na njoj.

„Da bi dionice poduzeća bile uvrštene na organiziranoj burzi, poduzeće mora ispuniti prijavu i zadovoljiti određene kriterije koje postavlja burza kako bi povećala trgovinu. Na primjer, NYSE potiče uvrštavanje dionica samo najvećih poduzeća da bi obujam transakcija bio velik. Nekoliko je načina na koje poduzeće može zadovoljiti minimalne zahtjeve za uključivanje na burzu. Općenito vrijedi da poduzeće mora imati znatne prihode i određenu tržišnu vrijednost (prihode veće od 10 milijuna dolara na godinu i tržišnu vrijednost od 100 milijuna dolara)“ (Mishkin, Eakins, 2019:299-300). Iz ovoga se vide stroga pravila i kriteriji koje burze imaju kod uvrštavanja pojedinih tvrtki. Ta pravila postoje da bi se burze zaštitile od loših i neprofitabilnih tvrtki, ali i da bi osigurale sebi što veću zaradu.

### **5. 2. Mehanizam trgovanja**

Modernim tehnologijama i prelaskom na elektroničke načine trgovanja sve je manje trgovine „na parketu“ u samoj zgradi burze, ipak ona i dalje postoji. Uvertira u trgovanje počinje kad pojedinac stupi u kontakt i napravi dogovor sa svojim brokerom, zatim njegov broker šalje nalog brokeru na burzi, nakon toga počinje akcija kupnje ili prodaje. Sam mehanizam trgovanja se najbolje vidi na primjeru najveće svetske burze NYSE. Foley (1998:53) objašnjava da NYSE djeluje na aukcijskom sustavu u kojem brokeri trguju jedan s drugim na osnovi otvorenog

licitiranja, suštinski je to sustav vođen nalogom. Međutim, dodatno postoje određeni specijalisti koji djeluju u smislu olakšavanja tržišta na različite načine, uglavnom radeći za vlastiti račun. Trgovina se normalno provodi u okruglim lotovima od 100 dionica, osim kod vrlo neaktivnih dionica gdje veličina lota može biti 10 dionica. I ovdje se vidi da je princip funkcioniranja burze na bazi licitiranja tko da više, kako je to već spominjano u ranijim poglavljima. Mishkin i Eakins (2019:300-301) kažu da specijalisti nadgledaju i olakšavaju trgovinu skupine dionica. U oko 90% svojih transakcija specijalist spaja kupca sa prodavateljima. U preostalih 10% specijalisti interveniraju na način da sami kupuju dionice ili prodaju dionice sa zaliha. Isti autori dalje navode da je specijalistova zadaća održati uredno trgovanje dionicom čak i ako to znači kupovati dionicu kad tržište pada. Ovdje se vidi prava uloga specijalista. Međutim, brokeri na parketu mogu trgovati jedan s drugim i bez posredovanja specijalista. Tako Foley dalje pojašnjava tržišnu proceduru i kaže: „Tržišna procedura je sljedeća: posrednik (broker) koji izvršava kupovni nalog klijenta pristupa određenom mjestu – poziciji – na samoj lokaciji burze gdje se trguje određenom dionicom. Takvih pozicija ima oko petnaest i na svakoj se nalazi 100 dionica. Oglasna ploča pokazuje dionice kojima se trguje u svakom odjelu pozicije, a na ekranu je pokazana posljednja cijena po kojoj je transakcija obavljena. Također se vidi i da li je tekuća cijena veća ili manja od prijašnje, tj. da li je trend prema gore ili prema dolje. Ako broker vidi da je posljednja trgovina obavljena po cijeni od 21 \$ po dionici, ipak je moguće da je drugi broker voljan prodati po nižoj cijeni“ (Foley, 1998:53-54). U nastavku procedure Foley (1998:53-54) dalje pojašnjava da broker može saznati tekući raspon ponude/potražnje od specijaliste koji ima trajno mjesto na poziciji ili se raspitati kod drugih brokera, ne otkrivajući pritom svoje namjere. Ako dobije odgovor na primjer  $20 \frac{1}{2}$  - 21 to znači da je  $20 \frac{1}{2}$  \$ najbolja ponuđena cijena, koju bi gotovo svatko bio spreman platiti za dionicu, a 21 \$ najbolja tražena cijena, najniža za koju bi bilo tko bio spreman prodati. Iz ovoga vidimo kako izgleda postupak prodaje, odnosno kupnje dionice na samoj burzi.

Saunders i Cornett (2006:235) ističu da se povećava broj naloga koji stižu iz javnosti putem elektronskog sustava trgovanja koji zaobilazeći brokera uz proviziju dolaze direktno do brokera na parketu. Nakon što se transakcija dovrši, najčešće u vremenu manjem od 15 minuta, stupa se u kontakt s investitorovim brokerom i trgovina se potvrđuje. Obično se transakcija obračunava za tri dana, tzv. obračun po T + 3, a to znači da investitor mora platiti dionicu u roku od tri dana, a broker uz proviziju ili broker na parketu ima tri dana za isporuku dionice investitorovom brokeru. Ovdje je opisan završetak transakcije, vidimo da se trgovina potvrđuje za manje od 15 minuta te da se transakcija obračunava za tri dana.

