

USE OF FUTURES TRADE AMONG CROATIAN COMPANIES

PRIMJENA TERMINSKJE TRGOVINE MEĐU HRVATSKIM PODUZEĆIMA

BAKOVIC, Tomislav; STULEC, Ivana & MIRKOVIC, Jurica

Abstract: *The paper gives a concise review of trading on futures markets and presents the results of primary research conducted among large Croatian companies on understanding and application of instruments of futures trade. Results show that respondents are largely familiar with hedging, and that further education among practitioners is needed in order to introduce them the benefits of trading on the futures market.*

Key words: *exchanges, futures trade, hedging, survey.*

Sažetak: *U radu je dan sažet prikaz trgovanja na terminskim tržištima i predstavljeni su rezultati primarnog istraživanja provedenog među velikim hrvatskim poduzećima o poznavanju i primjeni instrumenata terminske trgovine. Rezultati pokazuju da su ispitanici u najvećoj mjeri upoznati s hedgingom, te da je potrebna daljnja edukacija stručnjaka iz prakse kako bi se predstavile koristi trgovanja na terminskom tržištu.*

Ključne riječi: *burze, terminska trgovina, hedging, anketa.*



Authors' data: Tomislav, **Bakovic**, doc.dr.sc., Faculty of Economics and Business, University of Zagreb, Kennedyjev trg 6, Zagreb, tbakovic@efzg.hr; Ivana, **Stulec**, univ.spec.oec., Faculty of Economics and Business, University of Zagreb, Kennedyjev trg 6, Zagreb, istulec@efzg.hr; Jurica, **Mirkovic**, graduate student of Business Economics at Faculty of Economics and Business, University of Zagreb, juricamirkovic@gmail.com

1. Uvod

Terminsko trgovanje, odnosno trgovanje na burzama, odvija se već nekoliko stoljeća, ali trgovina naprednim instrumentima terminskog tržišta i dalje predstavlja jedan od najsofisticiranijih oblika suvremenog poslovanja. Korištenje terminskih tržišta omogućava poslovnim subjektima postizanje mnogih koristi, među kojima se posebice ističu neutralizacija cjenovnih rizika i ostvarivanje financijskih dobitaka. U Republici Hrvatskoj trenutno ne postoji terminsko tržište, već samo promptna burzovna trgovina vrijednosnim papirima koja se odvija na Zagrebačkoj burzi. Međutim, zainteresirani mogu trgovati na poznatim svjetskim burzama. Iz tog se razloga nametnula potreba da se istraži stav hrvatskih poduzeća prema terminskoj trgovini. U skladu s time, cilj ovog rada je predstaviti trgovanje na terminskim tržištima i predstaviti rezultate primarnog istraživanja provedenog među velikim hrvatskim poduzećima metodom ispitivanja pomoću anketnog upitnika. Svrha istraživanja jest utvrditi u kojoj mjeri su velika hrvatska poduzeća upoznata s pojmom i instrumentima terminske trgovine, u kojoj mjeri primjenjuju terminsku trgovinu i smatraju je korisnom, te što predstavlja glavne prepreke u široj primjeni terminske trgovine među hrvatskim poduzećima. Rad je podijeljen u pet cjelina. Nakon prvog uvodnog dijela, predstavlja se terminsko tržište i objašnjavaju osnovne strategije trgovanja na terminskom tržištu. U trećem dijelu opisuje se kako je provedeno istraživanje i predstavljaju karakteristike poduzeća iz uzorka. U četvrtom dijelu analiziraju se rezultati istraživanja. U petom zaključnom dijelu dan je sažetak najbitnijih empirijskih spoznaja.

