

# DEVASTACIJA HRVATSKOG TRŽIŠTA KAPITALA – ŠTO DALJE?

doc. dr. sc. Ivor Altaras Penda

**SAŽETAK:** U ovome radu autor provodi analizu pokazatelja uspješnosti jedinoga domaćeg tržišta kapitala u razdoblju 2009. – 2019. te na temelju nje zaključuje kako je ZSE suočen s posvemašnjom vlastitom devastacijom i to prema više različitih kriterija kao što su: obujam trgovanja, ostvareni godišnji promet, broj prisutnih investitora, broja prisutnih kompanija na tržištu kapitala, sektorskih tržišnih kapitalizacija te izvedbom indeksa CROBEX. Taj rezultat postaje još nepovoljniji ako se uspoređi s rezultatom drugih svjetskih tržišta kapitala u istom razdoblju. S obzirom na postupno poboljšanje ukupne ekonomske slike Republike Hrvatske, autor zaključuje kako ostvareni rezultat ZSE-a u promatranom razdoblju svoje uzroke nema toliko u sferi gospodarstva, koliko u slabostima vezanima uz institucionalni, zakonodavni i poslovno etički okvir. Tek njihovim znatnim unaprjeđenjem možemo očekivati bolju situaciju na ZSE-u u budućnosti.

**Ključne riječi:** *Zagrebačka burza (ZSE), tržište kapitala, devastacija, tržišna kapitalizacija*

**JEL:** G12, G14, G15

## 1. UVOD

Hrvatsko tržište kapitala, tj. Zagrebačka burza (engl. *Zagreb Stock Exchange*, dalje: ZSE) kao jedino domaće uređeno tržište kapitala izrazito je zanimljivo i inspirativno područje za analizu jer nam omogućuje stjecanje uvida u stanje hrvatske ekonomije te svih njezinih prednosti i nedostataka. To je važno znati jer nam razotkriva **činjenicu da li** naše tržište kapitala realizira jednu od svojih temeljnih funkcija, a to je biti alternativnim izvorom kapitala u odnosu na bankarski sustav. Dodatno, stečeni uvidi daju nam i mogućnost usporedbe trendova prisutnih na hrvatskom tržištu kapitala u odnosu na trendove na svjetskim i međunarodnim tržištima, a omogućuje nam i prepoznavanje mnogih (i) racionalnosti investitora prisutnih na ZSE-u. A možda ustanovimo i to da je za ZSE-u primjenjiv stav poznatog investitora Benjamina Grahama da je na financijskim tržištima sreća ponekad važnija od vještine (Graham, 2006., str. 210.).

Naslov rada jasno sugerira stav autora da se hrvatsko tržište kapitala nalazi u dugogodišnjoj dubokoj krizi. Funkcija rada je prvo tu činjenicu prepoznati i dokumentirati, a potom pokušati dijagnosticirati izvore takvog stanja. Nadalje, koliko je to moguće, autor će pokušati ponuditi odgovor na pitanje što se može učiniti kako bi se nepovoljno stanje izmijenilo. To je, dakako, hrabra aspiracija. No još je hrabrije održavati *status quo* i ne pokušati poduzeti ništa, a istodobno očekivati da će se nepovoljni trendovi sami od sebe izmijeniti. To je opcija koju autor nije spreman prihvatiti.

Pritom, cilj ovoga rada nije upirati prst u potencijalne krivce za postojeće stanje, ali se od odgovornosti ne može i ne smije bježati. Institucionalni okvir postoji. No on niti je dovoljan niti se na adekvatan način koristi. Upravo bi osnaživanje institucionalnog okvira, a koji s jedne strane uključuje regulativu, dok s druge strane podrazumijeva snažne institucije koje bi tu regulativu provodile udjelo pridonijelo da se rizici na financijskim tržištima svedu na najmanju moguću mjeru, čime bi ona postala dodatno atraktivna za nova ulaganja.

Velika svjetska financijska kriza, koja je otpočela na samom početku desetljeća koje se razmatra u ovome radu, te se na simboličan način njime ona evocira, i na koju ni jedan pojedinac ili institucija, pa čak ni pojedina država, nisu imale moć utjecaja, tek je dio šire slike koji objašnjava zatečeno stanje na hrvatskom tržištu kapitala. Ova činjenica, međutim, ne može biti opravdanje za nedjelovanje na razini na koju imamo ili bismo mogli imati utjecaj. Nespremnost da se stvarno provedu, a ne samo kao parole proklamiraju, dubinske reforme u društvenim i ekonomskim odnosima uzrokuju posvemašnju i jasno vidljivu društvenu apatiju koja ima mnoga lica, a reflektira se i na domaće tržište kapitala.

Ovaj rad nastaje u želji da se prepoznaju potencijalni i blagotvorni oblici ponašanja koji mogu izravno pridonijeti boljoj budućnost hrvatskog društva i tržišta kapitala koje u njemu operira.

## 2. RAZVITAK TRŽIŠTA KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ OD NJEGOVA OBNAVLJANJA DO DANAS

U ovome radu primarno će se analizirati događaji i dostupni podaci za proteklo desetljeće, što znači da će glavni fokus interesa biti posvećen razdoblju 2009. – 2019. Katkad će se prezentirati i raniji podaci i to onda kada nam oni pomažu boljem razumijevanju promatranog desetljeća.

Spomenuti interval je, u socijalnom i gospodarskom smislu, obilježen mnogim važnim domaćim i inozemnim događajima od kojih su mu neki prethodili, dok su se drugi dogodili u promatranom razdoblju.

Iako je sasvim jasno da je svaki popis relevantnih događaja nužno nepotpun, ipak je, s vremenskim odmakom, moguće navesti one događaje koji su imali najveći utjecaj na ukupnu društvenu i gospodarsku sliku RH. Tu ponajprije mislimo na događaje iz tablice 1.

## Tablica 1. Važniji međunarodni i domaći događaji koji su utjecali na društvenu i gospodarsku sliku Republike Hrvatske

- najveća globalno financijsko-ekonomska kriza koja se s tržišta drugorazrednih hipotekarnih kredita iz SAD proširila diljem svijeta preko tržišta financijskih derivata. Kriza je započela u ljeto 2008. godini i u mnogim razvijenim ekonomijama svijeta ona je prevladana tijekom 2009. i 2010. godine. U RH su prvi znaci prisutnosti te “uvezene” krize bili vidljivi s vremenskim odmakom od 6 mjeseci, ali je, prvenstveno zbog unutarnjih slabosti, kriza trajala sve do 2015. godine.
- provedba jedine stvarne sveobuhvatne društvene reforme u RH – realizacija mirovinske reforme, koja je započela 2002. godine, a kojom su stvoreni financijski preduvjeti za jačanje domaćeg tržišta kapitala
- donošenje Zakona o tržištu kapitala (NN 88/08) koji je stupio na snagu 1. siječnja 2009. godine. Ovaj zakon je doživio više značajnih izmjena i dopuna (NN 146/08, NN 74/09, NN 54/13, NN 159/13, NN 18/15, NN 110/15 i NN 123/16), a potpuno novi Zakon o tržištu kapitala donesen je 6. srpnja 2018. (NN 65/18).
- kolaps hrvatskih državnih obveznica koje su u prosincu 2012. godine izgubile investicijski rejting, te su kolokvijalno postale “Junk”
- ulazak RH u punopravno članstvo NATO-a 1. travnja 2009. godine
- ulazak RH u punopravno članstvo EU 1. srpnja 2013. godine
- ponovno uvođenje poreza na kapitalnu dobit po stopi od 12% + prizrez u 2016. godine
- zabilježeni primami suficit opće države u 2017. godine, prvi od njezinog osamostaljenja
- značajan pad nezaposlenosti – sa 17,6 % iz veljače 2014. na 8,5 % u kolovozu 2018. godine
- pad omjera ukupnog inozemnog duga u odnosu na hrvatski BDP sa 106,8 % iz 2014. na 75 % u 2019. godini
- niz iznimno uspješnih turističkih sezona čime je turizam postao najznačajnija pojedinačna gospodarska grana
- rast Dow Jones i S&P 500 indeksa koji su u rujnu 2018. godini dosegli najviše vrijednosti u svojoj cjelokupnoj povijesti
- kolaps Agrokora, najveće privatne grupacije kompanija i najvećeg privatnog poslodavca u državi, nakon same države, sa svim pripadajućim ekonomskim, institucionalnim, političkim, financijskim i pravnim reperkusijama

Izvor: autorova sistematizacija

Iz ovih podataka možemo uočiti da je proteklo desetljeće uistinu bilo obilježeno mnoštvom važnih događaja koji su, svaki za sebe, ostavili duboki trag u socijalnom i gospodarskom životu građana RH. Pritom, neki od njih imali su izraženi pozitivni efekt, a drugi su imali suprotni utjecaj. U takvoj konstelaciji domaćih i inozemnih događaja zanimljivo je vidjeti kako je na to reagiralo hrvatsko tržište kapitala.

Naime, svako tržište kapitala, pa i naše domaće, zbroj je svih očekivanja njegovih sudionika –onih pozitivnih i onih negativnih. Kada su na jednom (pritom, ne nužno fizičkom) mjestu prisutni svi ti različiti interesi, motivi, informacije, strahovi, nade, analize i vjerovanja svih tržišnih sudionika, onda se stvara potpuno nova ukupna dimenzija ljudskog djelovanja koja poprima sasvim novu kvalitetu, a svoj konačni izraz iskazuje kroz *ponudu i potražnju* koja, kada se institucionalizira, predstavlja uređeno mjesto razmjene, što je ujedno i temeljna definicija burze (Cvjetičanin, 2004., str. 43.).

Kada se ta ponuda i potražnja izraze novčanom jedinicom, ona se pretvara u *cijenu* robe ili usluge. Kretanje cijena financijskih instrumenata ili bodovne vrijednosti burzovnih indeksa kroz vrijeme, iskazano nekim oblikom grafičkog prikaza, ujedno je i povijesni prikaz prevladavajućega tržišnog sentimenta. S odmakom u vremenu možemo procijeniti koliko su očekivanja tržišnih sudionika korespondirala sa stvarnošću te ako slučajno nisu, možemo pokušati objasniti zašto se to nije dogodilo i imaju li ti uzroci svoje temelje u ekonomskim, socijalnim, psihološkim ili nekim drugim razlozima. Stoga je „hod“ cijene svakoga pojedinog financijskog instrumenta kroz povijest izravno ispričana priča o tome financijskom instrumentu, tržištu na kojem se njime trguje, kao i investitorima koji njime trguju. Na isti način možemo razumjeti i burzovne indekse koji tako postaju svojevrsni pokazatelj šireg sentimenta tržišta (tzv. *benchmark*).

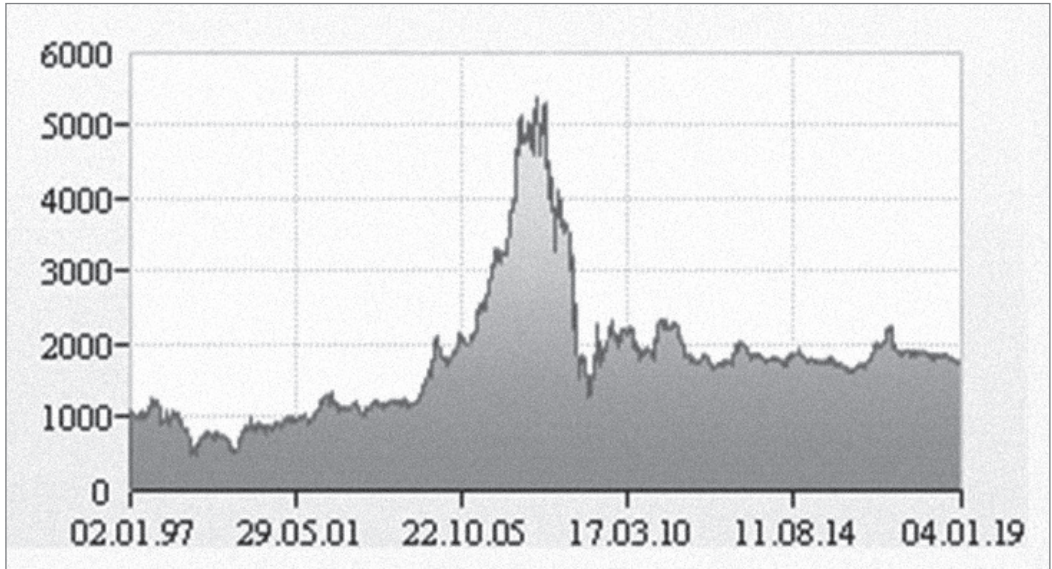
S obzirom na iskazane vrlo dinamične i po svojim dugoročnim posljedicama važne događaje koji su obilježili prethodno desetljeće u RH, znakovito je kretanje cijena hrvatskih dionica i indeksa, kao i njihov ukupni desetogodišnji rezultat u promatranom razdoblju.

Analiza provedena u ovome radu usredotočena je na vlasničke vrijednosne papire (dakle, dionice), dok će se analiza dužničkih vrijednosnih papira (obveznica) kao i strukturiranih proizvoda ostaviti za neku buduću priliku.

Indeks CROBEX® (dalje: CROBEX) najstariji je dionički indeks ZSE-a. Bazni datum za izračun vrijednosti CROBEX-a je 1. srpnja 1997. kada je i uveden, a dodijeljena početna vrijednost mu je bila 1.000 bodova (Andrijanić, Vidaković, 2015., str. 248.).

Vrijednosti CROBEX-a od njegova osnivanja do početka 2019. godine prikazane su na grafikonu 1.

## Grafikon 1. Kretanje vrijednosti CROBEX-a od njegova osnutka do početka 2019. godine



Izvor: portal „Moje dionice“<sup>1</sup>

Iz ovoga grafikona možemo iščitati **četiri** (od ukupno pet) velikih razdoblja kroz koje je prošlo hrvatsko tržište kapitala od osamostaljivanja RH do danas.