Prema najnovijim podacima Mishkin i Eakins (2019:301) navode kako negdje oko jedne četvrtine trgovine na Njujorškoj burzi ide preko trgovaca „na parketu“ koji direktno kontaktiraju sa stručnjakom na prodajnom mjestu na burzi. Dok negdje oko tri četvrtine trgovine ide preko SuperDOT sustava. To je elektronički sustav usmjeravanja naloga koji prenosi naloge izravno stručnjaku na prodajnom mjestu koji trguje dionicom. Zahvaljujući njemu transakcije su značajno brže nego što je to moguće korištenjem isključivo trgovaca „na parketu“. SuperDOT obavlja transakcije manje od 100 000 dionica i daje prednost transakcijama ispod 2100 \$. Otprilike 95 % naloga za kupnju ili prodaju na NYSE se izvršava uz pomoć SuperDOT sustava. Ovdje se vide neke od prednosti novih komunikacijskih tehnologija, konkretno elektroničkog sustava za prenošenje naloga SuperDOT koji značajno ubrzava proces trgovanja dionicama na Njujorškoj burzi. Također je primjetno da se SuperDOT sustavom obavi većina malih naloga dok u usporedbi s njim trgovci „na parketu“ češće sudjeluju u transakcijama s većim iznosima. O suvremenom načinu trgovanja na burzi Alajbeg i Bubaš (2001:13) ističu kako elektronski sustavi trgovanja omogućuju sudionicima na tržištu da na jednostavan način, unosom naloga za kupnju ili prodaju na osobnom računaru, zaključe burzovne transakcije iz matičnog ureda. Potom nalozi budu preneseni u glavni kompjuter na burzi koji vrši uspoređivanje i izvršava naloge u slučaju da se podudare kupnja i prodaja. Također navode da se trgovina vrijednosnim papirima na burzi nalazi usred novijeg trenda udaljavanja sudionika u procesu od fizičkog mjesta susreta ponude i potražnje. Ovi autori predviđaju da će naposljetku u potpunosti prevladati trgovanje preko elektronskih sustava i da će fizička prisutnosti sudionika biti potpuno nepotrebna. Iz ovoga se pobliže vidi uloga elektronskih sustava trgovanja u današnjem vremenu. Ne samo da se nalozi mogu prenositi do burze elektronskim sustavom već i na samoj burzi glavni kompjuter uspoređuje i izvršava naloge ako postoji podudarnost kupnje i prodaje.

### **5. 3. Brokeri**

Brokeri su posrednici pri trgovini vrijednosnim papirima, u našem slučaju dionicama. Mishkin i Eakins (2019:546-547) definiraju brokere kao čiste posrednike koji imaju ulogu investitorovog agenta prilikom kupovne ili prodajne transakcije vrijednosnicama. Oni imaju funkciju spajanja kupaca i prodavača te su za nju nagrađeni brokerskom naknadom. Osim njih postoje i dileri koji djeluju na drugačiji način. Oni povezuju kupce i prodavače na način da su spremni prodati i kupiti vrijednosnice po određenoj cijeni. Ovo je posao visokog rizika jer



cijene vrijednosnih papira koje dileri drže mogu porasti, ali mogu i pasti. Iz ovoga se jasno vidi tko su brokeri te njihova razlika u odnosu na dilere. Brokeri su posrednici i rade isključivo za proviziju dok se dileri kockaju kupujući vrijednosne papire za svoj novac, što im može omogućiti veću zaradu, ali i odvesti ih u gubitke.

Brokeri pružaju različite usluge svojim klijentima, neki daju i kredit za kupnju dionica klijentima. Prema Novaku (2005:271) brokeri, osim obavljanja transakcija, savjetuju svoje klijente, a ponekad mogu i upravljati portfeljem vrijednosnih papira za račun svog klijenta. Brokeri će kupovati i prodavati bilo koji vrijednosni papir po zahtjevu klijent, ako on kotira na burzi, bez obzira na to što su pojedini od njih stekli ugled u trgovanju samo određenom vrstom vrijednosnica. Iz ovoga se vidi da se brokeri osim same kupnje i prodaje vrijednosnih papira, bave i drugim poslovima koji su s istom povezani, davanjem savjeta, upravljanjem portfeljem vrijednosnih papira klijenta i slično.

Da bi došlo do trgovine investitor mora dati nalog za kupnju ili prodaju dionica svom brokeru. Postoji više vrsta naloga koja se daje brokerima, ali najvažniji se mogu svrstati u dvije skupine: nalozi po tržištu i nalozi s ograničenjem. Ovi potonji se nazivaju i uvjetni nalozi. Prema Saunders i Cornett (2006:235-236) nalog po tržištu je nalog brokeru za transakciju po najboljoj mogućoj cijeni kad nalog stigne na prodajno mjesto, a nalog s ograničenjem onaj nalog gdje se transakcija obavlja samo po određenoj cijeni. Nakon što primi nalog s ograničenjem broker uz naknadu ili broker na parketu će stajati što bliže prodajnom mjestu imajući nalog kod sebe, ako je trenutna cijena blizu ograničene cijene. Ukoliko trenutna cijena nije blizu ograničene cijene broker neće satima ili danima stajati u blizini prodajnog mjesta i čekati da trenutna cijena dostigne ograničenu cijenu za taj jedan nalog. Umjesto toga on će tada upisati nalog u knjigu naloga specijalista na tom prodajnom mjestu, a ovaj će izvršiti trgovinu u slučaju da dođe do dostizanja cijene. Kod naloga s ograničenjem može postojati i vremensko ograničenje, u tom slučaju nalog vrijedi samo do određenog datuma, a kad on istekne nalog se briše iz knjige specijalista. Ovdje su ukratko opisane vrste naloga brokerima i kako se oni realiziraju i to se praktično nadovezuje na prethodno poglavlje o mehanizmu trgovanja na burzi.

Postoje i druge vrste naloga, Mishkin i Eakins (2019:546-547) spominju nalog za sprečavanje gubitka, gdje u slučaju da vrijednost dionice počne padati te dosegne određenu nižu cijenu broker automatski prodaje dionice te tvrtke.

## 5. 4. Investicijske banke

Investicijske banke su financijski posrednici koji tvrtkama pomažu pri izlasku na burzu, ali i samostalno otkupljuju dionice, odnosno investiraju u iste. Prema Saunders i Cornett (2006:457-458) investicijsko bankarstvo je ono bankarstvo koje se odnosi na radnje vezane uz potpisivanje i distribuciju novih izdanja dužničkih vrijednosnica i dionica, bez obzira da li se radi o prvim izdanjima vrijednosnih papira nekog poduzeća ili samo novim izdanjima poduzeća čije su vrijednosnice već na tržištu. Prodaja vrijednosnica može uslijediti nakon javne ili privatne ponude. Ako je riječ o privatnoj ponudi, investicijske banke imaju ulogu agenata privatnog plasmana i za taj posao dobivaju određenu proviziju, a vrijednosnice obično kupi jedan ili više velikih institucionalnih investitora poput tvrtki za životno osiguranje. Kad je riječ o javnim ponudama vrijednosnice se nude široj javnosti, a mogu se potpisati po osnovi najviše postignute cijene ili po osnovi čvrste obveze. Iz ovoga se vidi da potpisivanje vrijednosnica može biti javnom ili privatnom ponudom te da za taj posao investicijske banke dobivaju određenu naknadu. Kod javnih ponuda se uglavnom traži najbolja cijena, a vrijednosni papiri se nude širokoj javnosti. Prema Saunders i Cornett (2006:458) kod čvrstog potpisivanja emisije investicijski bankar djeluje kao principal tako što kupuje vrijednosne papire od izdavatelja po jednoj cijeni i pokušava ih plasirati kod javnog investitora za neznatno višu cijenu. Iz ovoga se vidi da investicijske banke mogu djelovati i tako da otkupe sve vrijednosne papire od izdavatelja te ih potom javno prodaju za višu cijenu.