2. Trgovanje na terminskim tržištima

Terminsko trgovanje odvija se najvećim dijelom na burzama, a terminski ugovori sklapaju se za kupnju odnosno prodaju predmeta trgovanja u budućnosti. Terminski ugovori su financijske izvedenice što znači da je njihova cijena izvedena iz cijene proizvoda koji se nalazi u njihovoj podlozi. Burzovni terminski ugovori standardizirani su po pitanju kvalitete i količine robe koja se nalazi u podlozi terminskog ugovora, mjestu isporuke i terminu isporuke. Jedini element terminskog ugovora koji nije unaprijed poznat jest cijena koja se određuje na temelju ponude i potražnje na tržištu. Roba koja je predmet terminske trgovine u trenutku sklapanja posla najčešće ne postoji ili nije u rukama prodavatelja. Osim na parketu burze, kupoprodaja se može odvijati i elektroničkim putem, odnosno bez fizičkog susreta prodavača i kupaca. Integritet trgovanja na burzama zajamčen je postojanjem sustava margina i obračunske blagajne burze. Margina jest određeni iznos novca ili nekog drugog visokolikvidnog sredstva kojeg je potrebno uplatiti na račun kod brokera prije početka trgovanja, a služi kao zalog dobre vjere, odnosno garantira likvidnost klijenta. Zadaća margine jest pokriti dnevnu fluktuaciju vrijednosti ugovora kako bi se onemogućilo da se neki klijent zaduži iznad visine sredstava kojima raspolaže na računu kod brokera. Obračunska blagajna je mjesto na kojem se jednostavnim prebijanjem iznosa obračunavaju sva potraživanja i dugovanja članova burze, a samo

se razlika isplaćuje ili knjiži u korist određenih računa. Obračunska blagajna uvijek predstavlja drugu stranu u terminskim transakcijama i zbog postojanja obračunske blagajne, subjekti u burzovnoj trgovini se ne moraju poznavati niti imati povjerenja jedan u drugoga. Prema predmetu trgovine, terminska tržišta se uobičajeno dijele na burze vrijednosnica, novčano-devizne burze, robne burze i burze usluga [1]. Na burzama vrijednosnicama trguje se vrijednosnim papirima (dionicama i obveznicama). Burze vrijednosnica još se nazivaju efektne burze, a najpoznatija burza ove vrste je New York Stock Exchange smještena u poznatoj ulici Wall Street u New Yorku. Na novčano-deviznim burzama trguje se devizama i na taj se način djeluje na formiranje tečaja tih valuta. Novčano-devizno tržište poznato je pod nazivom Forex. Novčano-devizne burze pojavile su se 1970-ih godina nakon ukidanja fiksnih tečajeva, a burzovna trgovina devizama intenzivirala se paralelno sa porastom međunarodne trgovine u svijetu. Na robnim burzama trguje se fizičkom robom kao što su žitarice (kukuruz, pšenica, ječam, zob), uljarice (soja, uljana repica), kakao, kava, pamuk, šećer, drvo, vuna, sok od naranče, mlijeko, stoka, plemeniti metali (zlato, srebro, platina, paladij), industrijski metali (aluminij, bakar, olovo, cink) i energenti (sirova nafta, benzin, loživo ulje, prirodni plin, ugljen). U proteklim godinama terminska trgovina robama bilježi znatan rast što svjedoči o atraktivnosti roba kao investicijskih dobara. U 2011. godini, terminska trgovina robama činila je 11% ukupne svjetske terminske trgovine, dok je početkom novog milenija taj postotak iznosio svega 3% [2]. Glavni centri u kojima se odvija terminska trgovina robama su New York, Chicago i London. Na burzama usluga trguje se uslugama prijevoza, osiguranja i kooperacije. Primjer takve burze jest The Baltic Exchange u Londonu na kojoj se trguje terminskim ugovorima na brodarske vozarine i povezanim proizvodima. Četiri su osnovne strategije trgovanja na terminskom tržištu: špekulacije, hedging, arbitraža i opcije na terminske ugovore [1]. Špekulanti su subjekti koje ne žele posjedovati robu koja je predmet trgovine već žele zaraditi na fluktuaciji cijena tijekom vremena. Stoga oni svjesno ulaze u cjenovni rizik kako bi na njemu zaradili. Upravo zbog toga, špekulanti se najčešće spominju u negativnom kontekstu iako je njihova prisutnost neophodna za likvidnost tržišta. Špekulacije se dijele na jednostrane i rasponske. Jednostrane špekulacije podrazumijevaju zauzimanje duge (kupovne) ili kratke (prodajne) pozicije na terminskome tržištu. Trgovci koji kupuju terminski ugovor očekuju porast cijena, a trgovci koji prodaju terminski ugovor očekuju pad terminskih cijena. Jednostrani špekulanti dobit ostvaruju samo ako se cijene pomaknu u očekivanom smjeru. U protivnome mogu ostvariti potencijalno neograničene gubitke. Rasponske špekulacije su manje rizične od jednostranih iz razloga što se u isto vrijeme zauzimaju dvije ili više suprotnih terminskih pozicija u istoj robi, ali s različitim mjesecima isporuke ili dospijeca; u istoj robi, ali na različitim terminskim tržištima ili u međusobno povezanoj robi. Hedgeri su subjekti koji u stvarnosti proizvode ili posjeduju određenu robu, kojima će ta roba trebati u budućnosti i na čije se poslovanje odražava promjena cijena dotične robe, a sklapanjem terminskih transakcija žele osigurati svoju kupovnu ili prodajnu cijenu u budućnosti. Hedging je strategija zauzimanja pozicije na terminskom tržištu koja je po veličini ista, ali suprotna po smjeru suprotna poziciji koju trgovac drži na

