

Mihaela Grubišić Šeba*

UDK 658.147(497.5)
JEL Classification G12, G31
Pregledni članak

TROŠKOVI IZDAVATELJA VRIJEDNOSNIH PAPIRA NA HRVATSKOM TRŽIŠTU KAPITALA

Razvitak hrvatskog tržišta kapitala je dominantno regulatorno određen, pri čemu je najsnažniji utjecaj harmonizacije hrvatske regulative s europskom pravnom stečevinom. Za razliku od mnogih razvijenih zemalja u kojima su regulatorne promjene vezane uz tržište kapitala bile postepene, one su se u Hrvatskoj dogodile u nekoliko godina. Emisije vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala kojima poduzeća prikupljaju sredstva su rijetke, bez obzira što je krovni regulatorni okvir prilagođen za prikupljanje kapitala na europskom tržištu.

Iako je problematika emisija vrijednosnih papira višedimenzionalna, u ovome radu cilj je istražiti utjecaj troškova emisije vrijednosnih papira na odluke izdavatelja iz realnog sektora gospodarstva o prikupljanju kapitala emisijom vrijednosnih papira. Polazeći od pretpostavke da su troškovi emisije vrijednosnih papira izdavateljima visoki, u radu se analiziraju stavovi izdavatelja dionica i izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira o izravnim i neizravnim troškovima emisije vrijednosnih papira.

U radu je pokazano da su troškovi uvrštenja i održavanja uvrštenja vrijednosnih papira u Hrvatskoj razmjerno visoki, da izdavatelji veću transparentnost poslovanja ne doživljavaju kao prepreku emisiji vrijednosnih papira, te da se regulatornim putem može i treba djelovati na smanjenje nelikvidnosti tržišta.

* M. Grubišić Šeba, dr. sc., znanstvena suradnica u Ekonomskom institutu, Zagreb (E-mail: mgrubisic@eizg.hr).

Rad je primljen u uredništvo 11. 12. 2012., a prihvaćen je za objavu 13. 6. 2013.

Autorica zahvaljuje dvojici anonimnih recenzenata na konstruktivnim primjedbama koje je u cijelosti uvažila.

Ključne riječi: troškovi emisije vrijednosnih papira, realni sektor gospodarstva, hrvatsko tržište kapitala, harmonizacija regulacije

1. Uvod

Sloboda kretanja kapitala jedan je od osnovnih postulata Europske unije, pa je i jedinstvena regulacija segmentiranih nacionalnih tržišta kapitala jedan od ciljeva zajedničke europske ekonomske politike. Prema Planu regulatorne integracije europskih financijskih tržišta (COM (1999) 232) na području EU valja omogućiti pan-europsko trgovanje vrijednosnim papirima, jedinstvena zaštita investitora i prikupljanje kapitala izdavateljima pod povoljnim uvjetima. Harmonizacija regulative pan-europskog tržišta kapitala prvenstveno je obuhvatila modernizaciju Direktive o trgovačkim društvima te usvajanje Direktive o prospektu, Direktive o transparentnosti, Direktive o zloporabi tržišta i Direktive o tržištima financijskih instrumenata. Potonje četiri direktive nazivaju se i Lamfalussyjevim direktivama¹ i predstavljaju osnovni regulatorni okvir funkcioniranja europskog tržišta kapitala. Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala – ESMA, zaduženo je za integritet, transparentnost, efikasnost i nesmetano funkcioniranje europskih tržišta kapitala i zaštitu investitora.² ESMA propisuje i nadzire pravila ponašanja za institucije s pan-europskim djelovanjem, poput agencija za ocjenu kreditnog rejtinga, dok je reguliranje i supervizija tržišta kapitala u zemljama članicama EU povjereno nacionalnim regulatorima tržišta kapitala.

Iako je proces regulacije europskih tržišta kapitala kontinuiran, regulatorne aktivnosti su zbog još neprevladane financijske i ekonomske krize posljednjih nekoliko godina vrlo izražene. Krovne europske institucije ne samo da nastoje pomiriti razlike u stupnju razvoja tržišta kapitala u zemljama članicama EU, uključujući i kontinuirani razvoj platformi i strategija trgovanja vrijednosnim papirima, već nastoje približiti tržište kapitala malim i srednjim poduzećima iz realnog sektora gospodarstva, koja u prosjeku imaju preko 95% udjela u ukupnom broju gospodarskih subjekata u zemljama članicama EU. Radi uklanjanja prepreka razvoju malog i srednjeg poduzetništva, načelo „davanja prioriteta najmanjima“ („think small

¹ Ime su dobile po Alexandre-u Lamfalussy-ju, člniku Stručne skupine za regulaciju europskih financijskih tržišta (The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets), formirane u srpnju 2000. godine.

² ESMA (European Securities and Market Authority) je osnovana zajedno s EBA (European Banking Authority) i EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) krajem 2010. godine. Ove institucije zajedno s Europskom središnjom bankom nadziru i osiguravaju stabilnost europskog financijskog sustava.

first“) počinje prevladavati u reguliranju jedinstvenog tržišta. Njegova primjena ogleda se prvenstveno u pojednostavljenju računovodstvenih pravila i olakšavanju pristupa financijskim sredstvima malim i srednjim poduzećima putem tržišta kapitala.

Međutim, unatoč uvođenju Lamfalussyjevih direktiva u nacionalna zakonodavstva poduzeća u EU se, kada je o eksternom financiranju riječ, pretežno oslanjaju na bankovne kredite. Najčešće isticani argumenti u prilog zanemarenosti tržišta kapitala u primarnom financiranju poduzeća su tradicionalna oslonjenost na bankovno financiranje, visoki troškovi uvrštenja i nemogućnost ispunjenja strogih zahtjeva uvrštenja i održavanja uvrštenja vrijednosnih papira koje propisuju pojedine burze. Europske burze stoga već dva desetljeća osnivaju manje zahtjevne kotacije za izdavatelje, kako vezano uz inicijalno uvrštenje dionica, tako i vezano uz kontinuirane obveze izdavatelja. Nekadašnje kriterije veličine imovine i/ili prihoda i broja godina profitabilnog poslovanja uglavnom su zamijenili kriteriji transparentnosti poslovanja i korporacijskog upravljanja usmjerenog zaštiti prava svih investitora (IFC, 2008.). Blaža pravila uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira su polučila uspjeh, osobito na nekim tržištima poput londonskog AIM-a i NYSE Alternext-a, koji obuhvaća burze u Amsterdamu, Briselu, Lisabonu i Parizu. Izdavatelji koji uvrštavaju vrijednosne papire na tzv. nereguliranom tržištu ili multilateralnoj trgovinskoj platformi, oslobođeni su primjene direktiva, osim kada je riječ o javnoj ponudi vrijednosnih papira. Prema Vismara i dr. (2012.) na Euronext-u, njemačkoj, talijanskoj i londonskoj burzi je u razdoblju od 1995.-2009. godine bilo samo 845 inicijalnih javnih ponuda dionica na reguliranim tržištima kapitala, što je 22,5% od ukupnog broja javnih ponuda na ovim burzama.

Izdavatelji koji se odlučuju na emisiju vrijednosnih papira biraju likvidna i dobro regulirana tržišta, pri čemu znatan utjecaj imaju razdoblja rasta cijena dionica, odnosno niskih kamatnih stopa (Henderson i dr., 2006.). Uvrštenje vrijednosnih papira na reguliranom tržištu izdavateljima je trošak i samo je pitanje do koje mjere izdavatelji imaju veće koristi od troškova uvrštenja vrijednosnih papira. Iako nije za očekivati da izdavatelji nakon uvrštenja vrijednosnih papira pri eksternom financiranju isključivo koriste mehanizam tržišta kapitala, u Hrvatskoj je financiranje emisijom vrijednosnih papira rijetko čak i kod poduzeća koja imaju pristup tržištu kapitala. Pri tome je češće financiranje emisijom obveznica i komercijalnih zapisa. U razdoblju od 1999.-2010. godine poduzeća su emisijom korporacijskih obveznica prikupila 4,5 milijardi kuna i 238 milijuna eura kapitala, dok je emisijama dionica javnom ponudom realni sektor od 1997.-2010. godine prikupio samo 206,5 milijuna kuna kapitala (Grubišić, 2011.). Emisija komercijalnih zapisa dosegla je 2008. godine rekordnih 1,6 milijardi kuna (ibid, 2011.), što ukazuje na činjenicu da su zbog financijske krize i manje dostupnosti bankovnih kredita, poduzeća posegnula za alternativnim oblicima financiranja. Usporedbe radi, kre-

diti odobreni poduzećima su sredinom 2010. godine bili oko 106,6 milijardi kuna (HNB, 2010.).

Puno je razloga za nerazvijenost domaćeg tržišta kapitala, od tradicije, nespremnosti izdavatelja na takvo financiranje, preko bankocentričnog sustava, do makroekonomskih uvjeta i interesa investitora. Iako postoji puno teorija o motivima izlaska u javnost, mali je broj anketnih istraživanja stavova menadžmenta (potencijalnih) izdavatelja vezano uz emisije vrijednosnih papira. Ona su k tome pretežno rađena na razvijenim tržištima kapitala (Braun i Fawcett, 2006.; Bancel i Mittoo, 2009.). Motivi emisije vrijednosnih papira svakom su izdavatelju različiti, a najčešće ističani su: reputacijski razlozi (Bancel i Mittoo, 2009.), financijska fleksibilnost (García-Pérez-de-Lema, 2011.) i veća likvidnost, odnosno utrživost dionica (Braun i Fawcett, 2006.). Najveći mjerljivi troškovi emisije vrijednosnih papira, koji su izdavateljima ujedno razlog za ostanak u privatnosti, troškovi su objave informacija o poslovanju, troškovi održavanja uvrštenja, i troškovi zakonom propisanih naknada i računovodstvenih (revizorskih) naknada (Burton i dr., 2006.).