O ulozi investicijskih banaka Mishkin i Eakins (2019:539) između ostalog kažu da bez obzira na ime investicijske banke nisu banke u uobičajenom smislu te riječi. Pored organiziranja i preuzimanja prodaje inicijalnih izdanja dionica, obveznica i komercijalnih papira, investicijske banke igraju i središnju ulogu kao organizatori spajanja i preuzimanja, posrednici pri kupnji i prodaji poduzeća te kao privatni brokeri veoma bogatih pojedinaca. Neke od najpoznatijih investicijskih banaka su Morgan Stanley, Bank of America, Merrill Lynch, Credit Suisse te Goldman Sachs. Naknade investicijskih banaka se obično određuju kao fiksni postotak dolarskog iznosa pojedinog posla. Naknada je u postotku manja kod velikih poslova, negdje oko 3%, a kod manjih poslova zna iznositi i preko 10%. Iz ovoga se vide moć i uloga investicijskih banaka te da one igraju glavnu ulogu kod spajanja i preuzimanja te pri kupnji i prodaji poduzeća. Također se vidi da su njihove naknade prilično značajne i iznose od 3% do 10 % ovisno o veličini plasmana.

## **6. Zagrebačka burza**

Burza kapitala u Hrvatskoj zove se Zagrebačka burza. Jedina je burza kapitala u državi. Kao i mnoge druge burze u svijetu organizirana je kao dioničko društvo. Smještena je u zgradi Eurotower na adresi Ivana Lučića 2a. Do 2007. u Hrvatskoj je postojalo i Varaždinsko tržište vrijednosnica, koje je tada pripojeno Zagrebačkoj burzi te je na taj način stvoreno jedinstveno tržište vrijednosnica. U vlasničkoj strukturi Zagrebačke burze najveće udjele posjeduju FINA i nekoliko poslovnih banaka. Nitko nema udjel veći od 9,99 %.

### **6. 1. Pravila trgovine na Zagrebačkoj burzi**

Svaka burza pa tako i Zagrebačka ima određena pravila trgovine. Prema Pravilima na internetskoj stranici Zagrebačke burze (2023) koja su na snazi od 9.12.2019. (izmjene i dopune Pravila su na snazi od 14.10.2021. i 29.11.2022.), u članku 24. između ostalog se navodi da svi članovi Burze imaju pravo: „na pristup trgovinskom sustavu, sklapati transakcije na trgovinskom sustavu u vlastito ime i za vlastiti račun ili za račun klijenta, pristup informacijama koje se odnose na trgovanje, pristup informacijama o uvrštenju, privremenoj obustavi i prestanku uvrštenja financijskih instrumenata na uređenom tržištu.“ U članku 27. istih Pravila Zagrebačke burze (2023) između ostalog je određeno da član koji klijentu pruža usluge trgovanja putem interneta dužan je: „izvršiti prethodnu procjenu primjerenosti i prikladnosti klijenta, osigurati da je klijent upoznat sa sadržajem ZTK-a i drugih propisa, ovih Pravila i drugih akata Burze kojima se uređuje trgovanje“. U članku 28. ovih Pravila Zagrebačke burze (2023) između ostalog je propisano da: „Svi uneseni nalozi i izvršene transakcije koje sadrže identifikacijsku oznaku člana pravno su obvezujući za tog člana.“ Ovdje se vide neka od osnovnih pravila trgovanja na Zagrebačkoj burzi. Bitno je izdvojiti da u transakcijama na Burzi mogu sudjelovati samo članovi burze te da oni imaju pravo na pristup svim raspoloživim informacijama vezanim uz trgovanje.

### **6. 2. Pravila uvrštenja na Zagrebačku burzu**

Dok su pravila trgovine vrlo slična na svim burzama kod pravila uvrštenja na burzu su ipak malo izraženije razlike. One uglavnom prizlaze iz veličine same burze i veličine tržišta koje

pokriva. Prema Pravilima na Zagrebačkoj burzi navedenim u prethodnom poglavlju člankom 73. između ostalog na Zagrebačka burza (2023) propisano je da: „Na uređenom tržištu može se trgovati svim financijskim instrumentima za koje Burza ima odobrenje HANFA-e ili to odobrenje proizlazi iz odredaba ZTK-a“. U nastavku istog članka opisani su financijski instrumenti (dionice, obveznice...) kojima se može trgovati na uređenom tržištu.

U uvjetima za uvrštenje Zagrebačke burze kod uvrštenja dionica na redovno tržište, između ostalih uvjeta, prema članku 91. naprijed navedenih Pravila na Zagrebačka burza (2023) javnosti mora biti distribuirano najmanje 15% dionica. Istim člankom je propisano da iznimno može manje, ako s obzirom na velik broj dionica istog roda i postotak distribucije javnosti, tržište može uredno funkcionirati. Uvjeti za uvrštenje dionica na službeno tržište propisani su člankom 95. naprijed navedenih Pravila. Ovi uvjeti se nešto razlikuju od uvjeta za uvrštenje na redovno tržište jer po ovim odredbama za uvrštenje dionica na službeno tržište, javnosti mora biti distribuirano najmanje 25% dionica od predloženih dionica za uvrštenje i taj postotak mora biti distribuiran na najmanje 30 dioničara. I tu postoji iznimka od prethodnog uvjeta pa se dionice mogu uvrstiti na tržište ako zbog velikog broja dionica istog roda i postotka distribucije javnosti tržište može uredno funkcionirati, a smatra se ovaj uvjet ispunjenim, ako je najmanje 10% dionica distribuirano na najmanje 50 dioničara. Uvjeti za uvrštenje dionica na vodeće tržište Zagrebačke burze propisani su odredbama članka 99. do članka 106. njezinih naprijed navedenih Pravila. Prema tim odredbama osim uvjeta koji su navedeni u članku 95. u stavku 1. i u članku 96., za uvrštenje na ovo tržište prema Zagrebačka burza (2023) moraju se ispuniti između ostalih i ovi uvjeti: javnosti mora biti distribuirano najmanje 35% dionica na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje, izdavaatelj mora imati najmanje 1000 dioničara, očekivana tržišna kapitalizacija dionica za koje je podnesen zahtjev za uvrštenje, mora biti najmanje 65.000.000,00 EUR. Ovdje se kaže i da mora biti sklopljen ugovor s najmanje jednim održavateljem tržišta. Za vodeće tržište postoji još niz uvjeta, neki od njih se tiču nadzornog i revizijskog odbora.