promptnom tržištu. Budući da se promptne i terminske cijene na normalnom tržištu kreću u istom smjeru, gubitak na jednom tržištu biti će nadoknađen dobitkom na drugom. Glavna svrha hedginga nije zarada već pokriće od rizika skoka ili pada cijena predmeta trgovanja. Najvažnija funkcija terminskog tržišta je u tome da omogući prijenos rizika promjene cijene s onih koji ga ne mogu ili ne žele prihvatiti (hedgeri) na one koji su ga spremni prihvatiti, računajući da će tako i zaraditi (špekulanti). Arbitraža je strategija simultane kupnje ili prodaje ugovora na različitim tržištima koja pruža mogućnost ostvarivanja sigurnog profita bez rizičnog investiranja. Pojavljuje se u slučajevima kad je razlika između dva mjeseca isporuke dovoljno velika da pokriva sve troškove čuvanja i manipulacije robom te se zauzete pozicije zatvaraju fizičkim isporukama robe a ne prebijanjem pozicija [1]. To je ujedno i najsigurnija strategija trgovanja zbog toga što arbitražeri sudjeluju u nerizičnim transakcijama, odnosno unaprijed znaju ishod - profit. Opcije na terminske ugovore su posebna vrsta standardiziranih burzovnih ugovora kojima kupci stječu pravo, ali ne i obvezu kupnje ili prodaje opcijom određenog terminskog ugovora. Kupci za to pravo plaćaju prodavatelju opcije premiju. Dvije osnovne vrste opcija su put opcija koja kupcu daje pravo na prodaju i call opcija koja kupcu daje pravo na kupnju odnosnog terminskog ugovora [3]. Ukoliko se cijena pomakne u željenom smjeru, kupac će iskoristiti svoje pravo kupnje ili prodaje opcijom određenog terminskog ugovora i ostvariti dobit. U suprotnome, pustiti će opciju da istekne, a njegov gubitak će biti ograničen na visinu premije.