Ta razdoblja podijelili smo na sljedeći način:

**1. razdoblje: 1991. – sredina 1997. („Rađanje“, tj. „Obnavljanje“)** – obilježeno je počecima postojanja hrvatskog tržišta kapitala, tj. njegova obnavljanja u samostalnoj RH.<sup>2</sup> U tom razdoblju, u uvjetima Domovinskog rata, trgovina vrijednosnicama bila je dio općeg postupka privatizacije koji je vodio Hrvatski fond za privatizaciju, osnovan 1992. g., na koji je RH prenijela udjele u društvenim poduzećima i državnoj imovini.<sup>3</sup> Trgovina u to vrijeme odvijala se na vrlo rudimentaran način: telefaksom i dokumentacijom ovjerenom **u općinskim uredima**, s obzirom na to da je javno bilježnička djelatnost uvedena tek u srpnju 1993. g. Zakonom o javnom bilježništvu (NN 78/93). Kako je tadašnje tržište kapitala bilo doslovno u svojim začecima bez pravoga institucionalnog okvira, ubrzo se pojavila potpuno nova aktivnost – mešetarenje paketima dionica, što je kasnije dobilo pogrdni

<sup>1</sup> <https://www.mojedionice.com/trg/IzvPovijestCijena.aspx?sifSim=CROBEX&perDug=max> (pristupljeno 4. siječnja 2019.)

<sup>2</sup> Zagrebačka burza je kao samostalna institucija oformljena neposredno nakon Prvoga svjetskog rata (1919.) da bi ulaskom Hrvatske u sastav SFRJ ona bila ukinuta i to s argumentom da je riječ o špekulantskoj instituciji kojoj nema mjesta u komunističkom sustavu (Kolar-Dimitrijević, K., Hrvatska burza u prošlosti, <http://zse.hr/default.aspx?id=32849>).

<sup>3</sup> Hrvatski fond za privatizaciju ukinut je 2011. godine kada ga je zamijenila Agencija za upravljanje državnom imovinom (AUDIO).

naziv „torbarenje“. Ova pojava ne bi smjela nikoga iznenaditi. Naime, dogodilo se jedino što se i moglo dogoditi – stvorilo se tržište. Time je započeo kolosalni društveni transfer vlasništva nad vrijednom javnom i državnom imovinom koji je svoj najčišći oblik poprimio u stvaranju poslovnih carstava ljudi poput Miroslava Kutlea koji je upravo u ovom razdoblju postao vlasnikom više od sto pedeset kompanija<sup>4</sup> (a koji je poslovno krahirao početkom 2000. g. kada je i uhapšen) ili Ivice Todorčića koji je također u ovom vremenu stekao mnoge kompanije koncerna Agrokor<sup>5</sup> (a poslovno je krahirao početkom 2017. g., te je uhapšen po svom povratku iz Velike Britanije u studenom 2018. g.). Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima donesen je 1995. g. (NN 107/95), a u travnju 1997. g. osnovano je i *Središnje klirinško depozitarno društvo* (dalje: SKDD)<sup>6</sup> koje je počelo voditi bazu podataka o vlasništvu i promjenama vlasništva nad vrijednosnim papirima, kao i provoditi postupak njihove dematerijalizacije (pretvaranje u elektronički zapis). Smatramo da je prvo razdoblje hrvatskog tržišta kapitala završilo stvaranjem CROBEX-a te uvođenjem elektroničkog sustava za trgovanje u realnom vremenu pod imenom TEST-1.5.

**2. razdoblje: sredina 1997. – kraj 2004. („Formativno doba“)** – obilježeno je dodatnom alokacijom i akumulacijom vlasništva nad ekonomskom osnovom društva s tim da su se tijekom ovog razdoblja u taj proces uključili i inozemni akteri kroz inozemna direktna ulaganja (FDI) uglavnom preuzimajući vlasničke udjele (ponajprije u bankarskom sektoru, a kasnije i u farmaceutici te telekomunikacijama), te s iznimno malim dijelom kroz „greenfield“ investicije. Znakovito je da je u razdoblju 1994. – 2006. FDI u RH rastao po prosječnoj godišnjoj stopi od 42,84% (Santini, 2007., str. 101.). Ipak, posljedice ratnog stanja, svih pripadajućih razaranja i troškova, kao i tadašnji sve izraženiji demokratski deficit bili su razlozi zašto je RH propustila priliku da postane punopravna članica EU-a u velikom proširenju koje se dogodilo 2004. g. To je rezultiralo stagnacijom CROBEX-a u razdoblju 1997. – 2000., **što je vidljivo iz prethodnog grafikona. Nakon smrti prvog predsjednika RH dr. Franje Tuđmana (prosinac 1999.) i promjenom vlasti 3. siječnja 2000.,** svojevrsni međunarodni pritisak je popustio, a RH je za vrijeme premijera Ivice Račana 21. veljače 2003. službeno podnijela zahtjev za punopravno članstvo u EU-u te su pristupni pregovori otpočeli 3. listopada 2005. Uz opisani osnaženi europski put RH, na unutarnjem ekonomskom planu iznimno važan bio je nastavak izgradnje infrastrukturnih objekata (ponajprije se to odnosi na izgradnju autoceste A1, neslužbeno nazvana „Dalmatina“) **što je u bitnome povećalo godišnje stope rasta BDP-a na razinu 4 – 6%.** Upravo je ovo razdoblje (2001. – 2005.) početak oporavka CROBEX-a. On je tada preskočio svoju prvotnu vrijednost od 1.000 bodova i više nije pao ispod nje.

<sup>4</sup> Neke od tih kompanija su: Gradski podrum, Slobodna Dalmacija, Radio Dalmacija, TV Marijan, Jadro-teksil, Dalma i brojne druge.

<sup>5</sup> Sojara i Zvijezda 1991., Jamnica 1992., Ledo i Konzum 1994. itd.

<sup>6</sup> Tada se ova institucija zvala Središnja depozitarna agencija (SDA).



**3. razdoblje: 2005. – 2007. („Rast“)** – označeno je postupnim, ali dobro vidljivim, rastom hrvatskog tržišta kapitala. Taj rast je zabilježen tijekom 2005. g. što korespondira s ubrzanim rastom hrvatskog BDP-a (uglavnom temeljenog na infrastrukturnom zamašnjaku te snažnom zaduživanju hrvatskih kućanstava), otvaranjem europske perspektive za Hrvatsku, započetim pristupnim pregovorima s EU-om te očekivanjima o njihovim brzim i uspješnim zatvaranjima, kao i svečanim otvaranjem za promet najvećeg djela autoceste A1 (dionica Karlovac – Zadar – Split) što se dogodilo 26. lipnja 2005. g., uoči turističke sezone od koje su također bila velika ekonomska očekivanja. Upravo tijekom 2005. g. osnovana je *Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga* – HANFA (NN 140/05), prijeko potrebna institucija za nadzor tržišta kapitala, brokerskih društava, mirovinskih i investicijskih fondova te tržišta osiguranja.

Pravi „bum“ hrvatskog tržišta kapitala započeo je neprijateljskim preuzimanjem hrvatskoga farmaceutskog diva Plive čije su dionice kotirale na zagrebačkoj i londonskoj burzi. Naime, islandska tvrtka Actavis je 13. ožujka 2006. g. objavila ponudu da će uz suglasnost uprave Plive, ili bez nje, otkupiti sve dionice Plive po cijeni od 570 kuna. U tom trenutku (15. ožujka 2006.) cijena dionice Plive na burzi bila je 481 kunu. To je bio okidač za rast cijene Plivine dionice, ali je za javnost hrvatsko tržište kapitala postalo atraktivno mjesto investiranja na kojem se može zaraditi novac. Naposljetku, uprava Plive nije prihvatila ponudu Actavisa te je krenula potraga za tzv. „bijelim vitezom“ (*White Knight*), tj. drugim ponuđačem koji bi na prijateljskoj osnovi pomogao upravi da se obrani od neprijateljskog preuzimanja. „Bijeli vitez“ pronađen je u američkoj farmaceutskoj kompaniji Barr koji je na kraju uspješno preuzeo Plivu nakon višestrukog povećanja ponude cijene za njezine dionice. Ona je Barru prodana za 820 kuna po dionici 25. listopada 2016. g.

Za hrvatsko tržište kapitala 2007. g. je značajna i po tome što se 19. ožujka 2007. g. Zagrebačkoj burzi (ZSE) pripojila Varaždinska burza (VSE).

CROBEX je u navedene dvije godine (2005. – 2007.) narastao s vrijednosti od 2.000 bodova na 5.392,94, što je bila njegova povijesno najveća stečena vrijednost ostvarena 15. listopada 2007. g.

**4. razdoblje: 2008. – 2009. („Pad“)** – vjerojatno je najdramatičnije razdoblje cijelog postojanja hrvatskog tržišta kapitala. Iako je svjetska financijska kriza prepoznata u ljeto 2008. g. objavom bankrota velike i ugledne američke investicijske banke Lehman Brothers (15. rujna 2008.), financijska tržišta kao da su anticipirala postojeći problem pa je pad vrijednosti tržišnih indeksa započeo već početkom 2008. g. Taj svjetski trend pratio je i CROBEX te je on u samo godinu dana pao s vrijednosti od 5.245,58 bodova (2. siječnja 2008.) na 1.722,19 boda (31. prosinca 2008.). To je pad od 67,17 %, i njime je pobrisan cjelokupni rast ostvaren još od 2005. g. Iduće 2009. g. CROBEX će u prva tri mjeseca dodatno pasti za dodatnih 26,69 % na najnižu ostvarenu vrijednost od 1.262,58 bodova (9. ožujka 2009.). Ukupno gledajući CROBEX je u tih godinu i tri mjeseca izgubio 75,94 % svoje vrijednosti i vratio se na razinu iz svojega formativnog doba, tj. 2004. g.

**5. razdoblje: 2009. – do danas („Devastacija“)** – posljednje značajno razdoblje hrvatskog tržišta kapitala koje obuhvaća cijelo posljednje desetljeće, a ujedno je i glavni predmet interesa i analize ovoga rada. Navedeni interval na domaćem tržištu kapitala obilježen je stagnacijom vrijednosti CROBEX-a, kao i stagnacijom ukupne dioničke tržišne kapitalizacije. To se ujedno reflektiralo i kao stagnacija ili pak značajni pad tržišne kapitalizacije dionica promatranih s aspekta pojedinih ekonomskih sektora zastupljenih na ZSE-u, uz iznimku sektora turizma i financijske djelatnosti.

Ali, zbog svojevrsnog egzodusa izlistanih kompanija sa ZSE-a, kao i dramatičnog pada ukupnog prometa dionicama, uistinu se može govoriti o devastaciji hrvatskog tržišta kapitala u proteklom desetljeću. To posebno dolazi do izražaja ako situaciju na ZSE-u usporedimo sa stanjem dioničkih indeksa na drugim važnijim tržištima kapitala diljem svijeta u istom razdoblju. Tada uviđamo da je naše nazadovanje dvostruko: s jedne strane naši su promatrani parametri drastično pali, dok su s druge strane ti isti parametri u istom promatranom razdoblju kod drugih svjetskih tržišta kapitala imali izrazit pozitivni pomak. Valja nam spomenuti i činjenicu da je ZSE 2015. g. vlasnički preuzela Ljubljansku burzu (LJSE).

S obzirom na to da je RH u ovom razdoblju uspješno realizirala značajne željene makroekonomske i općedruštvene strateške ciljeve (ulazak u NATO i EU, rast BDP-a, stvaranje primarnog suficita i dr.) zanimljivo će biti vidjeti hoće li u vremenu pred nama ovoj devastaciji doći kraj te hoćemo li moći govoriti o nekom novom i povoljnijem 6. razdoblju hrvatskog tržišta kapitala, ili ćemo i dalje biti tu gdje jesmo.

Odredivši tako glavna razdoblja hrvatskog tržišta kapitala i to kroz vremensku perspektivu, u mogućnosti smo bolje razumjeti važnost posljednjeg 5. razdoblja. Ono obuhvaća više od trećine ukupnog vremena postojanja obnovljenog tržišta kapitala u samostalnoj RH pa je i u tom smislu ono iznimno zanimljivo i relevantno za dubinsko proučavanje i razumijevanje.

### 3. IZGUBLJENO DESETLJEĆE ZA HRVATSKO TRŽIŠTE KAPITALA

Iako je u promatranom razdoblju 2009. – 2019. početna godina naše analize 2009. g., moramo razumjeti da je i ona sama dio izrazito turbulentnog vremena koje je počelo godinu dana prije toga (dakle, 2008.) kada je u svijetu zavladao jedna od dvije najveće financijske krize u posljednjih stotinu godina, **što ujedno korespondira i s** početkom naznačenog 4. razdoblja hrvatskog tržišta kapitala koji smo nazvali „Pad“.