Naknade za uvrštenje za dionice i dionice zatvorenog investicijskog fonda prema Zagrebačkoj burzi (2023):

- Vodeće tržište – 0,08% (minimum - 10.617,82 EUR, maksimum 21.235,65 EUR)
- Službeno tržište - 0,065% (minimum - 9.954,21 EUR, maksimum 19.908,42 EUR)
- Redovito tržište - 4.645,30 EUR

### 6. 3. Članovi Zagrebačke burze

Članovi Zagrebačke burze su financijske institucije, uglavnom banke i brokerske kuće. Prema pravilima burze u članku 7. je navedeno tko sve može biti član Zagrebačke burze. Na primjer u stavku 1. toga članka na Zagrebačka burza (2023) se kaže: „Član burze može biti investicijsko društvo ili kreditna institucija iz Republike Hrvatske, države članice i treće zemlje, uz uvjete propisane ZTK-om i ovim Pravilima te detaljnije razrađene drugim aktima Burze.“ Još neki od uvjeta koje tvrtka mora ispuniti za članstvo na Zagrebačkoj burzi navedeni su u članku 8.. Oni prema Zagrebačkoj burzi (2023) glase:

1. „imati pravni oblik dioničkog društva, društva s ograničenom odgovornošću ili europskog društva (*societas europea*),
2. imati temeljni kapital u iznosu od najmanje 55.000,00 eura,
3. obavljati poslovanje najmanje 3 godine u kontinuitetu,
4. imati dobru reputaciju,
5. imati uspostavljen sustav upravljanja rizicima razmjerni vrsti, opsegu i složenosti usluga i aktivnosti koje obavlja i odgovarajući sustav internih kontrola,
6. iz podataka o trgovini mora biti vidljivo da je na tržištu kapitala sklopila više od 10 transakcija mjesečno u posljednje 3 poslovne godine i
7. njezin investicijski portfelj u financijske instrumente, uključujući depozite u novcu, mora prelaziti iznos od 465.000,00 eura.“

U transakcijama na burzi mogu sudjelovati samo članovi burze. Zagrebačka burza trenutno ima 12 članova. Prema Zagrebačkoj burzi (2023) članovi Zagrebačke burze su:

- „Agram brokeri d.d.
- Credos d.o.o.
- Erste&Steiermärkische Bank d.d.
- Fima-vrijednosnice d.o.o.
- Hita-vrijednosnice d.d.
- HPB d.d.
- Interkapital vrijednosni papiri d.o.o.
- OTP banka d.d.
- PBZ d.d.
- Podravska banka d.d.

- Raiffeisenbank Austria d.d.
- Zagrebačka banka d.d.“

Naknade vezene uz članstvo prema Zagrebačkoj burzi (2023) su:

- Jednokratna naknada za stjecanje statusa člana Burze iznosi 1.327,23 EUR
- Članarina iznosi 510,32 EUR

#### 6. 4. Dionice s najvećim prometom

Svako tržište, odnosno burza ima dionice kojima se najčešće trguje. S vremenom se one mijenjaju, slično kako se mijenjaju i dionica koje ulaze u izračun pojedinih indeksa. U sljedećoj tablici bit će prikazano top 10 dionica s najvećim prometom na Zagrebačkoj burzi u 2022. godini:

Redni Broj:	Oznaka:	Izdavatelj:	Tržište:	Zadnja:	%	Promet (kn):
1.	PODR	PODRAVKA d.d.	RP	634,00	0,32%	177.975.808,00
2.	HT	HT d.d.	RP	177,50	-4,31%	176.477.085,00
3.	RIVP	Valamar Riviera d.d.	RP	30,50	-7,58%	163.435.181,50
4.	ATPL	ATLANTSKA PLOVIDBA d.d.	RR	370,00	-0,54%	138.113.305,00
5.	ADRS2	ADRIS GRUPA d.d.	RR	364,00	-12,29%	87.744.983,00
6.	SPAN	SPAN d.d.	RO	268,00	15,52%	86.929.262,00
7.	ERNT	ERICSSON NIKOLA TESLA d.d.	RR	1705,00	-7,34%	82.932.515,00
8.	ZABA	Zagrebačka banka d.d.	RR	64,40	-1,23%	82.452.345,40
9.	ATGR	ATLANTIC GRUPA d.d.	RP	342,00	-18,57%	72.821.152,00
10.	HPB	HPB d.d.	RO	825,00	13,01%	69.901.115,00

*Tablica 1: Top 10 dionica s najvećim prometom*

Izvor: Izrada autora prema Zagrebačkoj burzi (2023)

Gornja tablica pokazuje 10 dionica kojima se najviše trgovalo na Zagrebačkoj burzi u 2022. godini. Vidi se da se najviše trgovalo dionicom PODRAVKA d.d., a poslije nje dionicom HT

d.d.. U tablici se također vidi puni naziv tvrtke izdavatelja i oznaka dionice na burzi za svaku od njih. Osim toga za svaku se dionicu vidi da li pripada RR - redovitom tržištu, RO - službenom tržištu ili RP - vodećem tržištu. Vide se i zadnja ostvarena cijena i postotak promijene za svaku dionicu i na kraju u zadnjem stupcu se vidi ono najvažnije, ostvareni promet pojedinom dionicom.