3. Opis istraživanja i karakteristike poduzeća iz uzorka

Istraživanje o primjeni terminske trgovine među hrvatskim poduzećima vremenski je trajalo 5 tjedana, a provedeno je tijekom svibnja i lipnja 2012. godine. Istraživanje je provedeno pomoću internetskog anketnog upitnika. O prednostima i nedostacima prikupljanja podataka putem *on-line* upitnika u odnosu na upitnike odaslane poštom više u McDonald & Adam [4]. Kao ciljana populacija, odnosno ciljani osnovni skup, odabran je skup velikih hrvatskih poduzeća uz pretpostavku da velika poduzeća imaju razvijenu funkciju upravljanja rizicima [5]. Velika poduzeća za potrebe istraživanja klasificirana su sukladno Zakonu o računovodstvu [6], a kao popis jedinica osnovnog skupa korišten je Registar poslovnih subjekata pri Hrvatskoj gospodarskoj komori [7]. Prema popisu koji obuhvaća poslovne subjekte koji su predali godišnje financijsko izvješće za 2011. godinu utvrđeno je da u Republici Hrvatskoj postoji 360 aktivnih velikih poduzeća ($N = 360$). Kao predložak za dizajn je poslužio upitnik kojeg su koristili Lazibat, Brizar i Baković [1] 2007. godine u istraživanju slične tematike. Anketni upitnik se sastojao od ukupno 19 pitanja, od čega 8 općih i 11 specifičnih. Korištena su pitanja zatvorenog i otvorenog tipa, te pitanja s ordinalnom skalom odgovora. Kako bi se osigurala maksimalna stopa povrata, svaki tjedan iznova slani su podsjetnici na istraživanje. Tijekom predviđenog vremenskog perioda na anketu su odgovorila 32 poduzeća ($n = 32$), odnosno ostvarena je stopa povrata odgovora od 8,9%. S obzirom da su sve jedinice osnovnog skupa imale vjerojatnost izbora u uzorak veću od nule, riječ je o slučajnom uzorku [8]. Ispitanik je u najvećem

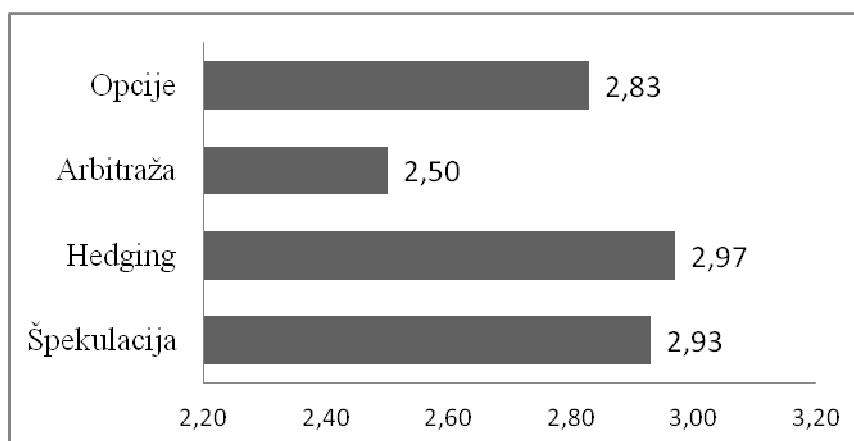
broju slučajeva bio član Uprave, direktor financija ili računovodstva. Tablica 1. prikazuje karakteristike poduzeća iz uzorka. Većina poduzeća iz uzorka je iz prerađivačke djelatnosti, pravno je ustrojena kao dioničko društvo, u privatnom je vlasništvu i s domaćim izvorima kapitala. Prema ukupnom prihodu ostvarenom u 2011. godini, većina poduzeća spada u razred od 100 do 500 milijuna kuna. Što se tiče obrazovne strukture unutar poduzeća, podjednak broj poduzeća ima obrazovnu strukturu s manje od 50% visokopozicioniranih menadžera sa visokom stručnom spremom i sa više od 80% visokopozicioniranih menadžera sa visokom stručnom spremom.