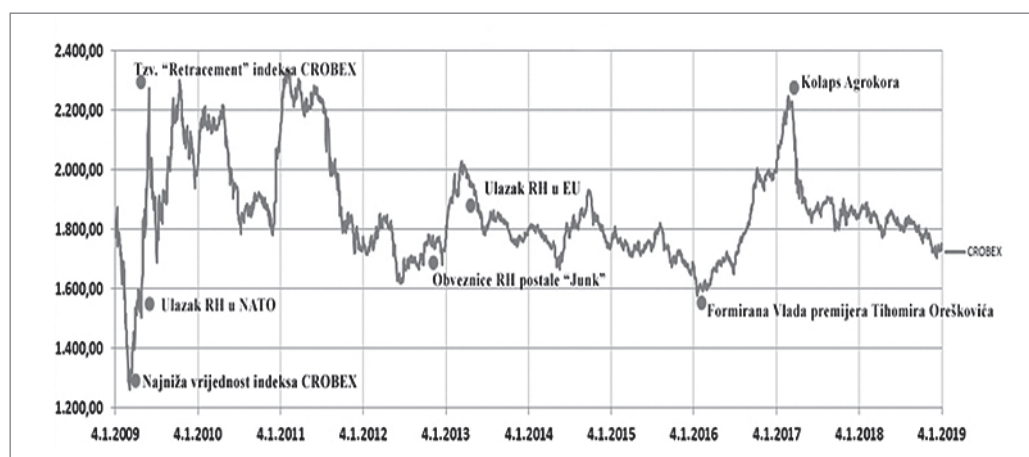
Uključimo li 2008. g. **u našu analizu i pogledamo** li kretanje CROBEX-a, najznačajnijeg indeksa ZSE-a, dobivamo grafikon 2.



**Grafikon 2. Kretanje vrijednosti CROBEX-a u razdoblju 2008. – 2019.**

Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

Iz prethodnog grafikona možemo vidjeti da se tijekom 2008. g. dogodio izniman pad vrijednosti CROBEX-a i to s vrijednosti iznad 5.200 bodova na vrijednosti od oko 1.750 bodova. To je, dakako, posljedica prisutnog straha na tržištu kapitala izazvanog događajima na svjetskim financijskim tržištima na koje RH nije imala nikakva utjecaja. Ta panika bila je uvezena iz inozemstva, ali je imala realne posljedice na hrvatsku ekonomiju u smislu općeg blokiranja kreditnog procesa te praktičnog zaustavljanja gospodarskog života zemlje. Ako se vratimo na izvorni interval koji nam je zanimljiv za analizu, a to je 2009. – 2019., tada ćemo dobiti grafikon koji će nam preciznije prikazati stanje hrvatskog tržišta kapitala u promatranom desetljeću. To nam prikazuje grafikon 3.

**Grafikon 3. Kretanje vrijednosti CROBEX-a u razdoblju 2009. – 2019. s naznačenim važnijim događajima**

Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

Primjećujemo da nam izostavljanje 2008. g. iz analitičkoga grafikona omogućuje kvalitetniji uvid u ostvarene bodovne oscilacije CROBEX-a u promatranom desetljeću. Na grafikonu 3. vidljiv je dodatni ostvareni bodovni pad CROBEX-a u prvom kvartalu 2009. g. kao i njegov povratak (tzv. *retracement*) na razine u kojima će se kretati idućih deset godina.

Dodatno, možemo primijetiti činjenicu da su prva i zadnja promatrana bodovna vrijednost CROBEX-a (dakle, vrijednosti ostvarene 4. siječnja 2009. i 4. siječnja 2019.) gotovo istovjetne. To je možda odgovor na pitanje: “Gdje je hrvatsko tržište kapitala nakon deset godina”? Na **žalost, situacija je još znatno lošija nego što to ovaj fascinantni podatak razotkriva.**

U smislu tehničke analize financijskih tržišta ovaj grafikon nam govori da je vrijednost CROBEX-a iscrtila jasno uočljiv dugogodišnji tzv. *horizontalni trend*. On je u tehničkoj analizi definiran činjenicom da se cijena nekoga financijskog instrumenta (ili njegova bodovna vrijednost, ako govorimo o indeksu) u promatranom intervalu kreće bočno, tj. u određenom cjenovnom (tj. bodovnom) rangu (Bodie, Kane, Marcus, 2006.). U prikazanom kretanju vrijednosti CROBEX-a primjećujemo da se u ovome desetogodišnjem razdoblju taj raspon kretao između 1.600 i 2.200 bodova. Pritom je donja razina ovoga raspona dosegnuta, tj. testirana dva puta (2012. i 2016.), dok je gornja razina ovoga raspona testirana, pa čak i nakratko prijeđena, pet puta (2009., 2010., 2011. i 2017.).

Horizontalni trend je tek jedan od triju mogućih glavnih smjerova trenda. Uz horizontalni postoje još *rastući* i *padajući trend*. Ako bismo hrvatsko tržište kapitala promatrali samo kroz prizmu bodovnog stanja CROBEX-a, potpuno krivo bismo mogli zaključiti da je situacija na našem tržištu kapitala nepovoljna, ali stabilna jer CROBEX aktivno ne pada već se kreće unutar poznatoga ranga. Uzmemo li, ipak, u obzir i dodatne kriterije uvidjet ćemo koliko je stanje na hrvatskom tržištu kapitala zapravo duboko problematično, a što se ne vidi iz podatka o bodovnoj vrijednosti CROBEX-a.

Kao drugi relevantni kriteriji procjene stanja nekoga tržišta kapitala može nam poslužiti ostvareni promet vrijednosnim papirima. Brokери kao važan dio financijske industrije, a ujedno i nezaobilazna spona između kupaca i prodavatelja na tržištu kapitala, svoj prihod ostvaruju upravo na temelju napravljenoga prometa vrijednosnim papirima. Za njihovo poslovanje nije bitno rastu li cijene financijskih instrumentala ili padaju, tj. ostvaruju li njihovi klijenti pri napravljenj trgovini zarade ili ne, jer su oni plaćeni po osnovi provizije za realizirani promet. Tako rizik zarade ostaje kod investitora. Međutim, pad prometa vrijednosnim papirima jest direktan rizik brokerskoga poslovnog modela. Na rast ili pad količine trgovanja utječe mnoštvo čimbenika od kojih su samo neki vezani za tržište kapitala (kao npr. broj i vrsta vrijednosnih papira ponuđenih za trgovanje, opća likvidnost tržišta, trošak vezan uz samo trgovanje i sl.), dok su drugi **čimbenici** puno šireg karaktera (kao npr. fiskalni tretman kapitalne dobiti, opća gospodarska očekivanja, pravna sigurnost investiranja, monetarna politika zemlje, razina inflacije, politika kamatnih stopa, financijska pismenost investitora i dr.). Razmotrimo li podatke o visini ostvarenog prome-

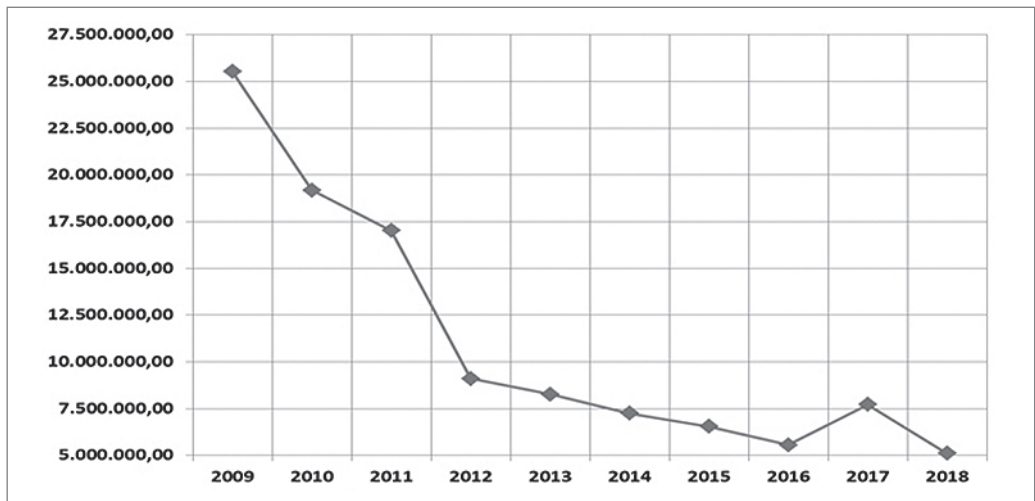
ta dionicama na ZSE-u u proteklih deset godina, vidjet ćemo koliko je situacija na tržištu kapitala doista alarmantna.

Analizirat ćemo tri podatka o obujmu trgovanja:

- kolika je promjena prosjeka dnevnog obujma trgovanja dionicama u sastavu CROBEX-a
- kolika je promjena u ukupnom godišnjem novčanom obujmu redovitog trgovanja svim dionicama na ZSE-u i
- kolika je promjena ukupnog broja obavljenih transakcija na godišnjoj razini.

U prvoj kriznoj 2008. g., prema podacima dostupnim na mrežnim stranicama ZSE-a, dnevni prosjek prometa ostvarenog košaricom dionicama koje čine CROBEX (dakle, bez svih ostalih dionica s kojima se u toj godini trgovalo) iznosio je imponzantan 54,1 milijun kuna. Već sljedeće 2009. g. taj se prosjek praktički prepолоvio te je on iznosio 25,5 milijuna kuna dnevno, što je vidljivo iz grafikona 4.

**Grafikon 4. Dnevni prosjek prometa dionicama u sastavu CROBEX-a u razdoblju 2009. - 2019. (u HRK)**



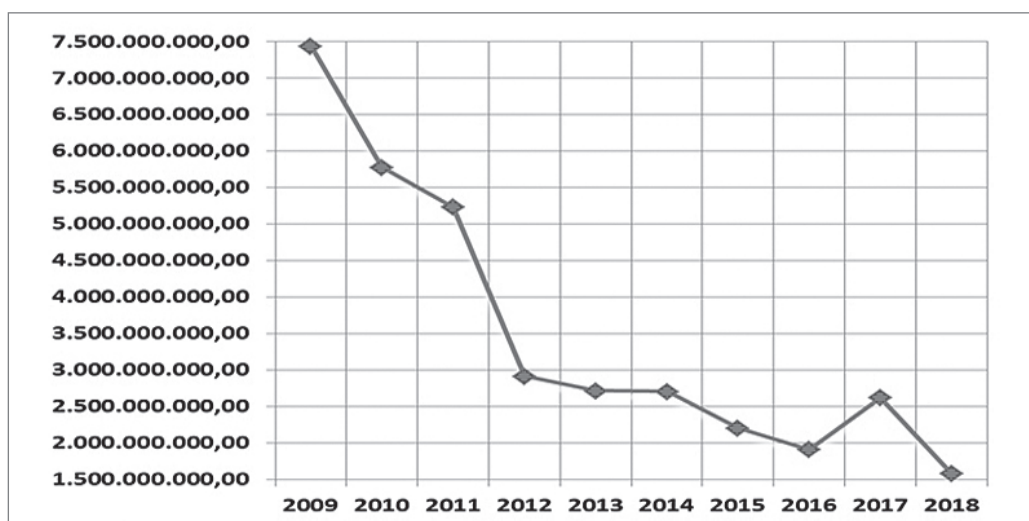
Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

U idućem desetljeću dnevni prosjek trgovanja dionicama iz sastava CROBEX-a kontinuirano je s godinama padao (izuzev 2017.) da bi u 2018. g., posljednjoj analiziranoj godini, on prosječno iznosio 5 milijuna kuna dnevno. To znači da je pad prosječnog dnevnog prometa dionicama sastavnica CROBEX-a u odnosu na 2008. g. iznosio 90,76 %, tj. 80,4 % u odnosu na promatranu 2009. g. Među investicijskom javnosti stoga se već otvoreno govori da ovakav promet nije primjeren za uređeno tržište kapitala, već je prije za očekivati da takav promet ostvari malo bolji supermarket na atraktivnoj lokaciji. Koliko je ovakva primjedba šaljiva, toliko ona istodobno razotkriva bolnu činjenicu potpune nelikvidnosti domaćeg tržišta kapitala. A to nam, s druge strane, govori da hrvatsko tržište kapitala ne is-

punjava svoju temeljnu zadaću, da bude izvanbankarski izvor kapitala za poslovnu zajednicu, te da ZSE čak ni u uvjetima izrazite likvidnosti cjelokupnoga monetarnog sustava RH za taj kapital uopće nije privlačan. Dodatno, ovakva temeljita i dugotrajna nelikvidnost u kojem ne postoji dovoljna ponuda i potražnja, pretvara domaće tržište kapitala u prostor pogodan za tržišnu manipulaciju jer se s relativno malim iznosima novca može drastično utjecati na cijenu pojedinih vrijednosnih papira. U takvim okolnostima fundamentalna analiza dionica (to je analiza koja razmatra financijske izvještaje izlistanih kompanija i njihovih poslovnih pokazatelja) postaje slabo uporabljiva, a sudjelovanje na tržištu kapitala više se približava odlasku u kockarnicu. Dakako, osim, ako ne posjedujete insajderske informacije pa točno znate što radite (uz to što takvim trgovanjem ujedno kršite Zakon o tržištu kapitala).

Do istog ćemo zaključka doći ako izmijenimo početne parametre, pa umjesto dnevnog prosjeka analiziramo godišnji prosjek i u obzir uzmemo sve dionice kojima se trgovalo na ZSE-u, a ne samo dionice sastavnice CROBEX-a, što nam prikazuje grafikon 5.