## **6. 5. Indeksi na Zagrebačkoj burzi**

Svaka burza ima i neke svoje karakteristične indekse. Oni najčešće prikazuju ili skupne indekse ili indekse pojedinih sektora gospodarskih djelatnosti. Zagrebačka burza računa 11 dioničkih indeksa, 2 obveznička indeksa te za 1 regionalni dionički indeks. Dionički indeksi i regionalni dionički indeks prema Zagrebačkoj burzi (2023) su:

- CROBEX – indeks cijena u čiji izračun ulaze dionice rangirane prema njihovoj free float tržišnoj kapitalizaciji. U izračun indeksa se biraju najlikvidnije dionice koje imaju najveću tržišnu kapitalizaciju, uz ograničenje težine pojedine dionice na 10%. Izračun indeksa se vrši u eurima i distribuira u realnom vremenu, u kontinuitetu tijekom trgovine,
- CROBEX10 – u njega ulazi 10 dionica iz izračuna indeksa CROBEX koje imaju najveću free-float tržišnu kapitalizaciju i promet,
- CROBEX10tr – predstavlja indeks ukupnog prinosa u čiji sastav ulazi i prinos od isplate dividendi na dionice iz svog izračuna, u svom izračunu ima iste dionice kao i CROBEX10,
- CROBEXplus – indeks cijena, ima 20 sastavnica. bez uključivanja dividendi u svom sastavu,
- CROBEXnutris – indeks cijena u čiji izračun ulaze dionice tvrtki iz prehrambene industrije, sektorski indeks,
- CROBEXindustrija - indeks cijena u čiji izračun ulaze dionice industrijskih tvrtki,
- CROBEXkonstrukt - cjenovni indeks u čiji izračun ulaze dionice građevinskih tvrtki,
- CROBEXtransport – indeks cijena u čiji izračun ulaze dionice tvrtki koje se bave transportom, pripada u sektorske indekse,
- CROBEXturist – cjenovni indeks u čiji izračun ulaze dionice tvrtki koje se bave turizmom, sektorski indeks,

- CROBEXtr - indeks ukupnog prinosa u čiji sastav ulazi i prinos od isplate dividendi na dionice u njegovom sastavu. u njegov izračun ulaze iste dionice kao i kod CROBEX-a,
- CROBEXprime - indeks ukupnog prinosa, dividende su uključene u izračun te se u njemu težina pojedine dionice određuje prema njezinoj free float tržišnoj kapitalizaciji. U svom izračunu indeks uzima u obzir sve dionice koje se nalaze unutar Vodećeg tržište Burze, pojedina dionica ima ograničenje težine na 30%,
- ADRIAprime - regionalni dionički indeks, indeks ukupnog prinosa koji u svom sastavu ima dionice iz najvišeg tržišnog segmenta, Vodećeg tržišta, uvrštene na Zagrebačkoj i Ljubljanskoj burzi. Dividende ulaze u obzir prilikom izračuna ovog indeksa, a težina pojedine dionice se određuje prema njezinoj free float tržišnoj kapitalizaciji.

Zagrebačka burza povremeno provodi reviziju indeksa te iz njih isključuje i uključuje dionice pojedinih izdavatelja odnosno poduzeća.



## **7. Zakoni i regulatorna tijela**

Tržište vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj regulirano je Zakonom o tržištu kapitala. Nadzor nad izdavanjem i trgovinom vrijednosnim papirima vrši Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). Institucija koja pohranjuje vrijednosne papire zove se Središnje klirinško depozitarno društvo – SKDD i ona se nalazi pod nadzorom HANFA – e.

### **7. 1. Zakon o tržištu kapitala**

Tržište dionica, kao i cjelokupno tržište kapitala u Republici Hrvatskoj regulirano je Zakonom o tržištu kapitala koji je donesen 2018. godine. Tržište je ranije bilo regulirano Zakonom o tržištu vrijednosnih papira.

Prema članku 2., stavku (3) Zakona o tržištu kapitala (NN 65/18, 17/20, 83/21, 151/22) Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga nadležna je i odgovorna za provedbu i nadzor primjene ovoga Zakona i svih uredbi Europske unije iz stavka 2. ovoga članka te je tijelo za kontakt s europskim nadzornim tijelima u smislu ovoga Zakona i Uredbe (EU) br. 600/2014. U stavku 2. navedenog članka 2. nalazi se niz uredbi EU vezanih uz tržište kapitala. Stavkom 7. članka 2. istog zakona određeno je da o zadaćama i odgovornostima koje su joj dodijeljene ovim Zakonom Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga obavještava Europsku komisiju, ESMA-u, nadležna tijela država članica i kada je primjenjivo EBA-u. U članku 3., pod točkom 1. Agencija je definirana kao Hrvatska agencija za nadzor financijskih čije su nadležnosti i djelokrug propisani Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i ovim Zakonom. Iz ovoga se vide najvažnije ovlasti i odgovornosti koje Zakon o tržištu kapitala dodijeljuje HANFA – i te da su njene glavne djelatnosti definirane Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga.

Središnji depozitorij definiran je odredbom članka 558., stavkom 1. naprijed navedenog Zakona o tržištu kapitala (NN 65/18, 17/20, 83/21, 151/22) kao pravna osoba čija je djelatnost upravljanje sustavom za namiru vrijednosnih papira iz odjeljka A točke 3. Priloga Uredbe (EU) br. 909/2014 i pruža barem jednu drugu od osnovnih usluga iz odjeljka A priloga navedene Uredbe. U stavku 2. istoga članka navedenog zakona određeno je da se u taj depozitorij sa sjedištem u RH upisuju prava iz nematerijaliziranih vrijednosnih papira, njihovi imatelji, kao i prava trećih osoba, ako ih imaju na tim vrijednosnim papirima, pod uvjetom da odredbama

nekim posebnim propisima nije drugačije određeno. Pružanje usluga središnjeg depozitorija u Republici Hrvatskoj, ovlasti Agencije prema središnjem depozitoriju, kao i druge odredbe vezane za funkcioniranje središnjeg depozitorija uređene su odredbama članka 559. do 626. naprijed navedenog Zakona o tržištu kapitala. Ove odredbe su usklađene s odredbama naprijed navedene Uredbe EU br. 909/2014 i mnoge od njih se na nju pozivaju.

## **7. 2. HANFA**

Puni naziv HANFA-e je Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Prije HANFA-e nadzor nad izdavanjem i trgovinom vrijednosnim papirima je provodila Komisija za vrijednosne papire. Hrvatski sabor 2005. godine donosi Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga. Djelokrug i ustrojstvo HANFA-e uređeni su navedenim zakonom (NN 140/05, 154/11, 12/12) i statutom Agencije.