Djelatnost prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti 2007.	%	Br.
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo (A)	3,1%	1
Prerađivačka djelatnost (C)	34,4%	11
Opskrba vodom; uklanjanje otpadnih voda, gospodarenje otpadom te djelatnosti sanacije okoliša (E)	3,1%	1
Građevinarstvo (F)	9,4%	3
Trgovina na veliko i na malo; popravak motornih vozila i motocikla (G)	9,4%	3
Prijevoz i skladištenje (H)	6,3%	2
Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane (I)	6,3%	2
Informacije i komunikacije (J)	3,1%	1
Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja (K)	12,5%	4
Ostalo	12,5%	4
Pravno ustrojbeni oblik		
Dioničko društvo	62,5%	20
Društvo s ograničenom odgovornošću	37,5%	12
Oblik vlasništva		
Privatno	74,2%	23
Državno/društveno	19,3%	7
Mješovito	6,5%	2
Podrijetlo kapitala		
Domaće	75,0%	24
Strano	15,6%	5
Mješovito	9,4%	3
Ukupni prihod u 2011. godini		
Manje od 100 milijuna kuna	29,0%	9
Od 100 do 500 milijuna kuna	38,7%	12
Od 500 milijuna do 1 milijarde kuna	22,6%	7
Više od 1 milijarde kuna	9,7%	3
Udio visokopozicioniranih menadžera sa VSS-om		
Manje od 50%	43,8%	14
Od 50 do 80%	12,5%	4
Više od 80%	43,8%	14

Tablica 1. Karakteristike poduzeća iz uzorka

4. Analiza rezultata

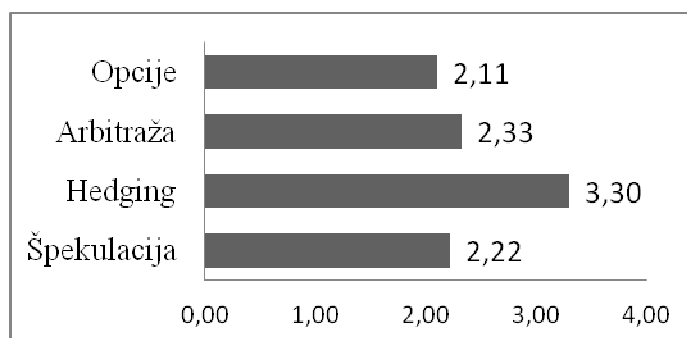
Drugi dio anketnog upitnika sadržavao je pitanja o poznavanju i primjeni instrumenata terminskog tržišta. Najprije su ispitanici zamoljeni da iskažu u kojoj mjeri su im poznate špekulacija, hedging, arbitraža i opcije kao strategije trgovanja na terminskom tržištu, pri čemu su im bile ponuđene sljedeće kategorije odgovora; nimalo (1), neznatno (2), umjereno (3), značajno (4) i izrazito značajno (5). Osam od ukupno 32 poduzeća uopće nisu upoznata sa špekulacijama i hedgingom, dok devet od ukupno 32 poduzeća uopće nisu upoznata s arbitražom i opcijama na terminskom tržištu. Prosječna upoznatost ispitanika s navedenim strategijama terminskog trgovanja (mjereno aritmetičkom sredinom) prikazana je na grafikonu 1. Iz grafikona je vidljivo su ispitanici najviše upoznati s hedgingom ($M=2,97$), nakon čega slijede špekulacija ($M=2,93$) i opcije ($M=2,83$). Arbitraža s prosječnom ocjenom $M=2,50$ je strategija terminskog trgovanja s kojom su ispitanici najmanje upoznati. Općenito se poznavanje terminskih strategija trgovanja među velikim hrvatskim poduzećima može opisati kao osrednje pošto je za ponuđene strategije trgovanja najčešća kategorija odgovora bila 'umjereno (3)'.



Grafikon 1. Upoznatost ispitanika sa strategijama trgovanja na terminskom tržištu