Pistor i dr. (2000.) pokazali su da u tranzicijskim zemljama prikupljanje sredstava na tržištu kapitala puno više ovisi o učinkovitosti pravosuđa nego o postojanju zakonskih propisa. Regulatornim putem može se djelovati samo na visinu administrativnih naknada, no regulacija može napraviti puno u smislu zaštite prava investitora, osiguranja praktične primjene zakona i stvaranju povjerenja u tržište kapitala. Regulatornim okvirom se, osim na obveze izdavatelja, može djelovati i na potražnju za vrijednosnim papirima. Regulatori su u poziciji odrediti porezne stope po kojima se oporezuju kapitalni dobiti, odrediti maksimalne transakcijske troškove/provizije trgovanja, dopustiti rad određenim vrstama institucionalnih investitora i propisati im limite ulaganja u domaće vrijednosne papire, odnosno utjecati potražnju za vrijednosnim papirima. U velikoj mjeri o regulaciji ovisi hoće li na tržištu biti veliki broj malih investitora, veliki broj institucionalnih investitora ili će se poticati investiranje obje skupine investitora.

Iako je problem emisije vrijednosnih papira višedimenzionalan, cilj ovoga rada je sagledati utjecaj izravnih i neizravnih troškova izdavateljima vrijednosnih papira na odluke o emisiji vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala. Polazeći od hipoteze da su troškovi emisije vrijednosnih papira u Hrvatskoj visoki, u radu se uz pomoć anketnog istraživanja analiziraju izravni i neizravni troškovi emisije vrijednosnih papira. Riječ je o anketnom istraživanju provedenom na uzorku izdavatelja dionica i uzorku izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira iz realnog sektora gospodarstva.

Rad se sastoji iz pet cjelina. U uvodnom dijelu rada ukratko su objašnjeni ciljevi regulatorne konvergencije vezane uz razvoj tržišta kapitala u Europskoj uniji i dan je sažet pregled motiva izdavatelja za emisijom vrijednosnih papira. Drugi dio rada bavi se regulatornim kontekstom obveza izdavatelja vrijednosnih papira u

Europskoj uniji, koji vrijedi i u Hrvatskoj. U trećem poglavlju analiziraju se troškovi uvrštenja i održavanja uvrštenja vrijednosnih papira izdavateljima u Hrvatskoj i odabranim europskim zemljama. Rezultati anketnog istraživanja o izravnim i neizravnim troškovima emisije vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala predstavljeni su u četvrtom dijelu rada. Rad završava zaključnim razmatranjima.

2. Regulatorne odrednice uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira u zemljama EU i Hrvatskoj

Gotovo je svako europsko tržište kapitala kojim upravlja burza segmentirano na dva tržišta: regulirano ili uređeno tržište, unutar kojeg se obično javljaju do tri tržišne kotacije - „prvo“ ili vodeće, „drugo“ ili službeno i „treće“ ili standardno (redovito) tržište, i multilateralnu trgovinsku platformu (neslužbeno, paralelno ili OTC tržište). Tržišne kotacije međusobno se razlikuju po veličini izdavatelja, odnosno njihove tržišne kapitalizacije, troškovima uvrštenja i obvezama izdavatelja nakon uvrštenja vrijednosnih papira na tržište. Što je kotacija višeg ranga, obveze i troškovi su veći, a izdavatelji mogu očekivati veći interes financijskih analitičara i institucionalnih investitora i bolju likvidnost vrijednosnih papira. Najblaže uvjete uvrštenja vrijednosnih papira imaju multilateralne trgovinske platforme na kojima je, posljedično, zaštita investitora mala.

Prvi pokušaj harmoniziranja pravila uvrštenja vrijednosnih papira u službenu burzovnu kotaciju na razini EU bio je usvajanje Direktive o uvrštenju vrijednosnih papira 1979. godine (79/279/EEC). Tom su direktivom definirani osnovni uvjeti uvrštenja i obveze izdavatelja vrijednosnih papira. Njezina nasljednica, tzv. CARD direktiva (2001/34/EC) propisuje minimalne uvjete uvrštenja i kontinuirane obveze izdavateljima vrijednosnih papira. Prema CARD direktivi izdavatelji koji namjeravaju uvrstiti svoje dionice na službeno tržište kapitala moraju: imati tržišnu kapitalizaciju od najmanje 1 milijun eura, objaviti godišnje financijske izvještaje za najmanje tri prethodne godine, distribuirati najmanje 25% kapitala javnosti i omogućiti slobodnu prenosivost dionica. Kontinuirane obveze izdavatelja uključuju: jednak tretman svih dioničara, objavljivanje godišnjih rezultata poslovanja bez odgađanja, te informiranje javnosti o svim cjenovno osjetljivim informacijama i promjeni prava iz određenog roda vrijednosnih papira. Krovni regulatorni okvir primjenjiv na izdavatelje vrijednosnih papira na području EU sažeto je prikazan u tablici 1.

Tablica 1.

POPIS NAJVAŽNIJIH REGULATORNIH AKATA ZA IZDAVATELJE
VRIJEDNOSNIH PAPIRA U EU

Naziv akta	Oznaka akta	Kratak opis
Direktiva o minimalnim uvjetima uvrštenja i obvezama izdavateljima (CARD direktiva)	2001/34/EC	Definira minimalne uvjete uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira
Uredba o obveznoj primjeni MSFI	1606/2002/EC	Izdavateljima s uvrštenim vrijednosnim papirima na tržištu kapitala propisuje obveznu primjenu Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja
Direktiva o zlouporabi tržišta (MAD direktiva)	2003/6/EC 2004/72/EC	Nalaže obvezu informiranja javnosti o cjenovno osjetljivim informacijama, stjecanju/otpuštanju vrijednosnih papira izdavatelja od strane članova njegovih upravljačkih struktura, sastavljanje i ažuriranje liste osoba upoznatih s povlaštenim informacijama
Direktiva o prospektu (PD)	2003/71/EC; 2010/73/EU	Nalaže obvezu objave i odobrenja (sadržaja) prospekta od nadležnog tijela u zemlji članici EU u slučaju javne ponude vrijednosnih papira
Uredba o prospektu	809/2004/EC 486/2012/EC	Propisuje detaljan sadržaj prospekta pri javnoj ponudi vrijednosnih papira
Direktiva o transparentnosti (TD)	2004/109/EC	Propisuje obveze izvještavanja izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni na reguliranom tržištu kapitala
Direktiva o izvještavanju trgovačkih društava	2006/46/EC	Propisuje obvezu objave kodeksa korporacijskog upravljanja izdavateljima vrijednosnih papira u godišnjem izvještaju
Direktiva o pravima dioničara (SRD direktiva)	2007/36/EC	Propisuje obvezu obavještanja i omogućavanja glasovanja investitorima na glavnoj skupštini dioničara

Izvor: Vlastiti prikaz.

Danas su za izdavatelje vrijednosnih papira posebno važne dvije direktive – Direktiva o prospektu i Direktiva o transparentnosti (u daljnjem tekstu Direktive). Direktiva o prospektu (2003/71/EC) u primjeni je od 1. siječnja 2004. godine,

a njezina izmjena (2010/73/EU) od 1. srpnja 2012. godine. Direktivom o prospektu određeni su obveznici izrade prospekta, dopuštena izuzeća od izrade prospekta pri emisiji vrijednosnih papira i propisan je minimalni sadržaj prospekta. Cilj Direktive o transparentnosti (2004/109/EC), koja je u primjeni od 20. siječnja 2005. godine, je štititi prava investitora u vrijednosne papire propisivanjem obveza objave periodičkih i značajnih informacija o poslovanju. Direktiva o transparentnosti obvezuje izdavatelje vrijednosnih papira na objavu godišnjih i polugodišnjih (financijskih) izvještaja, kvartalnih izvješća uprave (za prvi i treći kvartal) te objavu propisanih izvještaja ili informacija u propisanim rokovima ili bez odgađanja. Osim izdavatelja, Direktiva o transparentnosti na izvještavanje obvezuje i investitore koji dosegnu, premaše ili padnu ispod određene visine udjela u kapitalu izdavatelja (5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75%).

Zemlje članice EU minimalno moraju primjenjivati odredbe Direktiva, iako mogu uvesti i stroža pravila ponašanja. Pored Direktive o prospektu i Direktive o transparentnosti, izdavatelji koji svoje vrijednosne papire uvrštavaju u službeno ili regulirano tržište kapitala kojim upravlja operater tržišta kapitala (burza ili investicijsko društvo), obvezni su poštivati i pravila vezana uz segment tržišta na kojem kotiraju njihovi vrijednosni papiri.³ Što su obveze izdavateljima veće i (regulatorna) pravila tržišta kapitala stroža, sigurnost investitora morala bi biti veća. Primjenu Direktiva uz operatera tržišta kapitala nadzire ovlašteno nacionalno tijelo (samostalna agencija ili organizacijski dio središnje banke), a primjenu pravila na multilateralnim trgovinskim platformama samo operater tržišta kapitala.