**Grafikon 5. Ukupni godišnji redovni promet dionicama na ZSE-u u razdoblju 2009. - 2019. (u HRK)**

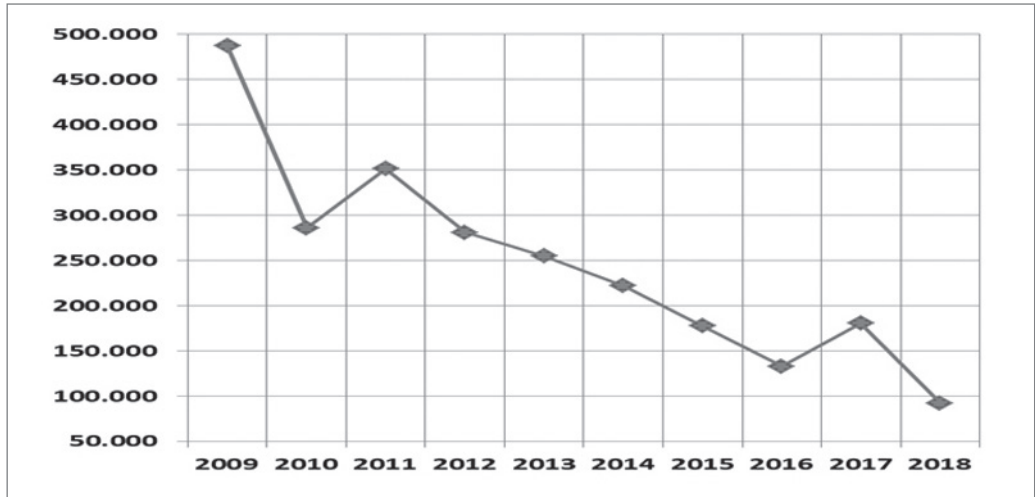


Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

Možemo primijetiti da je grafikon 5. po svojoj strukturi gotovo istovjetan grafikonu 4. Ponovno imamo situaciju da je u prvoj promatranoj godini (2009.) u odnosu na 2008. g. pad ukupnog godišnjeg redovitog prometa iznosio više od 50% (sa 16,8 milijardi kuna na 7,43 milijarde). U razdoblju 2009. – 2019. ukupni godišnji redoviti promet dionicama na ZSE-u pao je sa 7,43 milijarde kuna iz 2009. g. na 1,57 milijardi kuna u 2018. g., što je pad od daljnjih 78,87%. To su poražavajući podaci.

Dakako, ovakav drastičan pad prometa uočljiv je i ako se promatra kroz ukupan broj obavljenih transakcija na godišnjoj razini, što je vidljivo iz grafikona 6.

**Grafikon 6. Godišnji broj napravljenih transakcija dionicama na ZSE-u**



Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

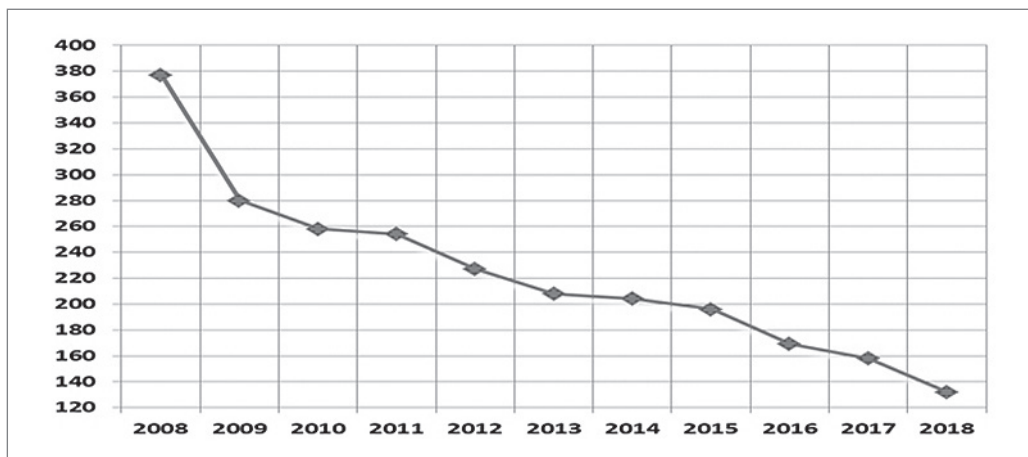
Kako je u 2009. g. na ZSE-u ukupno napravljeno 487 252 transakcije dionicama, a u 2018. g. broj obavljenih transakcija iznosio je 92 269, to je pad od 81,07%.

Za pretpostaviti je da se do ovakvo lošeg rezultata u 2018. g. došlo, s jedne strane zbog kronične nelikvidnosti, dok je s druge strane gotovo cijele 2018. g. trajala blokada trgovanja dionicama iz sastava koncerna Agrokor,<sup>7</sup> koje su nekada slovile kao perjanice hrvatskog tržišta kapitala (tzv. „blue chip“ dionice) i hrvatske ekonomije.

Još jedan poražavajući podatak za ZSE u proteklom desetljeću jest broj izlistanih dionica tj. broj kompanija prisutnih na hrvatskom tržištu kapitala, koji je prikazan na grafikonu 7.

<sup>7</sup> Iz sastava koncerna Agrokor na ZSE-u je izlistano osam kompanija: Zvijezda, Ledo, Belje, Tisak, Vupik, Jamnica, Pik – Vinkovci i Žitnjak.

### Grafikon 7. Broj uvrštenih dionica na ZSE-u u razdoblju 2008. – 2019.

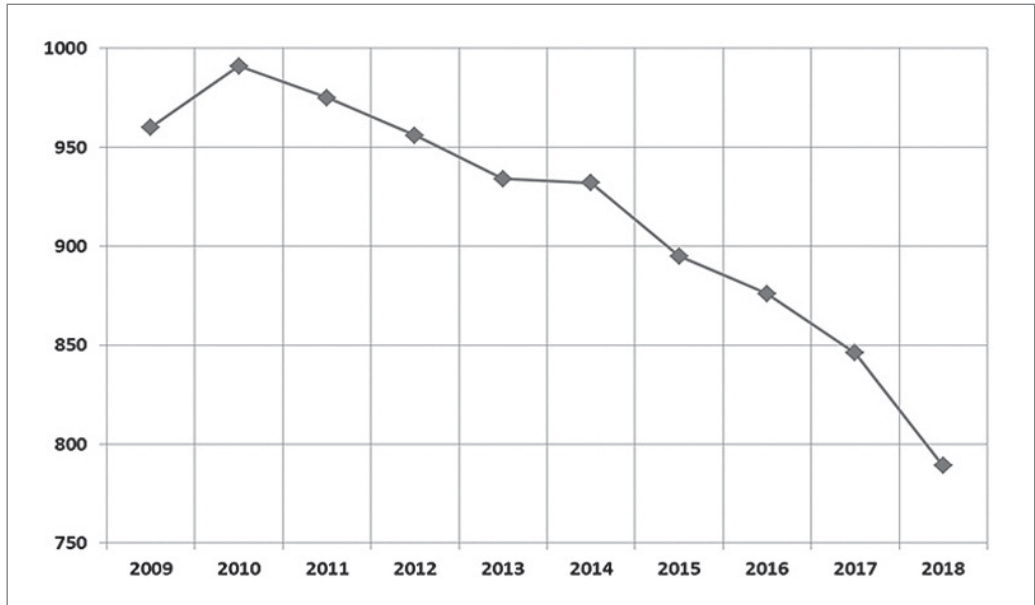


Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

Kao što se vidi iz grafikona 7., na ZSE-u je 2008. g. bilo 377 izlistanih dionica kompanija, da bi desetljeće kasnije (na kraju 2018.) na burzi ostalo njih samo 131. To je pad od 65%. Toliko kompanija više nije prisutno na hrvatskom tržištu kapitala. Ovaj podatak, ipak, ima više svojih objašnjenja. Taj egzodus kompanija sa ZSE-a posljedica je činjenice da je oko 10% od ukupnog broja izlistanih kompanija na ZSE-u u proteklom razdoblju završilo u stečaju. S druge strane, javna dionička društva su u devedesetim godinama prošlog stoljeća bila snagom zakona prisiljena biti izlistana na burzi. To nije bila njihova volja niti rezultat poslovne i/ili financijske odluke, niti su svoju prisutnost na uređenom tržištu kapitala doživljavali kao svojevrsnu poslovnu prestiž. Stoga su mnoga od tih društva iskoristila prvu zakonsku mogućnost da odu sa ZSE-a jer im je to stvaralo obaveze i troškove koje ionako nisu htjeli. Kako god, činjenica je da je svake godine na burzi sve manje prisutnih izdanja čime se dodatno smanjuje i reprezentativnost i atraktivnost cjelokupnoga domaćeg tržišta kapitala.

Analitički je vrlo zanimljivo, pa čak i poučno, usporediti podatke o padu broja izlistanih dionica na ZSE-u sa statistikom o broju dioničkih vrijednosnih papira registriranih u depozitoriju SKDD-a. Naime, prema zakonodavstvu RH, sva domicilna dionička društva svoje dionice moraju registrirati u nematerijaliziranom obliku kod SKDD-a koji im ujedno dodjeljuje jedinstveni identifikacijski broj. Podaci o broju registriranih dioničkih društava u depozitoriju SKDD-a po kvartalima dostupan je na njihovim mrežnim stranicama, a na grafikonu 8. prikazani su ti podaci.



**Grafikon 8. Broj uvrštenih dionica u depozitoriju SKDD-a**

Izvor podataka: mrežna stranica SKDD-a ([www.skdd.hr](http://www.skdd.hr)) te autorova grafička obrada

Napomena: Svi podaci se odnose na stanje na kraju prvog kvartala pojedine godine, osim podataka za 2018. godinu za koju je uzet podatak za prosinac.

Iz grafikona 8. možemo uočiti da se u proteklom desetljeću i u depozitoriju SKDD-a također dogodio pad registriranog broja dionica i to s 960 u 2009. godini na 789 na kraju 2018.g. Međutim, izrazimo li ovaj pad kao postotak, uviđamo da taj pad iznosi (samo) 17,82% (tj. 20,39%, ako bismo za analizu uzeli podatak u trenutku najvećeg broja registriranih dionica iz 2010. g., kada ih je bilo registrirano 991) u odnosu na drastičan pad broja izlistanih dionica na ZSE-u koji je iznosio čak 65% u istom promatranom razdoblju. To nam samo pokazuje razinu alarmantnosti stanja na ZSE-u.

Znakovito nam je usporediti i broj uvrštenih dionica u depozitorij SKDD-a s brojem izlistanih dionica na ZSE-u. Ta usporedba nam otkriva koliki dio dioničkih društava stvarno prepoznaje burzu kao mjesto na kojem vrijedi participirati. Dioničko društvo (d. d.) najrazvijeniji je oblik poduzetničkog pothvata i možemo reći da je to krajnji cilj mnogih poduzetnika. Da bi se uopće moglo registrirati d. d. nužno je uspješno razviti "business" te zadovoljiti stroga zakonska pravila, a u tome uspije samo mali broj poduzetnika i oni su elitni dio poslovne zajednice neke zemlje. Na temelju usporedbe podataka sa SKDD-a i ZSE-a dolazimo do spoznaje da je 2010. g. na tržištu kapitala bilo prisutno 26% od ukupnog broja uvrštenih dionica u SKDD-u (258 od 991 kompanije), dok je taj postotak na početku 2019. g. pao na samo 16,7% (132 od 789 kompanija). I ovo nam je pokazatelj o prisutnim problemima kojima, očito, obiluje ZSE.

Osim ovih uvida, statistički podaci dostupni na mrežnim stranicama SKDD-a nude nam još jedan iznimno zanimljiv podatak relevantan za ovaj rad koji nam svakako valja navesti. Naime, od 2012. g. pa do danas SKDD u svojim kvartalnim statističkim biltenima donosi podatak o broju aktivnih klijenata (fizičkih i pravnih osoba – investitora) koji su na svojim investicijskim računima napravili neku vlasničku promjenu u pojedinom kvartalu.<sup>8</sup> Iako nam ovaj podatak ne govori o kojoj se konkretno promjeni vlasništva radi (pa se može pretpostaviti da su u taj podatak uključene promjene vlasništva nad dionicama, ali jednako tako i nad obveznicama, strukturiranim financijskim proizvodima, zapisima i svim ostalim vrijednosnim papirima), izračunavši aritmetičku sredinu tih kvartalnih podataka dolazimo do informacije da je na domaćem tržištu kapitala prosječno kvartalno aktivno oko 11 000 pojedinačnih pravnih i fizičkih osoba – investitora. Istovremeno, prema podacima SKDD-a, kod njih je otvoreno oko 400 000 investicijskih računa fizičkih osoba, što s obzirom na ukupan broj građana znači da svoje račune u SKDD-u ima otvorenih tek 10% građana. Prema procjenama, od tih 10% građana s otvorenim investicijskim računima, na tržištu aktivno sudjeluje tek njih 10%. Ovi nam podaci uvelike pomažu u razumijevanju „dubine“ hrvatskog tržišta kapitala.

Predstoji nam još i analiza tržišne kapitalizacije na ZSE-u.

Tržišna kapitalizacija može se računati na više različitih razina kao što su:

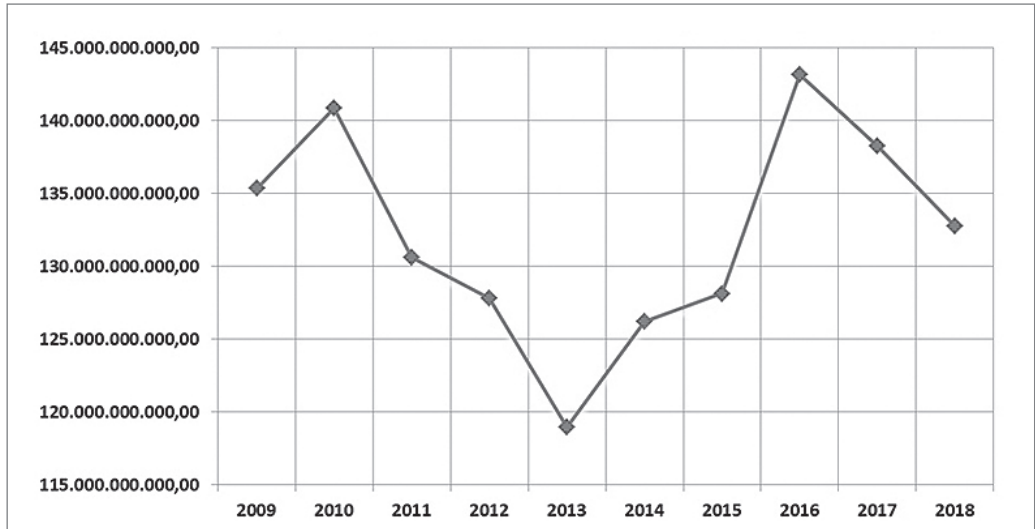
- a) tržišna kapitalizacija cijelog tržišta kapitala
- b) tržišna kapitalizacija pojedine vrste vrijednosnog papira (vlasnički, dužnički i strukturirani vrijednosni papiri)
- c) tržišna kapitalizacija sastavnica nekoga indeksa
- d) tržišna kapitalizacija pojedinoga ekonomskog sektora prisutnog na tržištu kapitala

U našoj daljnjoj analizi koristit ćemo se razinama b i d iz ove klasifikacije. To znači da ćemo koristiti podatke za tržišnu kapitalizaciju pojedine vrste vrijednosnog papira – i to konkretno dioničkog dijela portfelja ZSE-a, kao i podatke o tržišnoj kapitalizaciji pojedinih ekonomskih sektora prisutnih na ZSE-u – i to sektora poljoprivrede, prehrane, građevinarstva, turizma i financija.