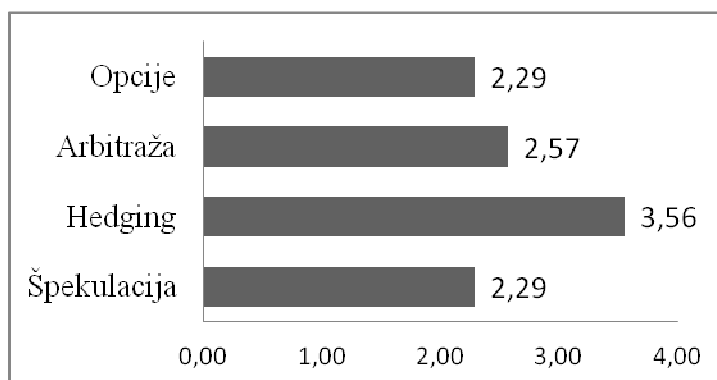
Nadalje, većina ispitanika upoznala se sa terminskom trgovinom kroz formalno fakultetsko obrazovanje (52,4%) i kroz daljnju edukaciju na radnom mjestu (28,6%). Kao preostale izvore informacija o terminskoj trgovini ispitanici navode razne seminare, poslovne kontakte i medije. Sedam ispitanika (21,9%) navode da njihova poduzeća primjenjuju instrumente terminske trgovine. Pošto su za daljnje ispunjavanje postavljenih ciljeva bitna samo ona poduzeća koja posluju na terminskom tržištu, daljnja analiza rezultata obuhvaća samo odgovore ovih sedam poduzeća. Nadalje, svi ispitanici čija poduzeća sudjeluju u terminskoj trgovini kao primarnu svrhu korištenja terminskog tržišta navode zaštitu od rizika promjene cijene odnosno hedging. Nijedan ispitanik nije naveo kako poduzeće u kojem je zaposlen koristi terminsku trgovinu sa svrhom svjesnog preuzimanja cjenovnog rizika i zarade na razlici u cijeni, odnosno sa svrhom špekulacije. U skladu s time, ne iznenađuje da je upravo hedging strategija trgovanja s kojom su ispitanici najviše upoznati.

Nadalje, ispitanici su traženi da na skali od 1 do 5 ocijene stupanj važnosti pojedinih strategija trgovanja za profitabilnost poduzeća u kojima su zaposleni. Formirane su sljedeće kategorije važnosti: nimalo (1), neznatno (2), umjereno (3), značajno (4) i izrazito značajno (5). Grafikon 2. prikazuje važnost pojedinih strategija mjerenu aritmetičkom sredinom. Ispitanici smatraju kako je hedging najvažnija strategija terminskog trgovanja za profitabilnost poduzeća ($M=3,30$). Nakon toga slijede arbitraža ($M=2,33$), špekulacije ($M=2,22$) i opcije ($M=2,11$).



Grafikon 2. Važnost strategija terminskog trgovanja za profitabilnost poduzeća

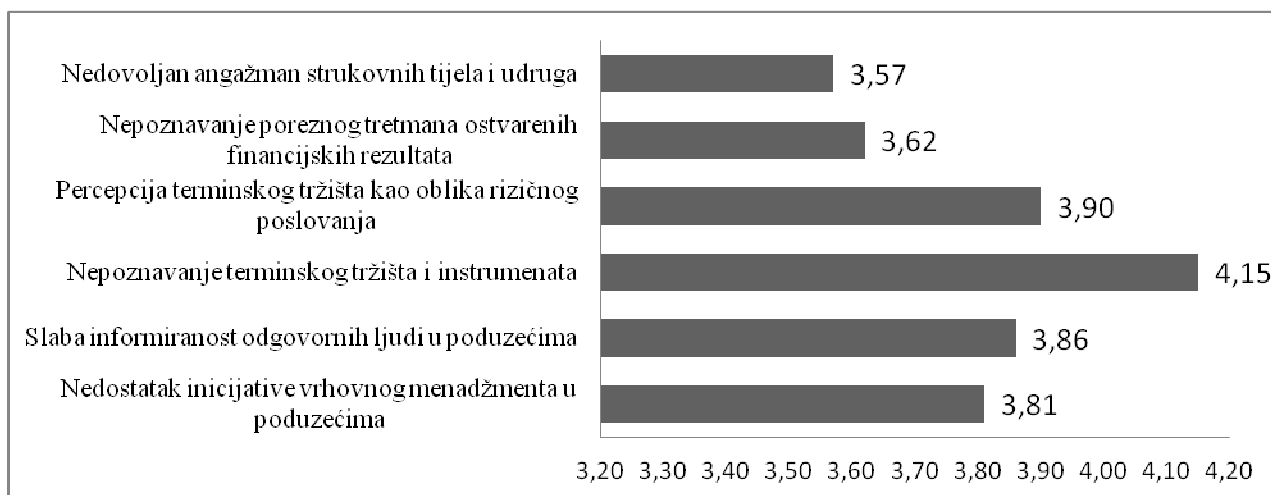
Ispitanici su dalje traženi da ocjene korisnost primjenjivanih strategija na skali od 1 do 5, pri čemu 1 označava 'nimalo korisne strategije', 2 'neznatno korisne', 3 'umjereno korisne', 4 'korisne' i 5 'izrazito korisne strategije'. Grafikon 3. prikazuje srednju ocjenu korisnosti primjenjivanih strategija terminskog trgovanja. Ponovno, hedging pokazuje najvišu srednju ocjenu korisnosti ($M=3,56$). Slijedi ga arbitraža ($M=2,57$), dok opcije i špekulacije ispitanici percipiraju kao jednako korisne strategije terminskog trgovanja ($M=2,29$). Kao potvrdu korisnosti navedenih strategija trgovanja može se uzeti spoznaja da određena poduzeća spomenute strategije trgovanja primjenjuju već duže od 10 godina.