Prema HANFA (2023): „Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (Hanfa) nadzorno je tijelo koje provodi nadzor nebankarskog financijskog sektora s ciljem promicanja i očuvanja njegove stabilnosti. Nebankarski financijski sektor obuhvaća tržište kapitala, osiguranja, leasinga i faktoringa, investicijske fondove te drugi i treći stup mirovinskog osiguranja. Pravne i fizičke osobe koje na tim tržištima pružaju financijske usluge Hanfini su subjekti nadzora, a zadaća je Hanfe osigurati da oni posluju u skladu s propisima koji se odnose na navedena područja.“

U Zakonu o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 140/05, 154/11, 12/12) u članku 15. su definirane ovlasti i po tom zakonu neke od značajnijih ovlasti HANFA-e su da ona:

1. donosi različite provedbene propise temeljene na zakonima Republike Hrvatske koji propisuju tržište kapitala, druge zakone s područja financija koji su opisani u ovom članku i sve ostale zakone kojima je za to ovlaštena,
2. obavlja nadzor nad drugim nadzornim subjektima utvrđenih propisima iz ovoga članka te u nekim slučajevima obavlja nadzor pravnih osoba koje obavljaju poslove faktoringa, te da nalaže mjere za uklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti koje su ranije utvrđene,
3. izdaje i oduzima dozvole, odobrenja i slično za koje je ovlaštena temeljem ranije spomenutih propisa u ovome članku,
4. potiče, organizira i nadgleda mjera kako bi financijska tržišta bila što funkcionalnija,

5. vodi knjige, registre i slično u skladu s zakonskim odredbama i propisa utvrđenih u ovome članku,
6. inicira donošenje zakona i ostalih propisa i informira javnost o načelima djelovanja financijskih tržišta,
7. donosi podzakonske akte zbog propisivanja uvjeta, načina i postupaka za jedinstveno obavljanje nadzora u skladu sa svojim djelokrugom i nadležnostima, te poduzima zakonom regulirane mjere i obavlja ostale poslove,
8. izvještava druga nadzorna, upravna i pravosudna tijela o pitanjima koja se na bilo koji način tiču njihove nadležnosti i djelokruga, povodom postupaka vođenih pred ostalim nadzornim, upravnim i pravosudnim tijelima, ako su oni vezani s postupcima koji su u djelokrugu i nadležnostima Agencije,
9. daje mišljenje o provođenju ovoga Zakona i propisa utvrđenih ovim člankom na zahtjev bilo stranaka u postupku, bilo osoba koje dokažu da imaju pravni interes.

### **7. 3. Središnje klirinško depozitarno društvo**

Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD) je glavni hrvatski registar nematerijaliziranih vrijednosnica i u njemu se u obliku elektroničkih zapisa vode podaci o vrijednosnim papirima. Nalazi se pod nadzorom HANFA – e. Organizirano je kao dioničko društvo.

Prema članku 628., u stavaku 1. naprijed pominjanog Zakona o tržištu kapitala (NN 65/18, 17/20, 83/21, 151/22) se između ostalog kaže da se Središnje klirinško depozitarno društvo osniva kao dioničko društvo u skladu s odredbama zakona (trenutno je to ZTD) po kojim se osnivaju druga trgovačka društva. Sjedište mu je u Republici Hrvatskoj. Djelokrug Središnjeg klirinško depozitarnog društva utvrđen je člankom 629. Zakona o tržištu kapitala (NN 65/18, 17/20, 83/21, 151/22). U tom članku je navedeno 12 točaka djelatnosti koje ovo društvo može raditi, a navesti ćemo samo neke: poslovi vođenja središnjeg depozitorija nematerijalnih vrijednosnih papira, poslovi vođenja središnjeg registra financijskih instrumenata, poslovi upravljanja sustavom poravnanja u nekim slučajevima, poslovi vezani za korporativne akcije izdavatelja nematerijalnih vrijednosnih papira, poslove pohrane dionica u svezi s preuzimanjem dioničkih društava, usluge povjereništva i tako dalje. Po stavku 2. istog članka zakona, Središnje klirinško depozitarno društvo za obavljanje nekih djelatnosti iz stavka 1. ovoga članka mora zatražiti odobrenje HANFA-e. Stavkom 4. istog članka, zabranjeno je Središnjem klirinško depozitarnom društvu obavljanje bilo kojih drugih djelatnosti osim onih iz stavka 1.

ovoga članka bez odobrenja HANFA-e. Iz ovoga vidimo da osim poslova čuvanja vrijednosnih papira u obliku elektronskih zapisa SKDD obavlja i poslove prijeboja i namire. Između ostalog, Novak (2005:292) kaže da su poslovi depozitorija upis podataka u elektroničke zapise radi stjecanja, promjene ili prestanka vlasništva, založnih i drugih prava na nematerijalizirane vrijednosne papire.

## 8. Zaključak

U prethodnim poglavljima se vidi da dionice na hrvatskom tržištu imaju identična obilježja onima na inozemnim tržištima. Doduše, dojam je da se na inozemnim tržištima značajno više posvećuje pažnje samim glasačkim pravima koje one nose, dok se kod nas uglavnom koriste neka uobičajena pravila i norme. Sve to je i logično pošto su na većim inozemnim tržištima izlistane i dionice većih tvrtki, a i promet njima je značajno veći nego promet dionicama izlistanim na Zagrebačkoj burzi. Primjetno je, također, da se danas trguje uglavnom dionicama koje se nalaze u obliku elektroničkog zapisa, tako da klasični oblik dionice izdane u materijaliziranom obliku kao isprava o dionici polako nestaje sa tržišta. Puno više se trguje običnim nego prioritarnim dionicama i to vrijedi kako za inozemna, tako i za hrvatsko tržište dionica. Zakoni koji u Republici Hrvatskoj definiraju dionice, dioničko društvo i emisiju dionica na tržište su relativno jednostavni i precizni. Jasno se kaže da je najniži iznos temeljnog kapitala 25.000,00 eura, a najniža nominalna vrijednost koju dionica može imati 1,00 euro. Tržišna vrijednost dionice je ona po kojoj se ona prodaje, ali što se izračuna one prave, stvarne vrijednosti dionice u određenom trenutku tiče to je već puno složenije pitanje. Uobičajeno ja pravilo da bi ona trebala biti jednaka zbroju budućih koristi koje će donijeti.