Dionička tržišna kapitalizacija je ukupna vrijednost svih izlistanih dionica na nekom tržištu, a računa se kao zbroj svih umnožaka cijene i broja dionica pojedinih kompanija. Prikaz tih podataka vidljiv je na grafikonu 9.

<sup>8</sup> Pritom se referiraju na prikupljene podatke od Fonda za zaštitu ulagatelja.

### Grafikon 9. Tržišna kapitalizacija dionica na ZSE-u u razdoblju 2009. – 2019. (u HRK)



Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

Iz grafikona 9. možemo primijetiti da, iako se u posljednjem desetljeću dogodio izniman i kontinuiran pad broja dionica s kojima se trguje te pad obujma trgovanja (i po iznosu i po broju transakcija), tržišna kapitalizacija dioničkog portfelja ZSE-a je padala sve do 2013. g. do kada je „izbrisano“ 22 milijarde kuna. Međutim, od 2013. do 2016. g. ova tržišna kapitalizacija povratila je sve gubitke, pa čak i išla iznad vrijednosti iz 2010. g., da bi od tada do danas opet počela padati. Ukupan rezultat u promatranom razdoblju jest gubitak od 2,5 milijardi kuna, ali to je tek 10% od gubitka ostvarenog u razdoblju 2010. – 2013., **čija je vrijednost** ujedno i „vraćena“ na tržište.

To da tržišna kapitalizacija dioničkog portfelja nije pratila drastični pad broja dionica i obujam trgovanja već „samo“ stagnira može se objasniti činjenicom da je iskazana tržišna kapitalizacija koncentrirana na uski broj kompanija koje su ipak ostale na tržištu kapitala, a i cijene njihovih dionica nisu doživjele daljnji pad u odnosu na drastični pad njihovih cijena izazvanoga globalnom financijskom krizom **s početka promatranoga** desetogodišnjeg razdoblja. Da je tomu tako potvrđuje i činjenica da je u 2018. g. 40 % ukupnog prometa dionicama na ZSE ostvareno sa samo deset dionica. To je ujedno i (posredno) objašnjenje održavanja vrijednosti CROBEX-a u već opisanom bodovnom rasponu – jer se cijene dionica koje su u njegovu sastavu direktno reflektiraju na vrijednost indeksa.

Ipak, ovo je tek načelan zaključak koji vrijedi na razini cijeloga dioničkog dijela tržišta ZSE-a, ali nam je nužno biti konkretniji ako se želi provesti kvalitetna analiza dionica prisutnih na ZSE-u. Za takvu dublju analizu koja će nam ponuditi bolje uvide, poslužit ćemo se sektorskom klasifikacijom ZSE-a te vidjeti koji su gospodarski sektori uspjeli održati cijene pripadajućih dionica.

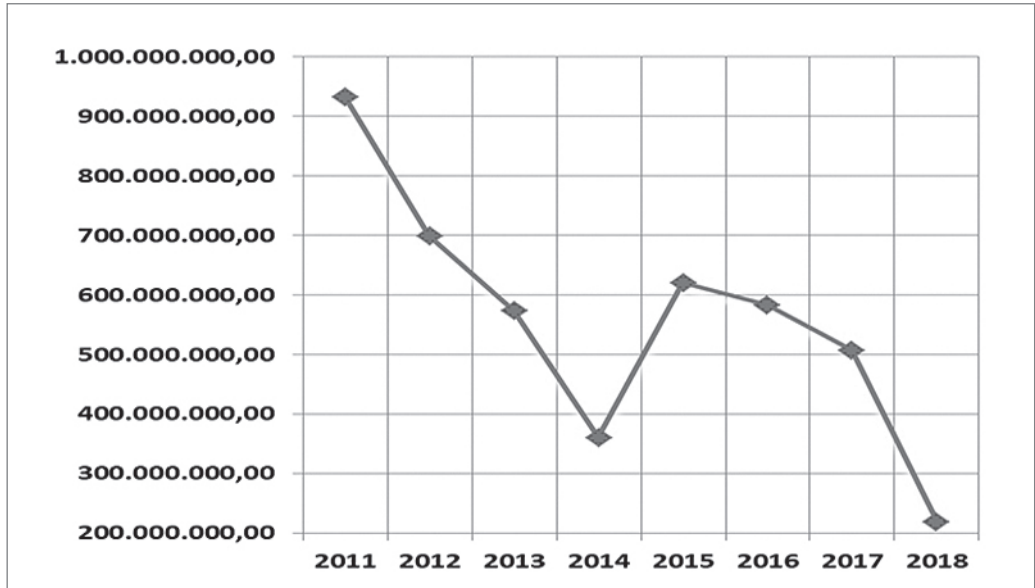
ZSE se za svoju sektorsku klasifikaciju koristi standardnom Nacionalnom klasifikacijom djelatnosti 2007 (NN 58/07 i 72/07). Ova klasifikacija dijeli djelatnosti na 38 kategorija, a na ZSE-u su prisutne dionice iz njih 23. Analiziravši podatke za sektorsku razdiobu (dostupne na <http://zse.hr/default.aspx?id=34348>) na datum 17. 1. 2019. g. možemo uočiti da su sektori sa najvećim brojem dionica na ZSE djelatnosti turizma, financija i prehrane. Zato ćemo ove sektore uzeti u obzir za daljnju analizu. Istovremeno, primjećujemo da ZSE ima čak **šest** djelatnosti koje su zastupljeni sa samo jednom kompanijom te daljnjih **šest** sektora sa samo dvije kompanije. Ovo je prava slika razvijenosti hrvatske ekonomije i istovremeno privlačnosti ZSE-a za hrvatske kompanije.

Na mrežnim stranicama ZSE-a sektorske analize i pripadajući podaci dostupni su od 1. siječnja 2011. pa je to ujedno i početni datum za analizu u ovome radu. Dodatno, ZSE je 21. veljače 2013. uveo više novih sektorskih i dioničkih indeksa, a to su: CROBEXturi<sup>®</sup> (turizam), CROBEXtran<sup>®</sup> (transport), CROBEXplus<sup>®</sup> (dionički indeks), CROBEXnutr<sup>®</sup> (prehrana), CROBEXkons<sup>®</sup> (građevinarstvo), CROBEXindu<sup>®</sup> (industrijska proizvodnja). Od tada se mjere bodovne vrijednosti navedenih indeksa čija je početna vrijednost definirana na 1.000 bodova. Međutim, s obzirom na pravila o kriterijima za ulazak određene dionice u sastav pojedinog indeksa (broj trgovanih dana određenom dionicom u prethodnom polugodištu te njezina pripadnost pojedinoj klasifikaciji djelatnosti), učestala je pojava da u sastav indeksa ulazi izrazito mali broj dionica. Vrlo često je riječ o samo dvije dionice koje su sastavnice indeksa. Zbog toga smatramo da se gubi svaki smisao vođenja takvog indeksa i mjerenja njegove vrijednosti. Naime, koju valjanu informaciju o tržištu kapitala, prisutnom sentimentu na njemu ili stanju u određenoj djelatnosti možemo dobiti na temelju konstruiranog indeksa s dvjema dionicama? Zapravo niti jednu, osim spoznaje kako nam je tržište kapitala plitko, nelikvidno i s nedostatnim brojem gospodarskih subjekata na njemu. Stoga se u ovome radu niti nećemo baviti analizom i prikazom vrijednosti ovih sektorskih indeksa.

Kao što smo već naznačili, na početku novog tisućljeća hrvatski gospodarski zamašnjak bio je izravno povezan s velikim infrastrukturnim radovima i to primarno u sektoru cestovne izgradnje (autoceste), što je, uz povećanu osobnu potrošnju zahvaljujući dostupnim kreditnim linijama, bilo osnova ostvarenog povećanja BDP-a. U tom smislu, upravo je građevinski sektor doživio svojevrsnu renesansu. Bilo je to zlatno doba hrvatske građevinske industrije. Dolazak globalne ekonomske krize te zaustavljanje ili značajno usporavanje ritma velikih građevinskih projekata odrazilo se i na smanjenje broja aktivnih građevinskih tvrtki i njihovu tržišnu kapitalizaciju. U proteklom desetljeću gotovo da i ne postoji građevinska tvrtka na ZSE-u koja nije otišla s tržišta (Gabarit, Lavčević), završila u stečaju (Vijadukt, Elektrometal, Hidroelektra, Industrogradnja...), ili prošla, tj. pokrenula predstečajni postupak (Dalekovod, Tehnika). Danas su, prema sektorskoj klasifikaciji, na ZSE-u prisutne tri građevinske tvrtke: Dalekovod, Tehnika i Vodoprivreda Zagreb (s

čijim se dionicama ne trguje).<sup>9</sup> Devastacija hrvatskoga građevinskog sektora kao ekonomske grane vidljiva je i kroz pad tržišne kapitalizacije građevinskog sektora na ZSE-u za više od 80%, što je vidljivo i na grafikonu 10.

### Grafikon 10. Tržišna kapitalizacija – sektor “Građevinarstvo” (u HRK)



Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

Drugi gospodarski sektor koji analiziramo jest sektor poljoprivrede.

Poljoprivreda je za svaku zemlju, bez obzira na stupanj njezina tehnološkog napretka, stožerna djelatnost jer je u pravilu definirana kao strateška grana, a i ekonomska znanost ju definira kao primarnu djelatnost koja uključuje: poljoprivredu, stočarstvo, ribarstvo i šumarstvo. Poljoprivreda je ujedno temelj za proizvodnju hrane za stanovništvo, pa je stoga riječ i o geostrateški važnom ekonomskom sektoru.

Svojedobno se u RH razvio narativ po kojem se tvrdilo da, zahvaljujući plodnoj slavonskoj zemlji, ona može proizvesti poljoprivrednih proizvoda i dobara dovoljnih da prehrani 20 milijuna ljudi, što je gotovo pet puta više nego što RH ima stanovnika. Govorilo se i o tome kako bi se trebali ugledati na Izrael, koji je, uz znatan tehnološki napredak, uspio od pustinje napraviti plodno tlo, a govorilo se i o tzv. *zeleno-plavoj magistrali* kojom bi se povezala proizvodnja hrane u kontinentalnom dijelu Hrvatske i plasman tih proizvoda na jadranskoj obali kroz razvijeni turizam. Na temelju ovakvih ideja, zaživio je (kao dio

<sup>9</sup> Znakovito je primijetiti da je, trenutačno, građevinski sektorski indeks CROBEXkons\* konstruiran od samo dvije dionice od kojih je tek jedna od njih registrirana kao kompanija iz sektora „Građevina“ (Dalekovod), dok je druga tvrtka (Ingra) službeno kompanija iz sektora „Pravne, računovodstvene, upravljačke, arhitektonske djelatnosti i inženjerstvo te tehničko ispitivanje i analiza“.

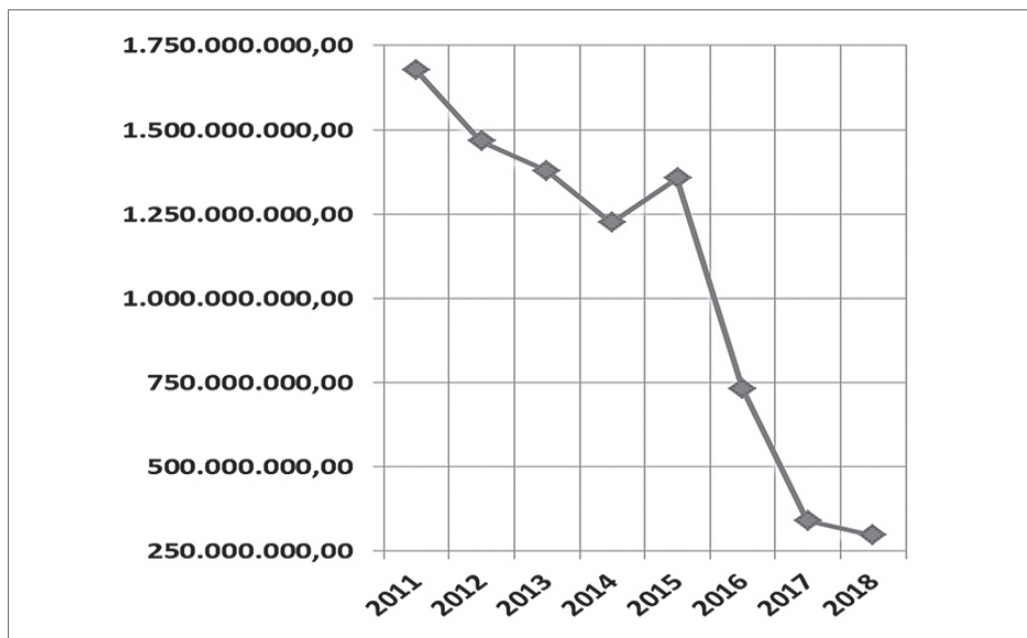
marketinga, ali i politike sljedivosti proizvoda) koncept „Od polja do stola“ i „Kupujmo hrvatsko“ kojima se htjelo potaknuti građane da kupuju domaće kvalitetne proizvode od poznatih proizvođača.