Grafikon 3. Korisnost strategija terminskog trgovanja

Dalje su ispitanici traženi da navedu vrste terminskih ugovora kojima su njihova poduzeća trgovala s obzirom na predmet kupoprodaje. Ponuđene su im četiri vrste terminskih ugovora: (1) terminski ugovori na dionice, obveznice i financijske indekse, (2) terminski ugovori na tečaj/devize, (3) terminski ugovori na vozarine i (4) robni terminski ugovori. Dozvoljeni su višestruki odgovori i omogućeno je dopisivanje vrsta terminskih ugovora ako oni kojima njihova poduzeća trguju već

nisu navedeni. Od ukupno sedam poduzeća koja trguju terminskim ugovorima, dva poduzeća trguju terminskim ugovorima na dionice, obveznice i financijske indekse; šest poduzeća trguje terminskim ugovorima na tečaj/devize; jedno poduzeće trguje robnim terminskim ugovorima, dok nijedno poduzeće ne trguje terminskim ugovorima na vozarine. Nadalje, svi su ispitanici, i oni čija poduzeća trguju na terminskim tržištima i oni čija poduzeća ne trguju na terminskim tržištima, traženi da ocjene značajnost pojedinih prepreka u ograničavanju šireg korištenja terminskog tržišta među hrvatskim poduzećima. Značajnost prepreka mjerena je na skali od 1 do 5 gdje 1 označava 'izričito beznačajnu', 2 'beznačajnu', 3 'ni značajnu ni beznačajnu', 4 'značajnu' i 5 'izričito značajnu' prepreku. Grafikon 4. prikazuje srednju ocjenu značajnosti pojedinih prepreka. Kao najvažnija prepreka ističe se nepoznavanje terminskog tržišta i instrumenata (M=4,15). Slijede ju percepcija terminskog tržišta kao rizičnog oblika poslovanja (M=3,90), slaba informiranost odgovornih ljudi u poduzeću (M=3,86) i nedostatak inicijative vrhovnog menadžmenta (M=3,81). Nepoznavanje poreznog tretmana ostvarenih financijskih rezultata (M=3,62) i nedovoljan angažman strukovnih tijela i udruga (M=3,57) mogu se izdvojiti kao manje bitne prepreke.



Grafikon 4. Važnost pojedinih prepreka za šire korištenje terminskog tržišta među hrvatskim poduzećima

Naposljetku, ispitanici su traženi da ocijene u kojem će vremenskom roku terminska trgovina postati neophodna za hrvatska poduzeća. Podjednaki udio ispitanika (36,4%) smatra da će se to dogoditi unutar tri godine ili u narednih tri do pet godina. Manji broj (18,2%) smatra da će postati neophodna za više od pet godina, a samo 9,0% ispitanika smatra da terminska trgovina nikad neće postati neophodna za hrvatska poduzeća.