Pored Lamfalussy-jevih direktiva, revolucionarni korak u ujednačavanju europske regulacije je donošenje Uredbe (EC) 1606/2002, kojom je propisano obvezno uvođenje Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja (MSFI) za sva trgovačka društva čijim se vrijednosnim papirima trguje na nekom od uređenih, odnosno reguliranih tržišta kapitala unutar EU od početka 2005. godine.⁴ Spomenutu Uredbu podržala je izmjena Četvrte i Sedme direktive (2006/46/EU), na snazi od rujna 2008. godine, kojom se trgovačkim društvima čijim se financijskim instrumentima trguje na tržištu kapitala unutar EU, propisuje obveza izrade izvještaja o korporacijskom upravljanju, davanje izjave o zajedničkoj odgovornosti članova uprave za godišnje izvještaje i (konsolidirane) financijske izvještaje i objavu ključnih nefinancijskih informacija, i veća transparentnost transakcija između članova poslovnih grupa. Četvrta direktiva ujedno propisuje obvezu objavljivanja revidiranih godišnjih financijskih izvještaja i godišnjeg izvještaja uprave.

³ Nalaze li se vrijednosni papiri nekog izdavatelja na reguliranom tržištu ili ne, može se provjeriti posredstvom internetskih stranica ESMA-e.

⁴ Premda zemlje članice EU mogu proširiti obvezu sastavljanja godišnjih i konsolidiranih financijskih izvještaja sukladno MSFI i na druga trgovačka društva, čijim se vrijednosnim papirima ne trguje na tržištu kapitala, nacionalni standardi financijskog izvještavanja u pravilu su i dalje nastavili vrijediti za mala i srednja poduzeća.

Izdavatelji vrijednosnih papira u EU su s jedne strane suočeni s mogućnošću pristupa većem broju investitora i time jeftinijem kapitalu, no s druge strane imaju visoke troškove ispunjavanja obveza prema investitorima i dionicima, te su više izloženi kritici javnosti. Premda su stavovi o troškovima koji nastaju izdavateljima kao rezultat poštivanja Direktive o transparentnosti podijeljeni, češće od direktnih ističu se indirektni (oportunitetni) troškovi kontinuiranog izvještavanja investitora. Christensen i dr. (2011.) istraživali su utjecaj primjene Direktive o zloporabi tržišta i Direktive o transparentnosti na području EU na likvidnost tržišta kapitala. Autori (ibid., 2011.) su zaključili da se likvidnost tržišta poboljšava nakon uvođenja direktiva u zemljama koje strogo primjenjuju Direktive i koje su prethodno njihovom usvajanju imale kvalitetnu normativnu i pozitivnu regulaciju tržišta kapitala. Međutim, u zemljama koje su prethodno uvođenju Direktiva imale manje kvalitetnu regulaciju nije bilo učinaka uvođenja Direktiva na likvidnost, pa se divergencija u primjeni regulacije između zemalja, kada je o likvidnosti tržišta kapitala riječ, povećala (Christensen i dr., 2011.). Regulatorni poticaji ili ograničenja emisijama vrijednosnih papira slabo su istraživani (Eckbo i dr., 2005.).

Na razini Europske unije prije početka financijske krize pokrenute su inicijative za pojednostavljenje pravila uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira malim i srednjim trgovačkim društvima, jer je procijenjeno da je administrativni teret transparentnosti za njih prevelik. Troškovi pripreme kvartalnih financijskih izvještaja procijenjeni su između 2-60 tisuća eura za izdavatelje male i srednje veličine, a između 35-250 tisuća eura za izdavatelje velike tržišne kapitalizacije, čemu treba dodati 8-30 radnih dana koji se utroše na pripremu izvještaja (EC, SEC(2011) 1280). Ukoliko se usvoje izmjene Direktive o transparentnosti (COM(2011) 683 final), ukinula bi se obveza izrade kvartalnih financijskih izvještaja svim izdavateljima, a procijenjeno smanjenje troškova na razini EU za sektor malih i srednjih poduzeća trebalo bi biti oko 1,7 milijardi eura (EC, 2011., IP/11/1238). Iako bi se ovom odredbom smanjili troškovi izdavateljima, teško da bi se time mogao potaknuti interes investitora za ulaganje u vrijednosne papire malih i srednjih poduzeća. U tom slučaju bi odluka o obvezi objave kvartalnih financijskih izvještaja ostala na nacionalnim regulatorima i operaterima tržišta kapitala.

3. Troškovi uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira na odabranim europskim tržištima kapitala i u Hrvatskoj

Prvi zakon kojim je regulirano tržište kapitala u Hrvatskoj stupio je na snagu 1995. godine. On je 2002. godine zamijenjen Zakonom o tržištu vrijednosnih papira, a 2008. godine Zakonom o tržištu kapitala. Iako je hrvatsko tržište kapitala do 2006. godine imalo dvije burze, Zagrebačku i Varaždinsku, od 2007. godine

Zagrebačka burza je odobrenjem HANFA-e jedini operater uređenog tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj i operater multilateralne trgovinske platforme (MTP). Uređeno tržište danas se sastoji od redovitog tržišta, službenog tržišta i prime market-a. Na uređenom tržištu može se trgovati dionicama, obveznicama, komercijalnim zapisima, dionicama zatvorenih investicijskih fondova i strukturiranim proizvodima. Na MTP-u se može trgovati svim instrumentima kojima se trguje na uređenom tržištu kao i pravima, trezorskim i blagajničkim zapisima. Uvrštenje vrijednosnih papira na regulirano tržište je dobrovoljno, ali zbog uvjeta koje je potrebno ispuniti puno teže nego što je bio slučaj dok je na snazi bio Zakon o tržištu vrijednosnih papira (2002.). Jedna odredba potonjeg zakona bilo je obvezno uvrštenje dionica na tržište kapitala dioničkih društava s više od 30 milijuna kuna temeljnog kapitala i/ili više od 100 dioničara. I to neovisno o prethodnoj javnoj ponudi dionica i neovisno o broju dionica raspoloživom za trgovanje. U definiranju pravila uvrštenja burza slijedi zakonske odredbe, a pravila o postotku dionica raspoloživom za slobodno trgovanje pretežno su vrijedila za najvišu kotaciju u kojoj je bilo i najmanje izdavatelja.

Uz Hrvatsku agenciju za nadzor financijskih usluga (HANFA-u) i burzu, od početka 2009. godine izdavatelji moraju propisane financijske i nefinancijske izvještaje dostavljati i Hrvatskoj izvještajnoj novinskoj agenciji (HINA-i), u Službeni registar propisanih informacija - SRPI⁵, te ih objaviti na vlastitim internetskim stranicama. Sankcioniranje nepoštivanja zakonskih obveza i/ili burzovnih pravila do uspostave SRPI bilo je rijetko, pa se događalo da izdavatelji kasne u objavi financijskih izvještaja i nekoliko mjeseci ili da, ovisno o tome kako im je odgovaralo, propuste objaviti konsolidirane ili nekonsolidirane financijske izvještaje u pojedinim kvartalima.

Lamfalussyjeve direktive u potpunosti su uvedene u hrvatski Zakon o tržištu kapitala i na snazi su od 2008. godine. Hrešić i Radovanić (2009.) su istaknuli nužnost konsolidacije investicijskih društava koju će izazvati primjena zakona. No, promjene su bile izuzetno velike i za izdavatelje vrijednosnih papira, najviše u segmentu povećane transparentnosti poslovanja i skraćivanja rokova objave financijskih izvještaja. Izdavatelji vrijednosnih papira u Hrvatskoj moraju objavljivati: godišnje, polugodišnje i kvartalne (ne)konsolidirane financijske izvještaje, izvještaj uprave i izjavu odgovornih osoba (pri čemu godišnji financijski izvještaji moraju biti revidirani i revizorsko izvješće u cijelosti objavljeno); dokumente koji prate financijske izvještaje (odluke o utvrđivanju godišnjih financijskih izvještaja, odluke o prijedlogu raspodjele dobiti ili pokriću gubitaka i godišnji dokument objavljenih informacija); kontinuirane promjene u najvećim udjelima u glasačkim pravima i

⁵ HANFA je za vođenje Službenog registra propisanih informacija ovlastila Financijsku agenciju (FINA-u), koja je ranije vodila Javnu informacijsku knjižnicu periodičnih financijskih izvještaja izdavatelja. Sadržaj Službenog registra propisanih informacija dostupan je na internetskim stranicama HANFA-e od 6. lipnja 2010. godine.

ostale (ad hoc) i povlaštene informacije, koje se u najkraćem roku moraju distribuirati investicijskoj javnosti. Riječ je o cijelom nizu informacija koje uključuju stjecanje/otpuštanje vlastitih dionica, promjenu broja dionica/glasačkih prava, stjecanje/otpuštanje dionica za članove uprave/nadzornog odbora, promjenu prava iz vrijednosnih papira, objave namjere nove emisije dužničkih vrijednosnih papira, izmjenu statutarnih akata društva, obavijest o raspodjeli dobiti, sazivu i odlukama glavne skupštine, kao i niz drugih informacija koje mogu utjecati na poslovanje društva i odluke investitora o ulaganju u vrijednosne papire izdavatelja.

Dok su ranije rokovi dostave konsolidiranih financijskih izvještaja bili malo dulji, prema Zakonu o tržištu kapitala, izdavatelji vrijednosnih papira u istim propisanim rokovima moraju dostavljati i konsolidirane i nekonsolidirane financijske izvještaje. Rok objave godišnjeg izvještaja je četiri mjeseca nakon završetka poslovne godine, pri čemu izdavatelji mogu objaviti financijski izvještaj za četvrto tromjesečje zasebno najkasnije 30 dana od završetka kvartala ili u sklopu privremenog nerevidiranog godišnjeg financijskog izvještaja u roku 45 dana od isteka poslovne godine. Rok za objavu polugodišnjeg izvješća je dva mjeseca od završetka polugodišta, a kvartalnog trideset dana od završetka kvartala. Pri tome se potonja odredba ne odnosi na izdavatelje dužničkih vrijednosnih papira.