Međutim, domaće tržište kapitala nam otkriva da u hrvatskoj poljoprivredi nisu zaživjele velike i lijepe ideje o tome kako ćemo postati hraniteljica ovoga dijela Europe, a i u turizmu uglavnom nudimo inozemne jeftine prehrambene proizvode.

U trenutku pisanja ovoga rada sektor poljoprivrede je na ZSE-u zastupljen sa šest kompanija, a iz grafikona 11. možemo iščitati podatak da je tržišna kapitalizacija ovoga sektora u posljednjih sedam godina pala za 82,34%.

Pritom, glavni pad tržišne kapitalizacije dogodio se u razdoblju 2015. – 2017. iz čega možemo zaključiti da krah Agrokor, koji se primarno bavio proizvodnjom i plasmanom poljoprivrednih prehrambenih proizvoda (i iz čijega poslovnog sastava dolazi tri od šest sektorskih dionica: Belje, Vupik i PIK – Vinkovci), a koji se dogodio početkom 2017. g., nije glavni razlog pada tržišne kapitalizacije ovoga sektora. Valjalo bi istražiti koji su točno razlozi bili pokretači za ovakav drastični pad tržišne kapitalizacije cijelog sektora poljoprivrede, jer se u tom promatranom razdoblju ostvareni poljoprivredni prinos nije značajno udaljavao od višegodišnjeg prosjeka, iako je bilo zabilježeno više različitih klimatskih nepogoda (poplave, suše, tuče i sl.). Možda dio odgovora leži u činjenici niske kupovne moći građana te povećanog uvoza poljoprivrednih proizvoda iz inozemstva.

**Grafikon 11. Tržišna kapitalizacija – sektor “Poljoprivreda” (u HRK)**



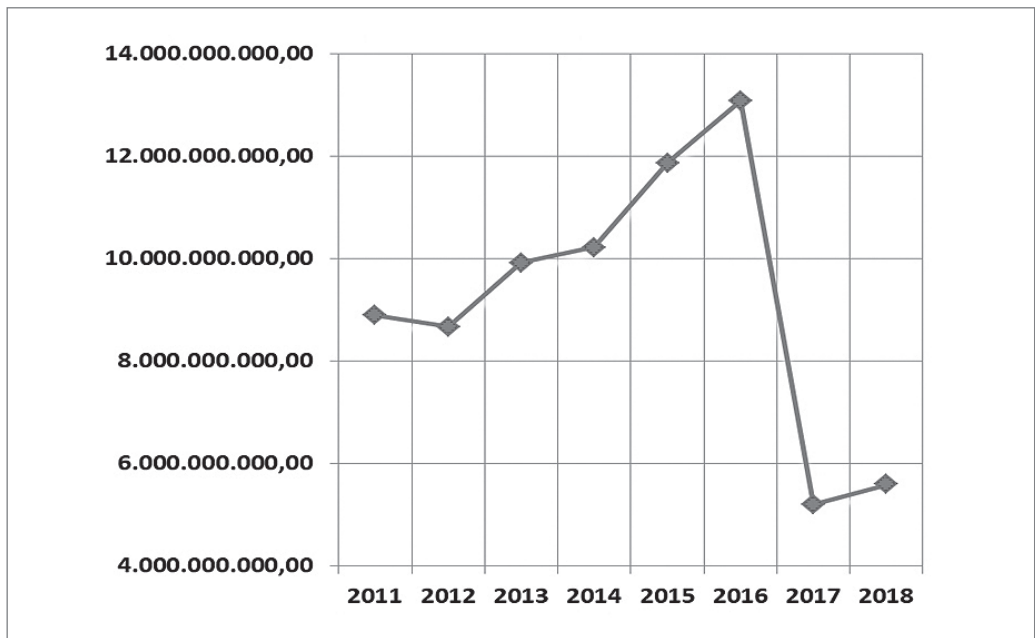
Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada



Na poljoprivredu se prirodno nadovezuje sektor proizvodnje hrane koji je drugi po veličini sektor po broju izlistanih kompanija te sedmi sektor po visini tržišne kapitalizacije.

Iz grafikona 12. možemo uočiti da je prehrambeni sektor značajno rastao sve do 2016. g., uključujući i tu godinu, te se u 2017. g. dogodio kolosalni pad tržišne kapitalizacije od čak 57% (s 13 milijardi kuna na 6 milijardi kuna). Za razliku od pada ostvarenog u sektoru poljoprivrede, pad tržišne kapitalizacije u sektoru prehrane možemo direktno povezati s događajima u koncernu Agrokor, jer su na ZSE-u bile prisutne velike Agrokorove prehrambene kompanije s velikim pojedinačnim tržišnim kapitalizacijama (Ledo, Jamnica i Zvijezda), koje su, kao što smo rekli, slovile kao perjanice hrvatskog tržišta kapitala i općenito ekonomije RH. U 2017. g. kroz proces izvanredne uprave u Agrokoru dogodilo se gotovo potpuno uništenje tržišne vrijednosti ovih kompanija, a zaustavljena je i trgovina ovim vrijednosnim papirima. Tržišna kapitalizacija sektora prehrane prikazana je na grafikonu 12.

**Grafikon 12. Tržišna kapitalizacija – sektor “Prehrana” (u HRK)**



Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

Do sada smo analizirali tri sektora u kojima se dogodio drastični pad vrijednosti tržišne kapitalizacije. Međutim, na ZSE-u postoje dva sektora koja su uspješno odoljela ukupnoj devastaciji tržišta kapitala, što se može vidjeti iz porasta vrijednosti njihove tržišne kapitalizacije. Riječ je o sektoru turizma i financijskom sektoru.

RH je iznimno ponosna na uspjehe koje ostvaruje u sektoru turizma. Činjenica je da su se u proteklom desetljeću gotovo svi turistički mjerljivi parametri kretali u pozitivnom

smjeru. Raste broj dolazaka, broj noćenja, potrošnja, investicije u turizam, produljenje turističke sezone, a i ostvareni prihod. Onaj najvažniji podatak, o ostvarenoj dobiti iz sektora turizma, saznali smo, po prvi puta od osamostaljenja RH, tek u 2019. g., kada je Državni zavod za statistiku izradio satelitsku bilancu turizma (za 2016. g.).<sup>10</sup> Ona je pokazala da je izravna bruto dodana vrijednost hrvatskog turizma 10,9% od ukupne ostvarene bruto dodane vrijednosti (BDV-a), te da je doprinos turizma hrvatskom BDP-u na razini od 11,4%. (Brkljača, 2019). Time je RH zauzela prvo mjesto u Europi po doprinosu turizma u ukupnom BDP-u neke zemlje.<sup>11</sup> Činjenica da smo po ovome kriteriju prvi u Europi (dakle, atipična zemlja) s jedne strane je posljedica razvoja hrvatskog turizma (izgradnja infrastrukture, novih smještajnih kapaciteta i raznovrsnih novih sadržaja), ali istovremeno i pada ekonomske aktivnosti u drugim sektorima što je vrlo zabrinjavajuće. A činjenica je i to da je uspjeh hrvatskog turizma, djelom, posljedica i spleta pozitivnih domaćih i nepovoljnih međunarodnih prilika (percipirana sigurnost RH kao destinacije naspram rasplamsavanja ekonomske, socijalne i sigurnosne krize u nama konkurentskim turističkim tržištima: Grčka, Turska, Egipat, Tunis...), zbog čega RH kroz duži niz godina ostvaruje rekordne turističke pokazatelje.

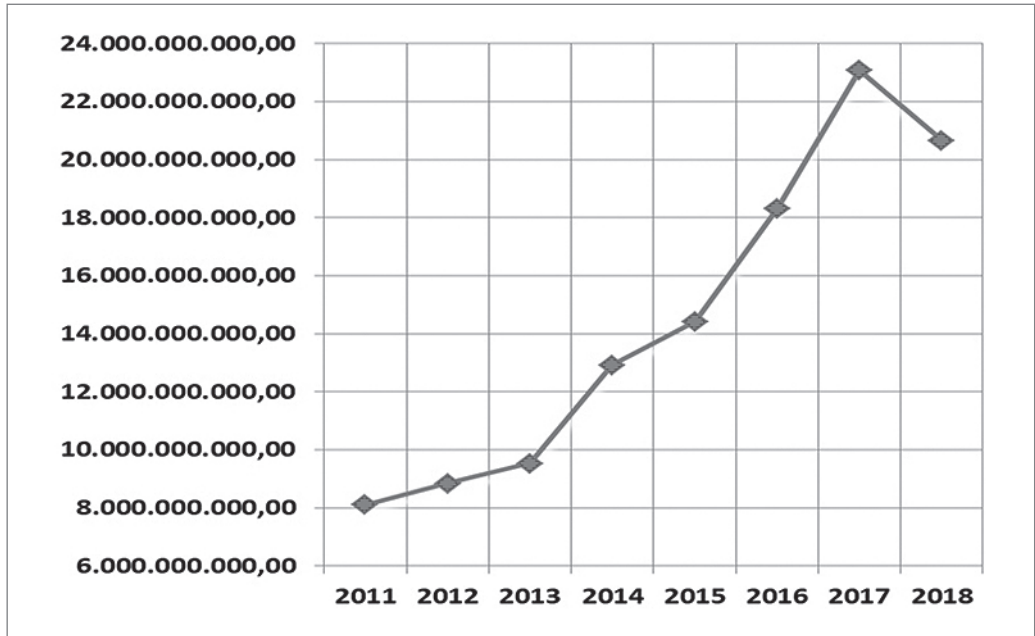
Na ZSE-u sektor turizma zastupljen je s najviše kompanija (njih čak 28), dok je trenutačno svoje mjesto u sektorskom indeksu (CROBEXturi<sup>®</sup>) osiguralo tek pet dionica.

Promatramo li rast tržišne kapitalizacije ovoga sektora, koji je prikazan na grafikonu 13., uviđamo da je od 2011. g. do danas tržišna kapitalizacija turizma narasla **četiri** puta (s 8 milijardi na 24 milijarde kuna), da bi tek u posljednjoj godini ovaj sektor doživio svojevrsnu kontrakciju, moguće izazvanu najavom oporavka naših konkurenata, sve izraženije neusklađenosti odnosa cijene i ponuđene kvalitete usluge u domaćem turizmu te ukupno slabe likvidnosti na ZSE-u.

Ipak, možemo ustvrditi da je turistički sektor u promatranom razdoblju dobitnik na ZSE-u.

<sup>10</sup> Satelitski račun turizma za 2016. godinu dostupan je na: [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2018/12-04-01\\_01\\_2018.htm](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2018/12-04-01_01_2018.htm) (pristupano, 18. 1. 2019.)

<sup>11</sup> Doprinos turizma BDP-u u Portugalu 6,7%, u Španjolskoj 6,6%, u Italiji je 6% i td. (Brkljača, 2019.)

**Grafikon 13. Tržišna kapitalizacija – sektor “Turizam” (u HRK)**

Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

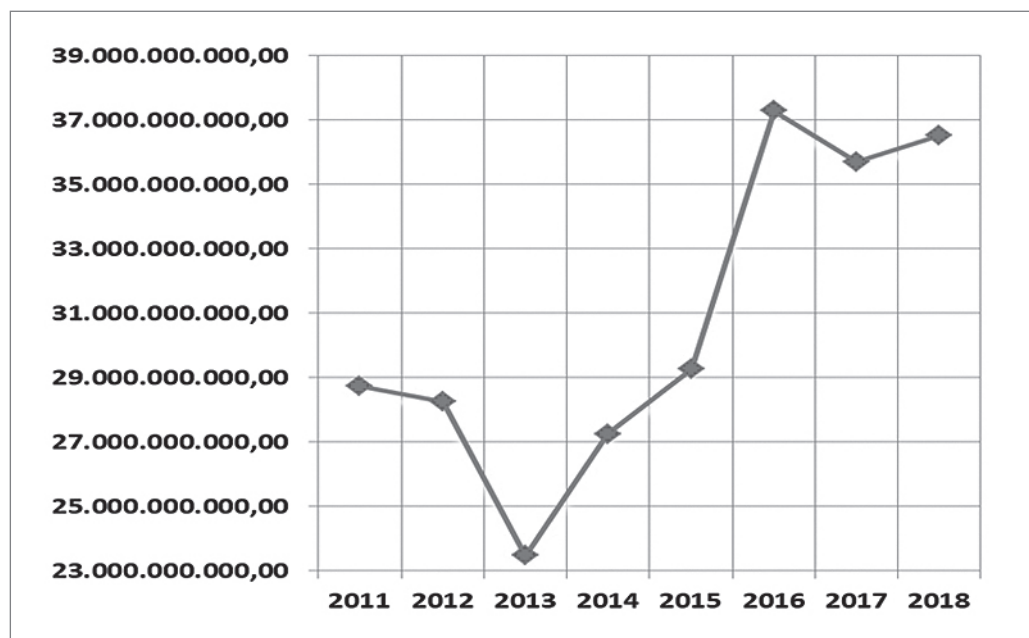
I naposljetku, kao još jedan od rijetkih dobitnika na ZSE-u u posljednjem desetljeću jest sektor financijskih i osiguravateljskih djelatnosti.

Prema grafikonu 14., vidljivo je da je 2013. g. bila krizna godina za domaći financijski sektor. Međutim, u iduće tri godine tržišna kapitalizacija financijskog sektora narasla je 58,8% (rast s 23,48 milijardi na 37,30 milijardi kuna tržišne kapitalizacije). Ostvareni pad u 2016. g. vjerojatno je posljedica je odluke Vlade RH predvođene premijerom Zoranom Milanovićem, iz siječnja 2015. g., da se fiksira tečaj švicarskog franka na 6,39 kuna za 1 franak i da se provede konverzija kredita u švicarskim francima (poznati “švicarci”) u drugu valutu (euro), a da pripadajući trošak snose banke. To je uzrokovalo iskazane gubitke na godišnjoj razini kod većine banaka aktivnih u RH.