Kad je samo tržište dionica u pitanju vidimo da se kompletna trgovina dionicama u Hrvatskoj obavlja preko Zagrebačke burze, što ima svojih prednosti i nedostataka. Jedno vrijeme je postojalo i Varaždinsko tržište vrijednosnica, preko kojeg su se obavljale OTC transakcije, ali je ono s vremenom spojeno sa Zagrebačkom burzom. U tome ima logike, pošto je sama trgovina OTC transakcijama i danas relativno mala. Kada su najveće međunarodne burze u pitanju, one imaju puno veće zahtjeve koje stavljaju pred tvrtke koje žele da njihove dionice budu izlistane na njima, nego što je to slučaj sa Zagrebačkom burzom. Razlog tomu je što su najčešće i same burze organizirane kao dionička društva te je i njima u interesu profit i što veća zarada, odnosno i njima se ne isplati gubiti vrijeme na dionice malih i slabih tvrtki već im je cilj posvetiti pažnju velikim i uglednim tvrtkama čije su dionice atraktivnije potencijalnim investitorima. Također je primjetno da trgovina dionicama elektroničkim putem preuzima primat i na najpoznatijim međunarodnim burzama poput one u New Yorku ili Londonu, a kod nas je to još više izraženo, tako da neki domaći autori, poput Alajbega i Bubaša u svom radu iz 2001., i ne posvećuju previše pažnje klasičnom načinu trgovine, nego svoja objašnjenja uglavnom oblikuju prema trgovini dionicama elektroničkim putem. Što se dioničkih indeksa tiče vrlo često se može čuti, bilo u dnevniku, bilo putem drugih medija da je Dow Jones pao za toliko, da je Standard and

Poor's ili NASDAQ porastao za toliko, a zapravo ta dnevna kretanja i nisu toliko bitna i možda se previše naglašavaju u pojedinim medijima. Sami indeksi jesu bitni i itekako mogu pokazati u kojem smjeru se pojedino gospodarstvo kreće, ali važnije je promatrati njihovo kretanje barem na tjednoj razini pa nadalje.

Promatraju li se vrste tržišta dionica najvažnije tržište je burza, a u samom procesu trgovine najvažniju ulogu igraju brokeri. Brokeri su posrednici koji rade za proviziju i morali bi prilikom kupnje i prodaje dionica štiti interese svojih klijenata, odnosno investitora. Da li je to i u stvarnosti uvijek tako? Pogotovo ako su im klijenti mali investitori? To je također jedna od šakljivih tema, ali kako se ovaj rad bazira na teorijskoj osnovi pretpostavit ćemo da su svi brokeri poštteni. Kod procesa uvrštavanja dionica na burzu ključnu ulogu imaju investicijske banke, osim što pomažu tvrtkama pri izlasku na burzu, one i samostalno otkupljuju dionice, odnosno investiraju u iste. Opći dojam je da su u procesu trgovinom dionicama na međunarodnim tržištima investicijske banke zapravo glavni igrači, ali kada je trgovina dionicama na hrvatskom tržištu u pitanju tu je dojam da banake baš i nemaju puno veću ulogu od same pomoći tvrtkama pri izlasku na burzu, što je također logično s obzirom na veličinu tržišta dionica u Republici Hrvatskoj.

Najviše podataka o tržištu dionica u Republici Hrvatskoj se može naći na internetskim stranicama Zagrebačke burze. Tu se mogu pronaći sva potrebna pravila bilo za uvršenje na Zagrebačku burzu, bilo za trgovanje na njoj. Osim toga mogu se vidjeti i uvjeti koje tvrtke moraju ispunjavati za uvrštenje na određeno tržište, naknade vezane za uvrštenje na istom, naknade za članstvo i mnogi drugi podaci koji su zanimljivi bilo potencijalnim investitorima, bilo potencijalnim tvrtkama koje razmišljaju o izlistavanju svojih dionica na Zagrebačkoj burzi.

Što se regulative tiče ona je prilično dobro organizirana na hrvatskom tržištu. Zakoni koji određuju pravila i nadležnosti su prilično jasni i precizni i dojam je da nema nikakvih nedostataka oko definiranja postupka trgovine dionicama. Također je dojam je da je tome pridonio i ulazak Hrvatske u Europsku uniju pošto su neki zakoni donijeti pred sam ulazak ili nakon ulaska poput Zakona o tržištu kapitala iz 2018. godine. Transparentnost je također na visokoj razini. Ako se pogledaju internetske stranice bilo HANFA-e, bilo SKDD-a primijetiti će se velika količina općih podataka koji su prilično dobro organizirani i lako dostupni.

Tržište dionica u Republici Hrvatskoj je manje, ali slično organizirano poput većih međunarodnih tržišta. Slično su organizirani i zakonski propisi i pravila trgovine dionicama na tržištu. Usklađivanjima propisa s propisima Europske unije postignuto je dodatno približavanje.

Burza, odnosno sekundarno tržište dionica ima indirektan utjecaj na zapošljavanje, rast i opće stanje gospodarstva jer se tvrtke kad planiraju buduće investicije ravnaju prema njemu. Razlika između trgovine dionicama na burzi i trgovine dionicama na izvanbuzovnim tržištima sve više smanjuje zbog sve veće elektroničke trgovine. Velike burze potiču uvrštavanje dionica samo najvećih poduzeća da bi obujam transakcija bio velik. U suvremenom načinu trgovanja dionicama na burzi nalozi se mogu prenositi do burze elektronskim sustavom, a na samoj burzi glavni kompjuter uspoređuje i izvršava naloge ako postoji podudarnost kupnje i prodaje. Brokери su posrednici i rade isključivo za proviziju dok se dileri kockaju kupujući vrijednosne papire za svoj novac, što im može omogućiti veću zaradu, ali i odvesti ih u gubitke. Postoji više vrsta naloga koja se daje brokerima, ali najvažniji se mogu svrstati u dvije skupine: nalozi po tržištu i nalozi s ograničenjem ili uvjetni nalozi. Kod emisije dionica na tržište potpisivanje vrijednosnih papira može biti javnom ili privatnom ponudom. U slučaju privatne ponude, investicijske banke djeluju kao agenti plasmana dionica uz naknadu, a u slučaju javnih ponuda se traži najbolja cijena, a vrijednosni papiri se nude širokoj javnosti.