Europske burze imaju posebne cjenike uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira, kao i naknade za delistiranje vrijednosnih papira. Izvod iz cjenika naknada odabranih europskih burzi prikazan je u tablici 2.

Tablica 2.

TROŠKOVI UVRŠTENJA I KOTIRANJA DIONICA I OBVEZNICA U
HRVATSKOJ I ODABRANIM EUROPSKIM BURZAMA

Naziv burze	Dionice				Obveznice	
	Regulirano tržište		MTP		Regulirano tržište	MTP
	Inicijalna naknada	Periodička naknada	Inicijalna naknada	Periodička naknada	Inicijalna naknada	
NYSE Euronext	Od 10.000 -3.000.000 €	Od 2.800 -50.000 €	Od 10.000 -3.000.000 €	Od 3.000 - 20.000 €	125 -2.500 € (do 20 tranši)	-
Londonska burza	8.696 -503.230 € (7.043 -407.591 GBP)	5.718 -56.354 € (4.631- 45.644 GBP)	8.712 - 98.279 € (7.056- 79.601 GBP)	6.936 € (5.618 GBP)	370 -24.693 € (300 - 20.000 GBP)	-

Nastavak tablice 2.

Bečka burza	5.000 -50.000 €	3.500 -7.500 €	1.500 €	500 €	750 -2.900 €	500 -2.750 €
Burza u Budimpešti	-	4.432- 44.852€ (1,25-12,65 milijuna HUF)	-	-	0,01% nominalne vrijednosti izdanja	
Deutsche Börse	2.500 -3.000 €	7.500 -10.000 €	1.500 €	5.000 €	3.000 €	500 €
Zagrebačka burza	4.633 - 21.180 € (35.000 -160.000 kn)	2.118 -10.590 € (16.000 -80.000 kn)	860 € (6.500 kn)	397 € (3.000 kn)	1.588-5.295 € (12.000 -40.000 kn)	794 € (6.000 kn)
Ljubljanska burza	4.000- 20.000€	2.000- 10.000€	1000 €	1.500 €	1.600€	-
Varšavska burza	1.944- 23.323 € (8.000 -96.000 PLN)	2.187-17.007 € (9.000 -70.000 PLN)	1.458 € (6.000 PLN)	729 – 1.944€ (3.000-8000 PLN)	364 – 7.289€ (1.500- 30.000 PLN, uz 20-50% popusta za izdavatelje više instrumenata)	
Praška burza	1977 € (50.000 CZK)	11.862 € (max 300.000 CZK)	1977 € (50.000 CZK)	-	198 -1977 € (5.000- 50.000 CZK)	198 € (5.000 CZK)
Beogradska burza	889 -7.110 € (100.000- 800.000 RSD)	267 -5510€ (30.000- 620.000 RSD)	533 € (60.000 RSD)	89 € (10.000 RSD)	444 -4266€ (50.000- 480.000 RSD)	89 € (10.000 RSD)
Burza u Bratislavi	0 € u slučaju inicijalne javne ponude	1.660- 4.980 €	0 € u slučaju inicijalne javne ponude	166 €	830 €	-
Sarajevska burza	1.278 € (2.500 KM)	3.068€ (6.000 KM)	-	-	511€ (1000 KM)	-

*Sve naknade preračunate su prema srednjem deviznom tečaju nacionalne središnje banke na dan 26/11/2012.

Izvor: Sastavljeno na osnovu podataka s internetskih stranica burzi, kojima je pristupljeno od 22/11-7/12/2012.⁶

⁶ <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/listing/fees/aim-fees-brochure.pdf>; <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/listing/fees/fees-for-issuers-2012-2013.pdf>; http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/navigation/xetra/400_admis

Naknade mogu biti varijabilne i fiksne. Varijabilne naknade obično se određuju u dodatku na fiksni iznos i ovise o visini tržišne kapitalizacije izdavatelja ili o ukupnom broju (iznosu tržišne kapitalizacije) izdanih vrijednosnih papira. Naknade za uvrštenje i kotiranje vrijednosnih papira su veće na reguliranom tržištu nego na multilateralnoj trgovinskoj platformi i veće su za dionice nego za dužničke vrijednosne papire. One su također veće u slučaju prvog uvrštenja vrijednosnih papira na tržište. Izdavatelji za sljedeće uvrštenje vrijednosnih papira, odnosno izdavatelji s nekoliko uvrštenih vrijednosnih papira u pravilu ostvaruju popust u burzovnim naknadama. Uz to je najčešće propisana minimalna i maksimalna naknada izdavatelju koji izdaje više vrijednosnih papira.

Izdavatelji Zagrebačkoj burzi plaćaju četiri vrste naknada: naknadu za obradu zahtjeva za uvrštenje (koja se oduzima od naknade za uvrštenje ako se zahtjev pozitivno riješi), naknadu za uvrštenje, naknadu za održavanje uvrštenja i naknadu za promjene glede već uvrštene serije financijskog instrumenta. Kao što je prikazano u tablici 2., u usporedbi s burzama u regiji naknade uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira izdavateljima na Zagrebačkoj burzi razmjerno su visoke. Osobito su visoke naknade za uvrštenje i održavanje uvrštenja dionica. Za uvrštenje komercijalnih zapisa i strukturiranih proizvoda plaća se naknada za uvrštenje do 6.000 kuna, pri čemu se sukcesivna uvrštenja pojedinih tranši komercijalnih zapisa tretiraju kao novo uvrštenje vrijednosnih papira. Naknade za održavanje uvrštenja obveznica su do 10.000 kuna, a 10.000 kuna iznosi naknada za promjenu karakteristika dionica i obveznica.

Zbog visine naknada potencijalnom izdavatelju vrijednosnih papira je pristup hrvatskom tržištu kapitala skup, jer navedene administrativne naknade nisu i jedine. Izdavatelji moraju platiti naknadu regulatoru tržišta kapitala za odobrenje prospekta, te naknade Središnjem klirinškom depozitarnom društvu (SKDD-u). Naknada HANFA-i dijeli se na administrativnu pristojbu i naknadu. One za odobrenje jedinstvenog prospekta izdanja iznose 4.000 i 30.000 kuna, dok se dodatne naknade naplaćuju za dopunu sadržaja ili izostavljanje određenih informacija iz prospekta⁷. Naknade SKDD-a mogu biti paušalne naknade za određene događaje

sion_trading/400_fwb_rules_regulations?object_id=84XHRX319NSGDEN; http://www.bsse.sk/Portals/2/Issuers%20Guide/BOOKLET_Corporate_Bonds_October_2012.pdf; http://www.bsse.sk/Portals/2/Issuers%20Guide/BOOKLET_IPO_October_2012.pdf; <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1394>; http://bse.hu/topmenu/issuers/fees/listingfees/listing_fees.html?pagenum=1; http://195.222.43.81/sase-final/language/hr-HR/Legislativa/Legislativa_SASE/Cjenovnik_SASE.aspx; http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/Resolution_13_1301_2012.pdf; https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/eu-11923_fee_book_eng_120206.pdf; <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Rules>; http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/troskovi; http://en.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/en/pdf/agb/agb_4.pdf; <http://en.wienerborse.at/listing/gebuehren/>; <http://zse.hr/default.aspx?id=31117>.

⁷ Detalje vidjeti u Pravilniku o vrsti i visini naknada i administrativnih pristojbi Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (2011.).

i naknade po računu vrijednosnih papira koje investitori imaju u Depozitoriju, na kojima se bilježe promjene sukladno poslovnim odlukama izdavatelja. Tako usluga pristupa Depozitoriju košta 3.500 kuna, pristup informacijskom sustavu naplaćuje se 9.000 kuna, a minimalna mjesečna naknada za održavanje računa iznosi 5.000 kuna. Ako su vrijednosni papiri pohranjeni u Depozitoriju, mjesečna naknada izdavateljima je do 20.000 kuna, dok se naknade po pojedinim poslovnim odlukama izdavatelja, s refleksijom na prava imatelja vrijednosnih papira posebno naplaćuju.⁸

Spomenuti administrativni troškovi uvrštenja i održavanja uvrštenja vrijednosnih papira, iako su mjerljivi, tek su manji dio ukupnih troškova emisije vrijednosnih papira. Ubrajaju se u direktne troškove emisije vrijednosnih papira koji još obuhvaćaju naknade financijskim posrednicima i ostalim savjetnicima, troškove izrade prospekta i marketinga izdanja. Indirektni troškovi emisije vrijednosnih papira su veći od direktnih i odnose se na ciljano određivanje cijene dionica u javnoj ponudi ispod cijene koju bi bilo moguće postići na tržištu prvog dana trgovanja dionicama (tzv. „podcijenjenost izdanja“⁹ radi privlačenja investitora) te vremenski angažman upravljačkih kadrova na pripremi javne ponude dionica.

Naknade za uvrštenje i kotiranje vrijednosnih papira variraju ovisno o prestižu tržišta kapitala, tržišnom segmentu, tržišnoj kapitalizaciji izdavatelja i vrsti vrijednosnih papira. Troškovi emisije dionica najveći su u usporedbi s ostalim vrijednosnim papirima, osobito kada je riječ o inicijalnoj javnoj ponudi izdanja.