Valja nam primjetiti i to da smo i u pitanju financijskog sektora također jedma atipična zemlja. U vremenu velike svjetske financijske krize u velikom broju zemalja (kao npr. SAD, Irska, Italija, Slovenija...) države su ogromnim financijskim intervencijama spažavale posrnule banke u koje su pravne i fizičke osobe izgubile povjerenje. U slučaju RH dogodio se obrnuti slučaj. Upravo su banke bile te koje su na različite načine podupirale i financirale državu (npr. maosvnom kupovinom državnih obveznica kroz mirovinske fondove).

Bez obzira na opisane turbulentne događaje, ukupno gledajući, financijski sektor je u promatranom razdoblju prošao vrlo dobro na ZSE-u.

### Grafikon 14. Tržišna kapitalizacija – sektor “Financije” (u HRK)



Izvor podataka: mrežna stranica ZSE-a ([www.zse.hr](http://www.zse.hr)) te autorova grafička obrada

Nakon ovako provedene analize vremenske serije statističkih podataka ipak nam je potrebno vratiti se na njezin početak, tj. bodovnoj vrijednosti CROBEX-a koji bi trebao predstavljati svojevrsnu sliku cjelokupnoga hrvatskog tržišta kapitala.

Iz današnje perspektive gledano, grafikoni 2. i 3. ovoga rada zorno nam pokazuju kako se CROBEX nakon drastičnog pada ostvarenog u vrtlogu velike svjetske ekonomske krize nikako ne uspijeva značajnije odmaknuti od svoje vrijednosti koju je imao prije točno deset godina.

Iako je u promatranome desetogodišnjem intervalu (4. siječnja 2009. – 4. siječnja 2019.), dakako, postojala oscilacija vrijednosti CROBEX-a,<sup>12</sup> ako bismo promatrali njegovu bodovnu vrijednost prvog i zadnjeg datuma toga desetogodišnjeg razdoblja (4. siječnja 2009. vrijednost CROBEX-a bila je 1.779,40 bodova, dok je 4. siječnja 2019. ta vrijednost iznosila 1.729,91), onda uviđamo da se ona nalazi na gotovo identičnoj početnoj vrijednosti.

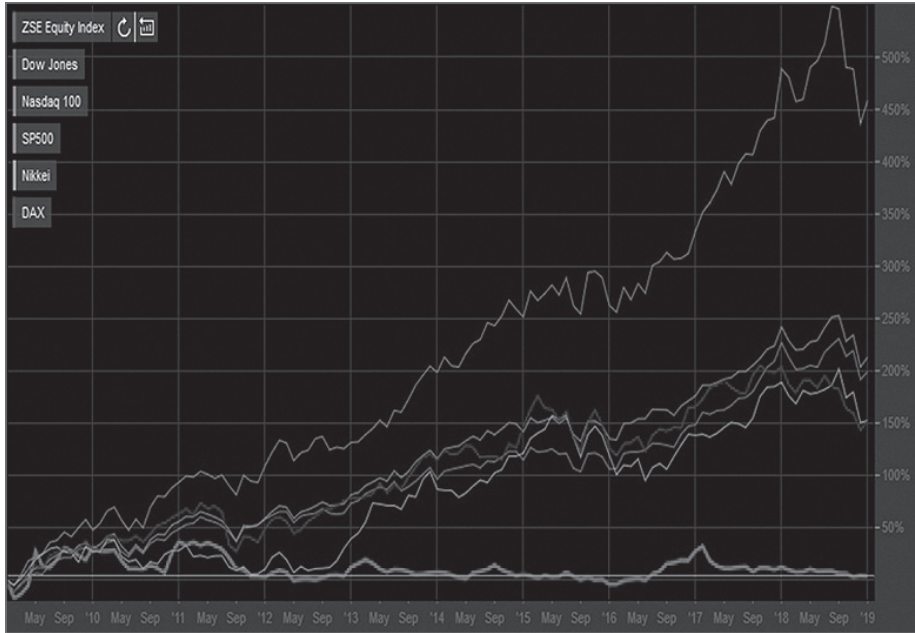
Gdje smo bili? Što smo radili posljednjih deset godina?

U pitanju je enormni gubitak vremena – resursa koji, na žalost, ništa ne može vratiti. A podatak o stanju vrijednosti CROBEX-a nakon deset godina možda svoju pravu deva-

<sup>12</sup> Njegova najniža vrijednost u tom razdoblju zabilježena je 9. ožujka 2009. kada je imao 1.262,58 bodova, dok je najvišu vrijednost stekao 11. veljače 2011. s 2.333,76 bodova.

stirajuću dimenziju dobiva tek ako se ostvareni rezultat CROBEX-a usporedi s rezultatom ostvarenim na drugim međunarodnim tržištima. Tek u usporedbi s drugima, možemo odrediti vlastiti (ne)uspjeh. Upravo to nam pokazuje grafikon 15.

### Grafikon 15. Usporedba izvedbe indeksa COBEXR s odabranim svjetskim indeksima u razdoblju 2009. – 2019.



Izvor: autorova tehnička analiza provedena na analitičkom instrumentariju mrežne stranice TeleTradera ([www.teletrader.com](http://www.teletrader.com))

Napomena: Deblja linija označava desetogodišnje kretanje vrijednosti CROBEX-a.

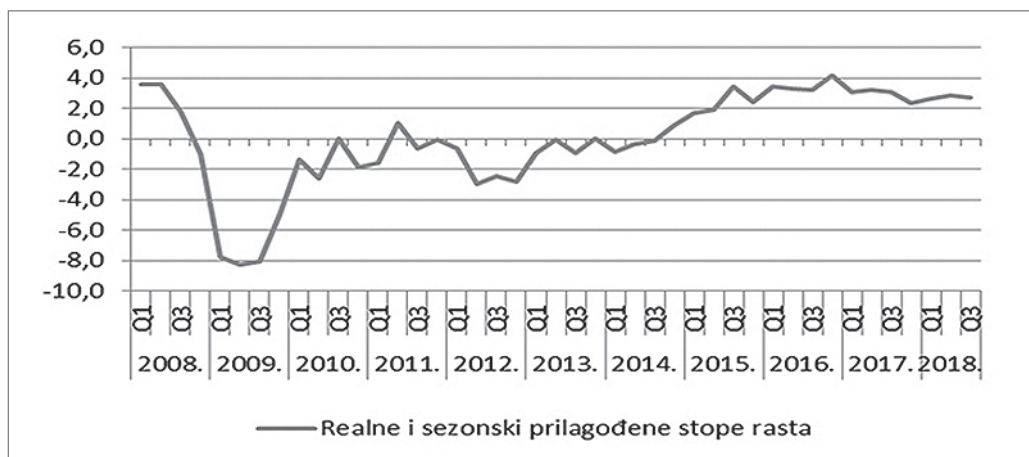
Iz, zapravo tužnog, grafikona 14. uviđamo koliko smo temeljito u proteklih deset godina tapkali na mjestu. I dok je u promatranom intervalu američki indeks NASDAQ100 narastao više od 450 % (a rast je kroz to vrijeme bio i više od 500 %), indeksi S&P500 i DOW JONES rasli su 200 %, tokijski NIKKEI i njemački dionički indeks DAX – 150 %, **čime su oni** dosegli svoje povijesno najviše vrijednosti, mi smo ostali zarobljeni na istome mjestu. To podosta govori o nama samima. I umjesto da se nad ovim podacima zamislimo, nas se kao građane, uvjerava da je sasvim neprimjereno nas uspoređivati sa navedenim tržištima kapitala, već da se moramo uspoređivati sa tržištima srednje i istočne Europe koja također nisu ostvarila ovako velike razine rasta. Ovo je, vjerojatno, logika vođena mišlju da u nedostatku rezultata treba smanjiti svoje aspiracije.

S druge strane, postoje ekonomski pokazatelji koji nas upućuju na zaključak kako je RH ipak krenula u pozitivnom smjeru. Smanjuju se parafiskalni nameti za poduzetnike, građani, poduzeća i država aktivno se razdužuju, industrijska proizvodnja kvartalno već neko vrijeme značajno raste, a vjerojatno je najupečatljiviji rast BDP-a za koji se smatra da

je stabilan i održiv. Ipak, iako govorimo o konstantnom rastu našeg BDP-a, mi i u ovome segmentu, zapravo, zaostajemo jer drugi rastu brže od nas.

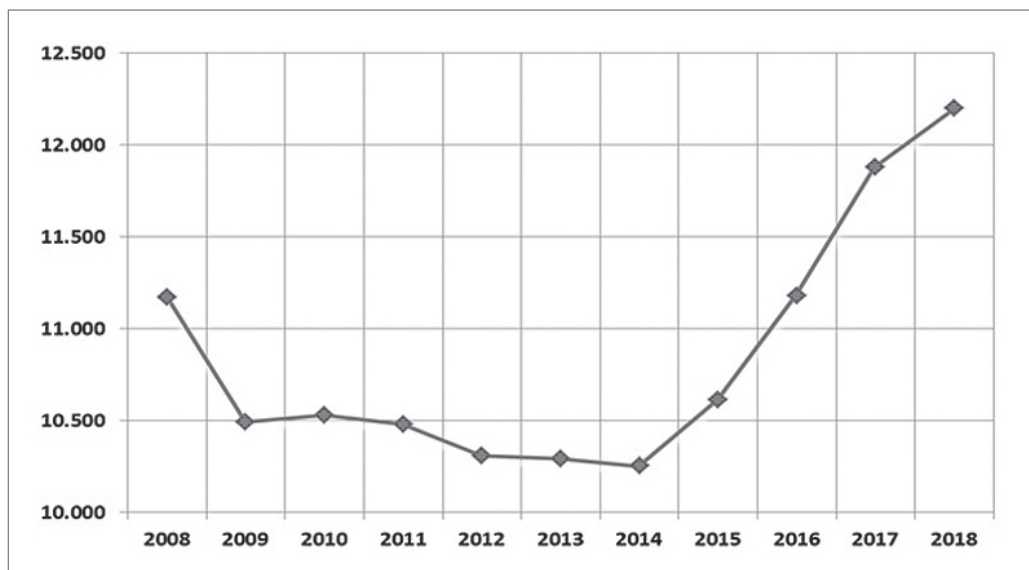
Rast našega BDP-a za promatrano razdoblje ovoga rada, prikazan u obliku kvartalnog postotnog rasta, vidljiv je na grafikonu 16., a izražen valutno (u eurima) *per capita* na grafikonu 17.

**Grafikon 16. Kvartalno kretanje hrvatskog BDP-a u razdoblju 2008. – 2018.**



Izvor: mrežna stranica Državnog zavoda za statistiku ([www.dzs.hr](http://www.dzs.hr))

**Grafikon 17. Hrvatski BDP izražen u eurima (per capita) u razdoblju 2008. – 2018.**



Izvor: mrežna stranica Državnog zavoda za statistiku ([www.dzs.hr](http://www.dzs.hr)) te autorova obrada podataka



*Napomena: BDP za cijelu 2018. godinu izračunat je na temelju procijenjenog rasta u zadnjem kvartalu na razini prosjeka realnih i sezonski prilagođenih stopa rasta u prethodna tri kvartala 2018. godine.*

Provedena analiza postojećeg stanja hrvatskog tržišta kapitala nudi nam samo dvije zaključne opcije:

1. da sve do sada rečeno prikazuje urušavanje hrvatske ekonomije, a da nam ZSE samo zorno ocrtava postojeću situaciju ili
2. da je stanje hrvatske ekonomije ipak kudikamo bolje nego se to može zaključiti iz stanja na ZSE-u

U ovom potonjem slučaju, valja nam dati dobro objašnjenje zašto takvo, u ekonomskom smislu, ipak pozitivno okruženje, ZSE vrednuje baš na ovakav način. Možda je riječ o nekim drugim problemima s kojim se RH susreće, a koji nisu samo gospodarske prirode.

No, u oba ova scenarija ljepota tržišta kapitala očituje se upravo u tome **što nam** ono svojom izvedbom neupitno odašilje sliku nas samih. I to bez ikakvih uljepšavanja, političkih agitacija i ideoloških ili interesnih zamagljivanja.

Tržišta nam glasno govore – ako ih znamo čuti.

A ZSE je vrlo jasno i nedvosmisleno odaslao svoju poruku. Na nama je da odlučimo hoćemo li „ubiti“ glasnika ili ćemo se početi mijenjati kako bismo krenuli u bolju budućnost. A ako već kasnimo, za prvi korak ne postoji bolji trenutak nego – SADA.

## 4. UZROCI SADAŠNJEG STANJA I MOGUĆA PERSPEKTIVA

Sada kada smo prepoznali i dokumentirali trenutačnu poziciju hrvatskog tržišta kapitala te dobili svojevrsnu dijagnozu, valja nam znati da ova dijagnoza ne mora ujedno biti i prognoza. Zato nam predstoji pokušati dati odgovor na pitanje uzroka. Zašto je stanje na ZSE-u takvo kakvo jest?