Na Zagrebačkoj burzi za uvrštenje na redovito tržište najčešće javnosti mora biti distribuirano najmanje 15% dionica, za službeno tržište javnosti mora biti distribuirano najmanje 25% dionica, i to na najmanje 30 dioničara, a tržišna kapitalizacija mora biti najmanje 1.000.000,00 EUR, za svako od ova dva tržišta postoje i iznimke koje su dozvoljene uz dodatne uvjete tako da tržište može uredno funkcionirati. Za vodeće tržište javnosti mora biti distribuirano najmanje 35% dionica te izdavatelj mora imati najmanje 1000 dioničara, a tržišna kapitalizacija mora biti najmanje 65.000.000,00 EUR.

## Literatura:

1. Alajbeg, D., Bubaš, Z. (2001). *Vodič kroz Hrvatsko tržište kapitala za građane*. Zagreb: Institut za javne financije. Dostupno na: <https://repositorij.ijf.hr/islandora/object/ijf%3A17/datastream/FILE0/view>, [pristupljeno: 11.12.2022.].
2. Foley, B. J.(1998). *Tržišta kapitala*. Zagreb: Mate.
3. HANFA (2023). *Hanfa*. Dostupno na: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr), [pristupljeno: 31.5.2023.].
4. Mishkin, F.S., Eakins S. G. (2019). *Financijska tržišta i institucije*, 8. izdanje. Zagreb: Mate.
5. Novak, B. (2005). *Financijska tržišta i institucije*. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku.
6. Saunders, A., Millon Cornett, M. (2006). *Financijska tržišta i institucije*. Zagreb: Masmedia.
7. Zagrebačka burza (2023). *Zagrebačka burza*. Dostupno na: <https://zse.hr/>, [pristupljeno: 29.5.2023.].
8. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (2005). *Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, pročišćeni tekst zakona, NN 140/2005, 154/11, 12/12*. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/215/Zakon-o-Hrvatskoj-agenciji-za-nadzor-financijskih-usluga->, [pristupljeno: 31.5.2023.].
9. Zakon o trgovačkim društvima (1993). *Zakon o trgovačkim društvima, pročišćeni tekst zakona, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23*. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/546/Zakon-o-trgova%C4%8Dkim-dru%C5%A1tvima>, [pristupljeno: 11.3.2023.].
10. Zakon o tržištu kapitala (2018). *Zakonom o tržištu kapitala, NN 65/18, 17/20, 83/21, 151/22*. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala>, [pristupljeno: 31.5.2023.].



**Popis tablica:**

Tablica 1: Top 10 dionica s najvećim prometom..... 299

## **Popis kratica i simbola:**

### **Kratice:**

ADRIAprime = regionalni indeks prinosa vodećeg tržišta

ADRS2 = oznaka za dionicu ADRIS GRUPA d.d.

ATGR = oznaka za dionicu ATLANTIC GRUPA d.d.

ATPL = oznaka za dionicu ATLANTSKA PLOVIDBA d.d.

CAC 40 = burzovni indeks Francuske

CROBEX = indeks Zagrebačke burze

CROBEX10 = indeks prvih 10 dionica CROBEX-a

CROBEX10tr = indeks CROBEX10 tvrtki plus dividende

CROBEXindustrija = cijenovni indeks industrijskih tvrtki

CROBEXkonstrukt = cijenovni indeks građevinskih tvrtki

CROBEXnutris = cijenovni indeks prehrambenih tvrtki

CROBEXplus = cijenovni indeks od 20 sastavnica

CROBEXprime = indeks prinosa vodećeg tržišta

CROBEXtr = indeks CROBEX tvrtki plus dividende

CROBEXtransport = cijenovni indeks transportnih poduzeća

CROBEXturist = cijenovni indeks turističkih poduzeća

DAX 30 = burzovni indeks Njemačke

DJIA = Dow Jones Industrial Average

ERNT = oznaka za dionicu ERICSSON NIKOLA TESLA d.d.

Euro Stoxx 50 = burzovni indeks Europe

FINA = Financijka agencija

FTSE 100 = burzovni indeksi Velike Britanije

HANFA = Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HPB = oznaka za dionicu HPB d.d.

HT = oznaka za dionicu HT d.d.

ICH Corp = tvrtka International Holding Company

ISE = Međunarodne burze vrijednosnih papira

Kina 50 = burzovni indeks Kine

MDAX50 = burzovne indekse Njemačke

MRS 39= međunarodni računovodstveni standard

NASDAQ = Nasdaq Stock Market

NASDAQ composite = indeks svih dionica NASDAQ burze

Nikkei 225 = burzovni indeks Japana Nikkei

NN = Narodne novine

NYSE = New York Stock Exchange

NYSE composite = mješoviti indeks Njujorške burze

OTC = Tržište preko šaltera

PODR = oznaka za dionicu PODRAVKA d.d.

RIVP = oznaka za dionicu Valamar Riviera d.d.

RO = službeno tržište

RP = vodeće tržište

RR = redovito tržište

SKDD = Središnje klirinško depozitarno društvo

SPAN = oznaka za dionicu SPAN d.d.

SuperDOT = elektronički sustav usmjeravanja naloga na Njujorškoj burzi

TECDAX 30 = burzovni indeks Njemačke

USM = Tržište vrijednosnih papira koji ne kotiraju na burzi

ZABA = oznaka za dionicu Zagrebačka banka d.d.

ZTD = Zakon o trgovačkim društvima

ZTK = zakon o tržištu kapitala

**Simboli:**

$D_1$  = dividenda prvog razdoblja

$D_2$  = dividenda drugog razdoblja

$D_3$  = dividenda trećeg razdoblja

$D_i$  = dividenda i-tog razdoblja

$Div_1$  = dividenda koja se isplaćuje na kraju prve godine

$P_0$  = trenutna cijena dionice

$P_1$  = cijena na kraju prvog razdoblja

$P_n$  = cijena dionice budućeg razdoblja

$k_e$  = zahtijevani povrat od ulaganja u vlasnički kapital

$\Sigma$  = suma

$\infty$  = beskonačno