Podcijenjenost izdanja u literaturi emisije vrijednosnih papira opisana je kao najveći pojedinačni (indirektni) trošak emisije dionica (Ljungqvist, 2008.). U prosjeku su dionice u trenutku prvog uvrštenja na tržište kapitala podcijenjene 15-20%, što varira ovisno o zemlji, stanju na tržištu i u gospodarskoj djelatnosti, potražnji investitora, reputaciji financijskog posrednika. Što je izdanje dionica podcijenjenije, gubici izdavatelja su veći i veći je i (ne)realizirani kapitalni dobitak novih dioničara u usporedbi sa starima. Prosječni direktni i indirektni troškovi emisije i uvrštenja dionica na europskim burzama su u razdoblju od 1999.-2007. godine bili 7,6% ukupno prikupljenih sredstava emisijom dionica na Euronext-u, 8,3% na njemačkoj burzi, a 12,6% na burzi u Londonu (Kaserer i Schiereck, 2007.). Prema Kaserer i Schiereck (2007.) podcijenjenost izdanja je iznosila 5,1% ukupno prikupljenih sredstava na Euronext-u (Eurolist), 5,3% na londonskoj burzi (Main Market), a 5,7% na njemačkoj burzi (Prime/General Standard). U isto vrijeme je podcijenjenost na alternativnim tržištima varirala od prosječnih 2,4% ukupno prikupljenih sredstava na Euronext-u (Alternext), preko 10,7% na njemačkoj burzi

⁸ Detalje vidjeti u Cjeniku Središnjeg klirinškog depozitarnog društva (2012.).

⁹ Podcijenjenost izdanja je postotna ili apsolutna razlika između zaključne cijene dionica prvoga dana trgovanja na sekundarnom tržištu i ponudbene cijene dionica u javnoj ponudi. Budući da ovaj trošak izdavatelji ne plaćaju direktno, često ga zanemaruju u izračunu ukupnih troškova javne ponude dionica.

(Entry Standard) do 17,1% na londonskom AIM-u (ibid., 2007.). Prema Meoli i dr. (2012.) prosječni troškovi financijskog posredovanja na europskim burzama od 1995.-2009. godine iznosili su: 3,82% emisijom vrijednosnih papira prikupljenih sredstava na pariškom Euronext-u, 4,60% na njemačkoj burzi, 3,97% na talijanskoj i 2,45% prikupljenih sredstava na londonskoj burzi, dok su troškovi podcjenjenosti izdanja u prosjeku bili 20% prikupljenog kapitala. Visoki troškovi emisije dionica za manja izdanja objašnjavaju zašto se pretežno trgovačka društva srednje i velike veličine odlučuju na izlazak u javnost. Ovim troškovima valja dodati i prosječno vrijeme potrebno za inicijalno uvrštenje vrijednosnih papira na pojedino tržište kapitala koje se kreće od 3-24 mjeseca (Schweitzer i Khmelevskih, 2012.). Nakon uvrštenja vrijednosnih papira, ovisno o zahtjevnosti tržišne kotacije, menadžment izdatelja mora trošiti više vremena na konferencije za tisak, predstavljanje poslovnih planova, predstavljanje rezultata poslovanja, sastanke s institucionalnim investitorima, što se procjenjuje na najmanje jedan radni dan mjesečno (Geddes, 2003.).

Visina naknade ovisi o broju tržišta kapitala na koje se uvrstavaju dionice, točnije o tome jesu li vrijednosni papiri namijenjeni samo domaćim, samo inozemnim ili domaćim i inozemnim investitorima, kao i o reputaciji financijskog posrednika. Najniži troškovi inicijalnih javnih ponuda dionica su kod ponuda na domaćem tržištu kapitala. S obzirom da je lakše ispuniti uvjete za uvrštenje vrijednosnih papira na multilateralnoj trgovinskoj platformi, odnosno u manje zahtjevnim tržišnim kotacijama, naknade za uvrštenje vrijednosnih papira na takva tržišta su niže. Periodički direktni troškovi izdateljima odnose se na: naknade operateru tržišta kapitala, troškove izrade (i revizije) propisanih (financijskih) izvještaja i informiranja investitora, naknade za realizaciju pojedinih prava iz vrijednosnih papira (poput isplate dividendi, podjele dionica i tome slično) i naknade depozitoriju vrijednosnih papira. Periodički indirektni troškovi obuhvaćaju gubitak tajnosti poslovanja i indirektno troškove tržišta poput likvidnosti tržišta, broja i vrste investitora na tržištu, transakcijskih troškova trgovanja, poreznog opterećenja investitora i tome slično.

4. Empirijska analiza troškova uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira u Hrvatskoj

Kako bi se utvrdili stavovi izdatelja o troškovima emisije i kotiranja vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala, u prvoj polovici 2010. godine provedeno je anketiranje financijskih direktora zaposlenih kod izdatelja vrijednosnih papira iz realnog sektora gospodarstva. Predstavljeni rezultati istraživanja dio su ankete kojom je istraživana sklonost izdatelja i potencijalnih izdatelja dionica

emisiji vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala. Ukupno su poslana 172 upitnika - 151 upitnik izdavateljima dionica i 21 upitnik izdavateljima dužničkih vrijednosnih papira. Kriterij odabira izdavatelja dionica u uzorak bila je uvrštenost dionica na hrvatskom tržištu kapitala početkom 2010. godine, te tržišna vrijednost dionica raspoloživih slobodnom trgovanju od najmanje 2,5 milijuna kuna. Dodatni uvjet bio je da se poduzeće ne nalazi u stečaju/likvidaciji i da nema neriješene privatizacijske afere. Kriterij odabira izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira s neuvrštenim dionicama bila je emisija komercijalnih zapisa ili korporacijskih obveznica na hrvatskom tržištu kapitala u razdoblju od 2004.-2010. godine. U ovome uzorku nalazi se sedam društava s ograničenom odgovornošću, jer status dioničkog društva nije nužan za emisiju dužničkih vrijednosnih papira. Od izdavatelja dionica dobiveno je 48 (32%), a od izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira 16 odgovora (76%), što daje ukupnu stopu povrata odgovora od 37%. Stavovi izdavatelja mjereni su uz pomoć 5-stupanjske Likertove skale, pri čemu 1=nimalo se ne slažem, 2=ne slažem se, 3=ni se slažem niti se ne slažem, 4=slažem se i 5=potpuno se slažem. Izdavateljima je također bio ponuđen odgovor „nemam stav“. Poduzeća iz uzorka izdavatelja dionica i uzorka izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira se, statistički gledano, nisu razlikovala po pripadnosti industriji, županiji, starosti ili potrebi za financijskim sredstvima. Jedina statistički signifikantna razlika između izdavatelja dionica i izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira bila je, očekivano, u broju vlasnika.

Polazeći od hipoteze da su troškovi emisije vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala visoki, ispitivani su stavovi financijskih direktora izdavatelja vrijednosnih papira o izravnim i neizravnim troškovima koji mogu utjecati na odluku o emisiji vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala. U izravne troškove emisije ubrajaju se troškovi financijskog posredovanja i troškovi periodičnog izvještavanja investitora. U neizravne troškove ubrajaju se složenost emisije vrijednosnih papira, netransparentno određivanje troškova emisije, nelikvidnost tržišta, promjenjivost zakonskog okvira i strah od transparentnijeg poslovanja. Dobiveni odgovori prikazani su u tablici 3.

Tablica 3.

STAVOVI IZDAVATELJA O EKSTERNIM FAKTORIMA KOJI UTJEČU NA
EMISIJU VRIJED. PAPIRA

Obilježje	Stav Izdavatelji dužničkih vrijed. papira		Broj odgovora (% odgovora)			Pearsonov χ^2	ANOVA
			Izdavatelji dionica	Ukupno			
Izravni troškovi financijskog posredovanja su visoki	Stav	Bez odgovora	6 (37,5%)	23 (47,9%)	29 (45,3%)		
		Nimalo se ne slažem	0 (0%)	3 (6,3%)	3 (4,7%)		
		Ne slažem se	2 (12,5%)	7 (14,6%)	9 (14,1%)		
		Niti se slažem niti se ne slažem	2 (12,5%)	12 (2,6%)	14 (21,9%)		
		Slažem se	4 (25%)	3 (6,3%)	7 (10,9%)		
		Potpuno se slažem	2 (12,5%)	0 (0%)	2 (3,1%)		
	Ukupno	16 (100%)	48 (100%)	64 (100%)	12,039**		
	Sred. vrijed. odgovora	2,25	1,35	1,58			
St. dev. odgovora	1,983	1,451	1,631		3,779*		
Procedura emisije vrijednosnih papira je složena	Stav	Bez odgovora	2 (12,5%)	23 (47,9%)	25 (39,1%)		
		Nimalo se ne slažem	2 (12,5%)	3 (6,3%)	5 (7,8%)		
		Slažem se	5 (31,3%)	4 (8,3%)	9 (14,1%)		
		Niti se slažem niti se ne slažem	4 (25%)	9 (18,8%)	13 (20,3%)		
		Slažem se	3 (18,8%)	9 (18,8%)	12 (18,8%)		
		Potpuno se slažem	0 (0%)	0(0%)	0 (0%)		
	Ukupno	16 (100%)	48 (100%)	64 (100%)	9,166*		
	Sred. vrijed. odgovora	2,25	1,54	1,72			
St. dev. odgovora	1,291	1,663	1,598		2,41		
Obveze izdavatelja nakon uvrštenja vrijednosnih papira vrlo su zahtjevne	Stav	Bez odgovora	4 (25%)	7 (14,6%)	11 (17,2%)		
		Nimalo se ne slažem	0 (0%)	1 (2,1%)	1 (1,6%)		
		Ne slažem se	1 (6,3%)	6 (12,5%)	7 (10,9%)		
		Niti se slažem niti se ne slažem	3 (18,8%)	7 (14,6%)	10 (15,6%)		
		Slažem se	5 (31,3%)	15 (31,3%)	20 (31,3%)		
		Potpuno se slažem	3 (18,8%)	12 (25%)	15 (23,4%)		
	Ukupno	16 (100%)	48 (100%)	64 (100%)	1,853		
	Sred. vrijed. odgovora	2,88	3,21	3,13			
St. dev. odgovora	1,893	1,688	1,732		0,44		
Troškovi emisije vrijednosnih papira određuju se na netransparentan način	Stav	Bez odgovora	6 (37,5%)	23 (47,9%)	29 (45,3%)		
		Nimalo se ne slažem	0 (0%)	8 (16,7%)	8 (12,5%)		
		Ne slažem se	1 (6,3%)	3 (6,3%)	4 (6,3%)		
		Niti se slažem niti se ne slažem	6 (37,5%)	10 (20,8%)	16 (25%)		
		Slažem se	1 (6,3%)	4 (8,3%)	5 (7,8%)		
		Potpuno se slažem	2 (12,5%)	0 (0%)	2 (3,1%)		
	Ukupno	16 (100%)	48 (100%)	64 (100%)	10,354*		
	Sred. vrijed. odgovora	2,13	1,25	1,47			
St. dev. odgovora	1,857	1,451	1,598		3,779*		

Nastavak tablice 3.