Puno puta se do sada potvrdilo svojevrsno nepisano pravilo da tržište kapitala, kao neki samostalni i amorfni entitet, anticipira buduće događaje. Kao da tržišta imaju svojevrsnu sposobnost predviđanja, a ujedno i sposobnost vlastite prilagodbe očekivanom budućem cikličnom kretanju gospodarskog života pojedine zajednice i to uglavnom u kratkom roku. Kao jedan od takvih primjera već smo naveli korekciju tržišta kapitala na samom početku 2008. g. nakon čega je uslijedila velika gospodarska kriza. Ako tržišta imaju takvu sposobnost, kako to da ZSE nije odgovorila svojom prethodnom ekspanzijom, a pouzdano znamo da su mnogi naši ekonomski pokazatelji danas kudikamo bolji nego što su to bili npr. u 2010. ili 2014. godini? Možda ćemo naš odgovor ipak morati potražiti i u neekonomskoj sferi našeg društvenog života. Tržišta kapitala, izgleda, ne samo da imaju

sposobnost anticipacije budućnosti na kratki rok, već su ona sama ujedno i zrcalna slika cijelog društva. Ovdje naglašavamo riječ “cijelog” jer nam to nudi moguće objašnjenje zašto usprkos pozitivnim ekonomskim kretanjima ZSE i dalje ne čini značajnije iskorake. Pritom, dakako, valja nam sačuvati oštricu znanstvene strogoće pa ne pristupiti temi različitih utjecaja na ZSE sa odveć općenitog diskursa, jer nam to neće ponuditi konkretnu uputu o potrebnom djelovanju kako bi se stvari promijenile na bolje. No, svijet i društva se razvijaju, stagniraju ili propadaju sasvim neovisno o razini kvalitete objašnjenja takvih pojava. To vrijedi i za hrvatsko tržište kapitala, a mi i dalje možemo i moramo pokušati razumijeti sva pozitivna i negativna kretanja koja mogu imati utjecaj na ZSE, te potom ponuditi valjano objašnjenje zašto je ZSE na njih reagirala baš tako kako je reagirala.

Shodno tome, valja nam sastaviti dvije liste utjecaja: jednu listu koja bi govorila o pozitivnim pomacima i mogućim izvorima budućeg rasta ZSE-a, te drugu, koja bi opisala one događaje i aktivnosti (ili, još bolje, izostanak potrebnih aktivnosti) koje imaju negativni utjecaj na ZSE. Takva lista nužno će sadržavati odrednice koje će imati svoju ekonomsku, ali i pravnu, sociološku, političku, geopolitičku, pa čak i psihološku dimenziju. Ona se nalazi u tablici 2.

**Tablica 2. Mogući pozitivni i negativni utjecaj na ZSE**

POZITIVNI UTJECAJ NA ZSE	NEGATIVNI UTJECAJ NA ZSE
Rast BDP-a	Netransparentnost domaćeg tržišta kapitala (nepoznato vlasništvo nad financijskim instrumentima – upotreba tzv. “skrbničkih računa”, trgovanje s prikrivenim naložima...)
Očekivani rast kreditnog rejtinga na investicijski nivo	Krajnje devastirano povjerenje manjinskih dioničara u institucije koje bi ili na tržištu kapitala trebale štiti, a to one uporno i u potpunosti ne čine (HANFA, ZSE, sudovi, uprave trgovačkih društava...), što se posebno zorno očitovalo u događajima sa Agrokorom
Velika bankarska štednja građana i iznimno male kamatne stope na tu štednju	Pravna nesigurnost - nepostojanje sudskih pravomoćnih presuda za bilo koji oblik zlorabe tržišta kapitala (inanimulirajućom trgovinom na ZSE, trgovanje povlaštenim informacijama, nepoštivanje i izigravanje odluka državnih tijela vezanih uz ZSE...)
Rast ekonomija zemalja EU. naših najvećih trgovačkih partnera	Nelikvidnost i posljedična neefikasnost ZSE
Eventualni novi EPO većih kompanija (HEP, PLINACRO...)	Nepovoljni zakonski okvir institucionalnih investitora za dionički dio tržišta na ZSE
Pokretanje trgovačke platforme za start up-ove	Mala uporabljivost fundamentalne analize poslovanja kompanija u odnosu na izvedbu njihovih dionica na ZSE
Značajna likvidnost cjelokupnog monetarnog sustava	Financijska nepismenost građana RH
Smanjenje porezne presije građana	Bijeg kompanija sa ZSE
Moguće preuzimanje ZSE (EUNEX-C)	Pesimizam domaćih investitora
	Kreativno i prikrivajuće računovodstvo koje omogućuje manipuliranje stavkama iz financijskih izvještaja

## Slaba razina primjene temeljnih postavki poslovne etike

Brojni općeniti rizici vezani uz sudjelovanje na tržištu kapitala kao takvom: pozicijski; valutni; inflacijski; regulatomi; politički; rizik kamatne stope; namire; poslovnog okruženja; promjene poreznih propisa; transparentnosti poslovanja; potencijalnog sukoba interesa i brojni drugi

Izvor: autorova sistematizacija

Iz prethodne tablice možemo ustanoviti da su rizici koje sa sobom nosi ZSE brojni, od kojih neki pripadaju činjenici rizičnosti samog investiranja, dok su drugi izvorno naši i posljedica slabih institucija i procedura koje bi trebale biti temelj sigurnosti tržišta kapitala. Iz toga zaključujemo da se domaće tržište kapitala u proteklom desetljeću ponašalo upravo u skladu s onime što smo, kao društvo, njemu ponudili. **A možda možemo reći da smo, s obzirom na to**, još i dobro prošli. Konačni rezultat CROBEX-a i ZSE-a stoga ne bi trebao čuditi nego bi nam trebao biti motivacija da se drastično promijenimo.

Ako ovu činjenicu sami sebi mi ne znamo i/ili ne želimo priznati, to ne znači da ih i drugi ne prepoznaju i jasno iskazuju. Tako je RH na najnovijoj ljestvici “Doing business 2019”, što ju izrađuje Svjetska banka, po konkurentnosti poslovanja pala sa 51. na 58. mjesto. Kao jedan od kriterija po kojem se RH znatno pogoršala jest upravo u kategoriji zaštite manjinskih dioničara gdje je sa 29. mjesta iz 2018. g. pala na 38. mjesto u 2019. g. (<http://www.doingbusiness.org/>). Možda i tu leži dio odgovora na pitanje zašto je konačni rezultat ZSE baš takav kakav jest.

Stoga, glavni uzrok trenutnog i dugotrajnog nepovoljnog stanja na ZSE nisu toliko postojeći ekonomski pokazatelji (oni su tek posljedica), već je to prije svega naša očita nespremnost da izgradimo društvo i funkcionalne institucije koje bi se temeljile na poštenju, povjerenju, iskrenosti i poslovnoj izvrsnosti. K(ako) to do sada nismo napravili, izgleda da će svoj najveći doprinos budućem jačanju domaćeg tržišta kapitala morati dati institucije poput državnog odvjetništva i sudova. (Bošković, 2019.) Znakovito je i to da je upravo pravosuđe onaj segment društvenih institucija za koje se u pravilu govori da se ono samo mora najhitnije i najdublje reformirati kako bi društvo u cjelini moglo napredovati. U tom kontekstu izjave čelnih ljudi nadzornih institucija tržišta kapitala (HANFA) kao i predstavnika same ZSE da će oporavak ZSE uslijediti kao posljedica oporavka u realnom sektoru (on se djelom već događa) te dolaskom novih izdanja vrijednosnih papira na tržište kapitala, zvuči krajnje naivno. Naime, upravo je obrnuto. Tržište kapitala se neće oporaviti kada na njega dođu nova izdanja, nego će se ZSE oporaviti onda kada ona sama stvori preduvjete da bi uopće privukla nove kompanije. A za to je potrebno ponuditi puno višu razinu investicijske i pravne sigurnosti; jasnih, nedvosmislenih i funkcionalnih procedura zaštite prava svih sudionika na tržištu kapitala; spremnosti da se kazne oni koji prekrše propise, a istovremeno institucije koje su uključene u funkcioniranje tržišta kapitala moraju preuzeti odgovornosti za svoj rad i uspješno se oduprijeti utjecaju što ga nastoje nametnuti partikularni elitni politički i ekonomski interesi. Zato, konačni rezultat CROBEX-a i

ZSE ne bi trebao čuditi, nego bi nam trebao biti motivacija da se drastično promijenimo. Znamo, to nije lak zadatak. Ali što nam drugo preostaje? Ako to iz bilo kojeg razloga nismo spremni napraviti jer, recimo, iziskuje previše dubinskog rada na nama samima, što je često vrlo bolna transformacija, onda smo se zapravo pomirili s ostvarenim dosadašnjim rezultatom i slabom perspektivom. U suprotnom, pozitivni ishod je više nego izvjestan.

Sve informacije imamo i odluka je na nama.

## 5. ZAKLJUČAK

U ovome radu prezentirani su rezultati analize uspješnosti dioničkog dijela hrvatskog tržišta kapitala u promatranom desetogodišnjem razdoblju 2009. – 2019. Ova posljednja dekada bila je iznimno bogata događajima od kojih mnoge možemo smatrati povijesnim za RH, a svi su oni ostavili svoj trag i na ZSE. Međutim, analiza je pokazala da je ukupni rezultat našega jedinog uređenog tržišta kapitala iznimno loš, te da, s obzirom na iskazane kriterije, uistinu možemo govoriti o posvemašnjoj devastaciji ZSE-a. Tu ponajprije mislimo na drastični pad broja izlistanih dionica na ZSE-u, pad broja transakcija i ostvarenoga godišnjeg prometa dionicama, pad broja prisutnih investitora, stagnaciju CROBEX-a te katastrofalni pad tržišnih kapitalizacija cijelih gospodarskih sektora. Kao rijetki dobitnici ovoga desetogodišnjeg razdoblja pokazali su se jedino sektori turizma i financija. Ova loša slika ZSE-a pojačana je činjenicom da su u istom tom razdoblju najznačajniji svjetski indeksi i tržišta kapitala dosegнули svoje povijesno rekordne vrijednosti. Uzroci za ovakvo stanje ne mogu se tražiti samo u ekonomskim pokazateljima domaćega gospodarstva jer ono stidljivo, ali ipak, nakon dugo vremena napreduje. Pravi razlozi ovakvoga devastirajućeg stanja domaćeg tržišta kapitala primarno treba tražiti u šire društvenim i institucionalnim slabostima s kojima se nismo htjeli niti znali nositi. Tek ispravljanjem tih slabosti možemo povratiti izgubljeno povjerenje u ZSE. Jedino to može dovesti do trajnog poboljšanja trenutačno nepovoljnog stanja.

## LITERATURA

### Knjige i znanstveni časopisi

1. Andrijanić, I., Vidaković, N. (2015.) *Poslovanje na burzama – načela i praksa*. Zagreb: Effectus
2. Bodie, Z., Kane A., Marcus A. J. (2006.) *Počela ulaganja*. Zagreb: ZŠEM i Mate
3. Cvjetičanin, M. (2004.) *Burzovno trgovanje – priručnik za investitore i analitičare*. Zagreb: Masmedia
4. Graham, B. (2006.) *Inteligentni investitor*. Zagreb: Masmedia
5. Santini, G. (2007.) *Iluzija i stvarnost hrvatskog gospodarstva*. Zagreb: RIFIN

### Internetski izvori

1. Bošković, R., (2019.) *Kod nas ne postoji zaštita manjinskih vlasničkih prava*. Večernji list. (dostupno na: <https://www.vecernji.hr/premium/kod-nas-ne-postoji-zastita-manjinskih-vlasnickih-prava-1294994>, pristupano: 17. 1. 2019.)
2. Brkljača, I. (2019.) *Satelitski račun turizma: koliko turizam doprinosi hrvatskom gospodarstvu* (dostupno na: <https://arhivanalitika.hr/blog/satelitski-racun-turizma-koliko-turizam-doprinosi-hrvatskom-gospodarstvu/>, (pristupano: 18. 1. 2019.)
3. Državni zavod za statistiku – <https://www.dzs.hr/>, (pristupano: 18. 1. 2019.)
4. Doing Business – <http://www.doingbusiness.org/> (pristupano 10. 1. 2019.)
5. Hrvatska narodna banka – [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (pristupano 5. 1. 2019.)
6. 6. Moje dionice – [www.mojedionice.com](http://www.mojedionice.com) (pristupano 5. 1. 2019.)
7. Portal Europske unije – [https://europa.eu/european-union/topics/agriculture\\_hr](https://europa.eu/european-union/topics/agriculture_hr) (pristupano 4. 1. 2019.)
8. Središnje klirinško depozitarno društvo – [www.skdd.hr](http://www.skdd.hr) (pristupano 4. 1. 2019.)
9. Zagrebačka burza – [www.zse.hr](http://www.zse.hr) – razni podaci kao što su:
  - a) Hrvatska burza kroz povijest – <http://zse.hr/default.aspx?id=32849> (pristupano 3. 1. 2019.)
  - b) podaci o dionicama – <http://zse.hr/default.aspx?id=26495> (pristupano 7. 1. 2019.)
  - c) sektorska klasifikacija – <http://zse.hr/default.aspx?id=34348> (pristupano 7. 1. 2019.)
  - d) opće karakteristike tržišta – <http://zse.hr/default.aspx?id=44325> (pristupano 3. 1. 2019.)

## DEVASTATION OF THE CROATIAN CAPITAL MARKET – WHAT NOW?

**Abstract:** In this article, the author conducts an analysis of the basic indicators of the success of the only domestic capital market in the 2009-2019 time horizon. Based on the obtained results the author concludes that ZSE is faced with total devastation according to several different criteria such as the volume of trading, realized annual turnover, the number of present investors, the number of listed companies on the capital market, sectoral market capitalization and performance of the CROBEX index. This result is even more unfavorable if it is compared to the result of other world capital markets in the same period. According to the gradual improvement of the overall economic picture of the Republic of Croatia, the author argues that the realized result of the ZSE in the observed period is not so much in the sphere of the economy, but in weaknesses related to the institutional, legislative and business ethical framework. Only with their significant improvement, we can expect a better situation on the ZSE in the future.

**Key words:** *The Zagreb Stock Exchange (ZSE), the capital market, devastation, market capitalization*