5. Zaključak

Rezultati istraživanja pokazuju da je većina velikih hrvatskih poduzeća tek osrednje upoznata sa strategijama trgovanja na terminskom tržištu. Pri tome se hedging može izdvojiti kao strategija trgovanja s kojom su velika hrvatska poduzeća najbolje

upoznata. Svega sedam poduzeća (21,9%) trguje na terminskim tržištima, i to najviše terminskim ugovorima na tečaj/devize, a kao osnovnu svrhu trgovanja navode zaštitu od rizika promjena cijena (tečaja) odnosno hedging. Nadalje, rezultati pokazuju da se hedging također percipira kao terminska strategija trgovanja najvažnija za profitabilnost poduzeća i kao ona koja kada se primjenjuje rezultira najvećim koristima. U skladu s time, velika hrvatska poduzeća mogu se okarakterizirati kao veoma averzivna prema riziku. Kao najveće prepreke široj primjeni terminske trgovine među hrvatskim poduzećima mogu se izdvojiti nepoznavanje terminskog tržišta i instrumenata, percipiranje terminskog tržišta kao rizičnog oblika poslovanja i nedostatna informiranost i inicijativa od strane vrhovnog menadžmenta u poduzeću. U skladu s rezultatima istraživanja, može se zaključiti da je potrebna daljnja edukacija među hrvatskim poduzećima, kako o samom načinu funkcioniranja terminske trgovine tako i o koristima kojima ona može rezultirati, ali i o rizicima koje ona obuhvaća. Izbjegavanjem trgovanja na terminskom tržištu poduzeća propuštaju mnoge poslovne prilike stoga je također nužna promocija instrumenata terminske trgovine među stručnjacima iz prakse. Kao ograničavajući faktor u istraživanju valja navesti veličinu uzorka pošto je veličina uzorka od 32 poduzeća premala za sadržajnije analize. U budućim istraživanjima potrebno je proširiti osnovni skup na poslovne subjekte svih veličina i povećati veličinu uzorka kako bi se mogao ispitati utjecaj karakteristika poduzeća (poput djelatnosti poduzeća, podrijetla kapitala, obrazovne strukture, visine prihoda itd.) na stupanj poznavanja i primjene instrumenata terminske trgovine.

6. Literatura

- [1] Lazibat, T.; Brizar, B. & Baković, T. (2007). *Burzovno poslovanje – terminska trgovina*, Znanstvena knjiga, ISBN 978-953-95902-0-6, Zagreb
- [2] WFE, 2012. World Federation of Exchanges(2012) Annual Report 2011. Dostupno na <http://www.world-exchanges.org/insight/reports/2011-wfe-annual-report> (26. lipnja 2012.)
- [3] Lazibat, T. & Matić, B. (2001). Strategije trgovanja opcijama na terminskom tržištu, *Ekonomski pregled*, Vol. 52, No. 11-12, str. 1317-1344., ISSN 0424-7558
- [4] McDonald, H. & Adam, S. (2003). A comparison of online and postal data collection methods in marketing research, *Marketing Intelligence & Planning*, Vol. 21, No. 2, str. 85-95., ISSN 0263-4503
- [5] Miloš Sprčić, D. (2007). Izvedenice kao instrumenti upravljanja financijskim rizicima: primjer hrvatskih i slovenskih nefinancijskih poduzeća, *Financijska teorija i praksa*, Vol. 31, No. 4, str. 387-413., ISSN 1332-3970
- [6] Narodne novine, br. 109/07., Zakon o računovodstvu
- [7] Hrvatska gospodarska komora: Registar poslovnih subjekata. Dostupno na <http://www1.biznet.hr/HgkWeb/do/advsearch> (20. svibanj 2012.)
- [8] Marušić, M. & Vranešević, T. (1997). *Istraživanje tržišta*, Adeco, ISBN 953-97228-0-2, Zagreb



Photo 006. Monument detail / Detalj kužnog pila