Uvrštene dionice mahom su nelikvidne	Stav	Bez odgovora	3 (18,8%)	19 (39,6%)	22 (34,4%)		
		Nimalo se ne slažem	0 (0%)	5 (10,4%)	5 (7,8%)		
		Ne slažem se	0 (0%)	3 (6,3%)	3 (4,7%)		
		Niti se slažem niti se ne slažem	6 (37,5%)	10 (20,8%)	16 (25%)		
		Slažem se	5 (31,3%)	9 (18,8%)	14 (21,9%)		
		Potpuno se slažem	2 (12,5%)	2 (4,2%)	4 (6,3%)		
	Ukupno		16 (100%)	48 (100%)	64 (100%)	7,706	
	Sred. vrijed. odgovora		3	1,81	2,11		
St. dev. odgovora		1,633	1,746	1,783		5,723**	
Zakonski okvir i odluke nadzorne agencije često se mijenjaju	Stav	Bez odgovora	5 (31,3%)	11 (22,9%)	16 (25%)		
		Nimalo se ne slažem	0 (0%)	13 (27,1%)	13 (20,3%)		
		Ne slažem se	3 (18,8%)	10 (20,8%)	13 (20,3%)		
		Niti se slažem niti se ne slažem	2 (12,5%)	9 (18,8%)	11 (17,2%)		
		Slažem se	5 (31,3%)	5 (10,4%)	10 (15,6%)		
		Potpuno se slažem	1 (6,3%)	0 (0%)	1 (1,6%)		
	Ukupno		16 (100%)	48 (100%)	64 (100%)	11,298**	
	Sred. vrijed. odgovora		2,31	1,67	1,83		
St. dev. odgovora		0,454	0,189	0,183		2,385	
Strah od transparentnijeg poslovanja	Stav	Bez odgovora	1 (6,3%)	18 (37,5%)	19 (29,7%)		
		Nimalo se ne slažem	9 (56,3%)	22 (45,8%)	31 (48,4%)		
		Ne slažem se	6 (37,5%)	5 (31,3%)	11 (17,2%)		
		Niti se slažem niti se ne slažem	0 (0%)	3 (6,3%)	3 (4,7%)		
		Slažem se	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)		
		Potpuno se slažem	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)		
	Ukupno		16 (100%)	48 (100%)	64 (100%)	10,337**	
	Sred. vrijed. odgovora		1,31	0,85	0,97		
St. dev. odgovora		0,602	0,85	0,816		3,965*	

***razina signifikantnosti 1%

**razina signifikantnosti 5%

Izvor: Obradeni rezultati vlastite ankete.

Tvrđnje o kojima su ispitanici trebali izraziti vlastiti stav prikazane su u prvom stupcu tablice. Različiti stavovi ispitanika prikazani su u drugom stupcu zajedno s ukupnim brojem dobivenih odgovora, srednjom vrijednosti i standardnom devijacijom odgovora za svaku navedenu tvrdnju. Dobiveni odgovori su u apsolutnim i postotnim iznosima prikazani u srednjem dijelu tablice. Za usporedbu rezultata dobivenih za izdavatelje dionica i izdavatelje dužničkih vrijednosnih papira korišten je neparametarski Pearsonov χ^2 test, primjeren za ishode kategoričkih varijabli, a za usporedbu razlika varijanci u odgovorima ANOVA. Kao što je vidljivo iz podataka navedenih u tablici 3, kod izdavatelja vrijednosnih papira postoji vrlo veliki broj „nemam stav“ odgovora.¹⁰

¹⁰ Ukoliko se „nemam stav“ odgovor pribroji stavu „niti se slažem niti se ne slažem“ mijenja se samo vrijednost testa, ali ne i statistička signifikantnost odgovora.

Ujednačenost odgovora izdavatelja dionica i izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira primjetna je kod stavova o zahtjevnosti obveza izdavatelja nakon uvrštenja vrijednosnih papira i nelikvidnosti tržišta. Zahtjevne obveze izdavatelja nakon uvrštenja vrijednosnih papira i nelikvidnost tržišta ujedno su dobili najviše „slažem se“ odgovora ispitanika. Signifikantne razlike u stavovima između izdavatelja dionica i izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira postoje kod visokih izravnih troškova financijskog posredovanja, složenosti procedure emisije vrijednosnih papira, netransparentnog načina određivanja troškova emisije vrijednosnih papira, promjenjivosti zakonskog okvira i straha od transparentnijeg poslovanja. Pri tome su statistički najznačajnije razlike u odgovorima o izravnim troškovima financijskog posredovanja i promjenjivosti zakonskog okvira. Međutim kod obje tvrdnje primjetan je veliki broj „nemam stav“ odgovora, pri čemu udjel „nemam stav“ odgovora iznosi čak 45% kod izravnih troškova financijskog posredovanja (jednako kao i kod netransparentnog načina određivanja troškova emisije vrijednosnih papira). Iako se zakonski okvir vezano uz obveze izdavatelja vrijednosnih papira često mijenjao¹¹, to je potvrdilo samo 11 ispitanika, pa je moguće da sudionici ankete nisu zaduženi za praćenje regulatornih promjena vezanih uz tržište kapitala. Izdavatelji dužničkih vrijednosnih papira troškove financijskog posredovanja smatraju većim od izdavatelja dionica, dok izdavatelji dionica proceduru emisije, očekivano, smatraju složenom. Takvi odgovori su očekivani s obzirom da je procedura emisije dionica najsloženija u usporedbi s emisijama drugih vrijednosnih papira, i s obzirom da visina troškova financijskog posredovanja ovisi o reputaciji i transparentnosti izdavatelja.

Zanimljivo je da strah od transparentnijeg poslovanja nije prepreka izlasku u javnost izdavateljima dužničkih vrijednosnih papira, ali i da je 38% izdavatelja dionica reklo da o ovome pitanju nema stav. Tvrdnja o strahu od veće transparentnosti uslijed objave informacija ujedno jedini je neizravni trošak koji nije potvrđen u anketnom ispitivanju, jer nitko od ispitanika nije izjavio da se slaže s tvrdnjom da je veća transparentnost poslovanja prepreka emisiji vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala. Iako se na prvi pogled doima da je ovaj nalaz suprotan nalazima u literaturi, ipak valja imati na umu da su izdavatelji dužničkih vrijednosnih papira do izvjesne mjere već navikli na transparentnost poslovanja jer i oni moraju objavljivati informacije o svome poslovanju, iako u manjoj mjeri nego izdavatelji dionica.

Da bi se detaljnije utvrdilo je li riječ samo o percepciji ili o stvarnom iskustvu prikupljanja kapitala, za obilježja kod kojih su uočene značajne razlike u stavovi-

¹¹ Od 1995. godine do 2008. godine donesena su tri zakona o vrijednosnim papirima, nekoliko izmjena zakona, i brojni pravilnici nadzorne agencije. Uz to valja spomenuti i nekoliko verzija Pravila Zagrebačke burze, cjenika burze. HANFA-e i SKDD-a (nekadašnje Središnje depozitarne agencije).

ma izdavatelja uz vrstu izdavatelja kontrolirana je i varijabla prikupljanja kapitala. To je prvenstveno važno za izdavatelje dionica koji su zbog zakonskog propisa morali do sredine 2003. godine uvrstiti svoje dionice na tržište kapitala za razliku od izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira kod kojih je uvrštenje vrijednosnih papira na tržište bilo vezano uz prikupljanje kapitala. Rezultati analize prikazani su u tablici 4.

Tablica 4.

STAVOVI IZDAVATELJA O EKSTERNIM FAKTORIMA KOJI UTJEČU
 NA ODLUKU O EMISIJI VRIJEDNOSNIH PAPIRA, KONTROLIRANI ZA
 ISKUSTVO IZDAVATELJA U PRIKUPLJANJU KAPITALA

Stav	Iskustvo u prikupljanju kapitala	Broj odgovora	Srednja vrijednost odgovora	St. dev. odgovora	Pearsonov χ^2	ANOVA
Izravni troškovi financijskog posredovanja su visoki	Ne	44	1,25	1,400		
	Da	20	2,30	1,895	3,393	
	Ukupno	64	1,58	1,631	12,039**	6,165**
Troškovi emisije vrijednosnih papira određuju se na netransparentan način	Ne	44	1,18	1,419		
	Da	20	2,10	1,804	6,161	
	Ukupno	64	1,47	1,593	10,354*	4,845**
Obveze izdavatelja nakon uvrštenja vrijednosnih papira vrlo su zahtjevne	Ne	44	3,16	1,738		
	Da	20	3,05	1,761	2,604	
	Ukupno	64	3,13	1,732	1,853	0,054
Procedura emisije vrijednosnih papira je složena	Ne	44	1,45	1,635		
	Da	20	2,30	1,380	3,125	
	Ukupno	64	1,72	1,598	9,166*	4,033**
Uvrštene dionice mahom su nelikvidne	Ne	44	1,80	1,760		
	Da	20	2,80	1,673	4,747	
	Ukupno	64	2,11	1,783	7,706	4,616**
Strah od transparentnijeg poslovanja	Ne	44	0,84	0,861	7,706	
	Da	20	1,25	0,639	1,291	
	Ukupno	64	0,97	0,816	10,337**	3,599*
Zakonski okvir i odluke nadzorne agencije često se mijenjaju	Ne	44	1,66	1,311		
	Da	20	2,20	1,735	8,542	
	Ukupno	64	1,83	1,464	11,298**	1,903

*razina signifikantnosti 10%

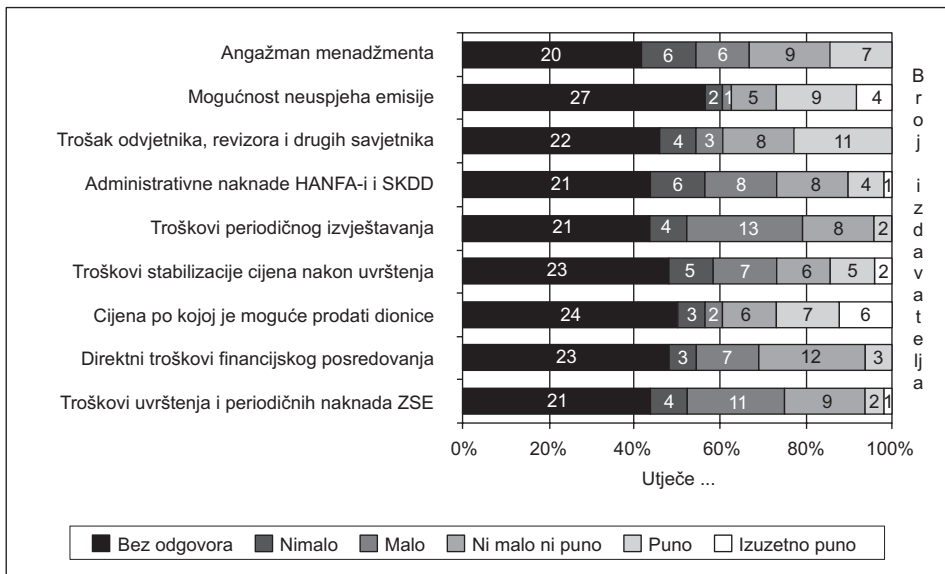
**razina signifikantnosti 5%

***razina signifikantnosti 1%

Izvor: Obradeni rezultati vlastite ankete.

Iz podataka navedenih u tablici 4. vidljivo je da su samo četiri izdavatelja dionica doista i prikupljala kapital na hrvatskom tržištu kapitala, te da gotovo 92% odgovora izdavatelja dionica formiraju stavovi onih izdavatelja koji na tržištu kapitala nisu prikupljali kapital nakon obveznog uvrštenja dionica. Takav podatak ujedno objašnjava i neodlučnost i nedostatak stavova o određenim tvrdnjama koje su iskazali sudionici ankete. Statistička signifikantnost odgovora ostaje ista kao i u slučaju kad nije kontrolirano prikupljanje kapitala, jer su samo četiri izdavatelja dionica naknadno prikupljala kapital na tržištu. Pojedinačno gledajući, najveću srednju vrijednost odgovora izdavatelja koji su prikupljali kapital emisijom vrijednosnih papira imaju obveze izdavatelja nakon uvrštenja vrijednosnih papira na tržište, potom nelikvidnost tržišta, a slijede izravni troškovi financijskog posredovanja, složenost procedure emisije i promjenjivost zakonskog okvira.

S obzirom da osobito izdavatelji dionica zaziru od emisije vrijednosnih papira, oni su detaljno pitani o utjecaju pojedinih troškova na odluku o emisiji dodatnih dionica. Njihovi odgovori prikazani su na grafu 1.



Izvor: Podaci prikupljeni anketom.

U dobivenim odgovorima opet je prevladavao „nemam stav“ odgovor i to kod najmanje 42% izdavatelja dionica u uzorku. To može značiti da financijski direktori izdavatelja dionica uopće ne razmišljaju o dodatnoj emisiji dionica, pa im slijedom toga troškovi emisije dionica nisu važni, ali i da oni nemaju ovlasti odlučiti o financiranju poduzeća mehanizmom tržišta kapitala. U prvom bi slučaju

dominantan razlog održavanja uvrštenja bio ili reputacijske prirode ili inercija u korištenju financijskih instrumenata koje bolje poznaju, a u drugom slučaju odluka većinskog vlasnika, odnosno skupštine dioničkog društva.

Financijske direktore izdavatelja koji bi eventualno razmišljali o emisiji dodatnih dionica više od mjerljivih troškova emisije dionica, muči mogućnost neuspjeha emisije i cijena po kojoj je moguće prodati dionice (27% odgovora), a slijede troškovi savjetovanja (23%). To ponovo upućuje na nelikvidnost tržišta, tim više što je samo 19% ispitanika u ovom uzorku izjavilo da su im financijska sredstva bankovnih kredita u poslovanju dostatna, dok njih 44% nije odgovorilo na ovo pitanje. 37,5% izdavatelja dionica ocjenjuje emisiju obveznica skupom, dok 42% izdavatelja dionica nema stav o troškovima emisije obveznica.

Da bi se odlučili za emisiju i uvrštenje vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala postojeći i potencijalni izdavatelji vrijednosnih papira moraju u tome osim troškova vidjeti i korist. Izdavatelji dionica su početkom 2010. godine, kada se očekivalo da će se tržište kapitala oporaviti i da posljedice krize financijskog i realnog sektora neće biti tako duboke, istaknuli da je učinak uvrštenja dionica za njihova poduzeća neutralan (63%), dok je samo 6% smatralo da je učinak uvrštenja dionica negativan. Iako se jedna trećina izjasnila pozitivno o učinku uvrštenja dionica, u ponovljenom anketiranju rezultat bi vjerojatno bio lošiji. Neke od bolji tržišta koje su istaknuli izdavatelji dionica bile su: „tvrtka ne osjeća nikakve efekte uvrštenja dionica na tržište kapitala“; „zbog uvrštenja po sili zakona dobili smo hrpu posla, a gotovo nikakvu korist“, „uvrštenje na tržište kapitala je zakonska obveza koja nije imala utjecaja na tekuće poslovanje poduzeća, niti u jednom segmentu“. S obzirom da uvrštenje dionica više nije obvezno kao u razdoblju od 2002.-2008. godine, izdavatelje više ništa ne sprječava da povuku svoje dionice s tržišta, što bi s jedne strane, ukoliko pojava bude masovna, bilo loše za dalji razvoj hrvatskog tržišta kapitala, dok bi s druge strane bilo dobro da na tržištu ostane manji broj izdavatelja koji na tržištu neće biti samo inercije radi.

Jedan od načina na koji regulator preventivno može djelovati na smanjenje mogućnosti neuspjeha emisija vrijednosnih papira je reguliranje potražnje za vrijednosnim papirima domaćih trgovačkih društava pažljivim propisivanjem limita ulaganja institucionalnim investitorima za vrijednosne papire domaćih trgovačkih društava. 36% izdavatelja afirmativno se izrazilo o regulatornom određenju potražnje za vrijednosnim papirima, a 33% izdavatelja nije imalo stav o ovome pitanju.

Upitani što bi regulator tržišta kapitala mogao napraviti da bi se stanje na tržištu kapitala poboljšalo, i izdavatelji dionica i izdavatelji dužničkih vrijednosnih papira su u anketi bez razlika istaknuli zaštitu investitora i učinkovitost pravosuđa (48% ili 31 odgovor - 23 o dosta pozitivnom i 8 odgovora o izuzetno pozitivnom utjecaju), te sankcioniranje nedopuštenih radnji na tržištu kapitala (69% ili 44 odgovora - 32 o dosta pozitivnom i 12 odgovora o izuzetno pozitivnom utjecaju). 9 od

16 izdavatelja u privatnosti slaže se da se nedopuštene radnje na hrvatskom tržištu kapitala ne sankcioniraju u dovoljnoj mjeri, dok ostali o tome imaju neutralan stav. Navedeni postotak odgovora sugerira regulatoru tržišta kapitala da ga izdavatelji vrijednosnih papira vide kao korektora ponašanja sudionika na tržištu, što je s obzirom na nerazvijenost tržišta vrlo pozitivno.

5. Zaključak

U ovome radu dan je pregled vrsta i visine troškova koje izdavatelji vrijednosnih papira mogu očekivati u slučaju prikupljanja kapitala na tržištu kapitala; pregled zakonske regulative EU primjenjiv na izdavatelje vrijednosnih papira u Hrvatskoj; uspoređeni su troškovi uvrštenja i kotiranja vrijednosnih papira u Hrvatskoj i odabranim europskim zemljama te su prezentirani rezultati anketnog istraživanja izdavatelja dionica i dužničkih vrijednosnih papira o troškovima emisije vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala.

Hrvatsko tržište kapitala danas je regulirano u skladu s europskom pravnom stečevinom. Ipak, ono je nelikvidno i kao takvo ne ispunjava ciljeve europske ekonomske politike o omogućavanju lakšeg pristupa kapitalu poduzećima, osobito poduzećima male i srednje veličine. Izdavatelji vrijednosnih papira, osobito izdavatelji dionica se, unatoč nedostatku financijskih sredstava, ne odlučuju na prikupljanje kapitala emisijom vrijednosnih papira. Problem emisija vrijednosnih papira je višedimenzionalan, no u ovome radu pokušao se sagledati utjecaj izravnih i neizravnih troškova emisije vrijednosnih papira na odluke izdavatelja o emisiji vrijednosnih papira. Glavnim izravnim troškovima emisije vrijednosnih papira smatraju se troškovi financijskog posredovanja, troškovi uvrštenja i održavanja uvrštenja (tzv. administrativni ili regulatorni troškovi) i troškovi periodičkog izvještavanja investitora o poslovanju. U neizravne troškove ubrojena je složenost emisije vrijednosnih papira, netransparentno određivanje troškova emisije, nelikvidnost tržišta, promjenjivost zakonskog okvira u posljednjih nekoliko godina i strah od transparentnijeg poslovanja.

Regulatorni troškovi izdavateljima vrijednosnih papira u Hrvatskoj obuhvaćaju naknade HANFA-i, Zagrebačkoj burzi i SKDD-u. Burzovni troškovi uvrštenja i održavanja uvrštenja su viši u usporedbi s burzama u regiji. Minimalne burzovne naknade kod uvrštenja dionica na službeno tržište kreću se od 35.000 kuna naviše. Tome treba dodati troškove financijskog posredovanja i ostalih savjetodavnih usluga, koji se u europskim zemljama kreću od 2,5% bruto prikupljenih sredstava naviše, te naknade HANFA-i i SKDD-u, koje zajedno prelaze 40.000 tisuća kuna. Godišnja naknada za održavanje uvrštenja dionica koju Zagrebačka

burza naplaćuje izdavateljima, ovisno o vrsti tržišta, iznosi od 16.000 kuna naviše, dok su mjesečne naknade SKDD-u od 5.000 kuna naviše.

Troškovi uvrštenja i održavanja uvrštenja vrijednosnih papira, po mišljenju izdavatelja dionica, nisu presudni faktor zbog kojeg se malo izdavatelja odlučuje na emisiju vrijednosnih papira u Hrvatskoj. Jednako tako, to nije ni veća transparentnost izdavatelja, mjerena obvezama izdavatelja za održavanje uvrštenja vrijednosnih papira. Ključno je doživljavaju li izdavatelji vrijednosnih papira uvrštenje vrijednosnih papira samo kao troškove ili i u tome vide i određene koristi.

Budući da harmonizacija hrvatskog regulatornog okvira s europskom regulacijom dosada nije doprinijela većim emisijama vrijednosnih papira s ciljem prikupljanja kapitala, na regulatoru i operateru tržišta kapitala je razmatranje dodatnih mjera koje bi tržište kapitala približile (potencijalnim) izdavateljima i investitorima. Nakon harmonizacije s propisima EU, mjere za poticanje razvitka tržišta kapitala morale bi se primarno usmjeriti jačem sankcioniranju nedopuštenih radnji na tržištu kapitala uključivo i ponašanja pojedinih izdavatelja, boljoj zaštiti investitora, pažljivim reguliranjem potražnje institucionalnih investitora za vrijednosnim papirima domaćih trgovačkih društava i smanjenju administrativnih naknada radi boljeg pozicioniranja tržišta u regiji. Iako je veća transparentnost poslovanja identificirana u literaturi kao jedan od glavnih razloga ostanka poduzeća u privatnosti, anketnim istraživanjem je potvrđeno da su izdavatelji navikli na veću transparentnost poslovanja i da je ne smatraju preprekom emisiji vrijednosnih papira. To ujedno znači da bi, u slučaju usvajanja izmjena Direktive o transparentnosti pažljivo trebalo odvagnuti treba li se i na koji način ukinuti obveza kvartalnog izvještavanja izdavateljima, jer investitori vole transparentna tržišta. Na hrvatskom tržištu kapitala postoji opasnost da bi primjena ovakve odredbe mogla produbiti ionako veliku nelikvidnost tržišta. S obzirom da uvrštenje vrijednosnih papira više nije obvezno, regulator tržišta kapitala bi prije donošenja odluka pažljivo trebao analizirati njihov utjecaj na ponudu i potražnju vrijednosnih papira, kako bi oni izdavatelji koji to žele mogli koristiti tržište kapitala za prikupljanje sredstava emisijama vrijednosnih papira.

BIBLIOGRAFIJA

- Bancel, F., Mittoo, U. R. (2009.). «Why do European firms go public», *European Financial Management*, (15), 4: 844-884.
- Brau, J. C., Fawcett, S. E. (2006.). «Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice», *The Journal of Finance*, (61), 1: 399- 435.
- Brennan, B. et al. (2007.). «Selecting a Securities Exchange: NYSE, NASDAQ and Key European Exchange Listing Requirements for Equities», Latham & Watkins.

- Burton, B., Helliard, C., Power, D. (2006.). «Practitioners' Perspectives on the IPO Process and the Perils of Flotation», *The European Journal of Finance*, (12), 8: 671-692.
- Christensen, H., Hail, L., Leuz, C. (2011.). «Capital-Market Effects of Securities Regulation: Hysteresis, Implementation, and Enforcement», working paper, No. 12-04, The University of Chicago Booth School of Business.
- Eckbo, B. E., Masulis R. W., Norli, O. (2005). «Security Offerings: A Survey». Tuck School of Business Working Paper No. 2005-28 163 p.<http://ssrn.com/abstract=863664>.
- García-Pérez-de-Lema, D., Duréndez, A., Mariño, T., (2011.). «A Strategic Decision for growth, financing and survival of small and medium family business: Going Public in an Alternative Stock Market (MAB)», *Economics and Finance Review* (1), 8: 31–42.
- Geddes, R. (2003.). *IPOs and Equity Offerings*. Oxford: ButterWorth-Heinemann.
- Grubišić, M. (2011.). *Financiranje poduzeća na hrvatskom tržištu kapitala*, doktorska disertacija, Zagreb, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, 368 str.
- Henderson, B. J., Jegadeesh N., Weisbach, M. S. (2006.). «World markets for raising new capital», *Journal of Financial Economics*, 82: 63-101.
- Hrešić, M., Radovanić, D. (2009.). «New Capital Market Act in Croatia – Harmonization with EU Regulatory Environment for Investment Services», <http://oliver.efri.hr/~euconf/2009/docs/session10/3%20Hresic%20Radovanic.pdf>.
- Hrvatska narodna banka, Bilten o bankama, broj 21, godina X, prosinac 2010.
- International Finance Corporation. (2008.). «The EU Approach to Corporate Governance», http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/f515ff804af4fc7da869b9b94e6f4d75/IFC_EUApproach_Final.pdf?MOD=AJPERES.
- Kaserer, C., Schiereck, D. (2007.). «Going Public and Being Public – A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital», http://xetra.com/xetra/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/30_studies/dbag-studie_coc.pdf.
- Ljungqvist, A. (2008.). «IPO underpricing». In Espen B. Eckbo (ed), *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, North-Holland Elsevier.
- Meoli, M., Migliorati, K., Paleari, S., Vismara, S. (2012.). «The Cost of Going Public: European Perspective», *International Journal of Economics and Management Engineering*, (2), 2: 63-72.
- Pistor, K., Raiser, M., Gelfer, S. (2000.). «Law and finance in transition economies», *Economics of Transition*, (8), 2: 325-368.

- Schweitzer, G., Khmelevskih, V. (2012.). «Comparing Global Stock Exchanges, Stock market listing standards and fees», Ernst &Young, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Comparing-global-stock-exchanges-eng-2012/\\$FILE/Comparing-global-stock-exchanges-eng-2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Comparing-global-stock-exchanges-eng-2012/$FILE/Comparing-global-stock-exchanges-eng-2012.pdf).
- Slot, R., Winterfeldt, D., (2012.). «The CMS Guide to Equity Markets in Europe».
2nd ed.
- Torstila, S. (2001.). «What Determines IPO Gross Spreads in Europe?», *European Financial Management*, (7), 4: 523-541.
- Vismara, S., Paleari, S., Ritter, J.R. (2012.). «Europe's Second Markets for Small Companies», *European Financial Management*, (18), 3: 352-388.

Regulacija:

- Cjenik burzovnih usluga, pročišćeni neslužbeni tekst, Zagrebačka burza, <http://www.zse.hr/UserDocsImages/legal/Cjenik%20-%20procisceni%20nesluzbeni%20tekst%20-%20odobren%2015.11.2012%20-%20hrvatska%20verzija.pdf>.
- Cjenik Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d.d., pročišćeni tekst, u primjeni od 21.04. 2012. godine, <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:43:1704907520966301::NO::>
- Commission Delegated Regulation (EU) No 486/2012 of 30 March 2012 amending Regulation (EC) No 809/2004 as regards the format and the content of the prospectus, the base prospectus, the summary and the final terms and as regards the disclosure requirements, Official Journal of the European Union, 09.06.2012., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:150:0001:0065:EN:PDF>.
- Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions, Official Journal of the European Union, 30.4.2004., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:162:0070:0075:EN:PDF>.
- Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements, Official Journal of the European Union, 30.04.2004., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:162:0070:0075:EN:PDF>.

eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:149:0001:0126:EN:PDF.

Commission Staff Working Paper Executive Summary of the Impact Assessment, SEC(2011) 1280 final, European Commission, Brussels, 25.10.2011., (accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC), http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-impact-assessment-summary_en.pdf.

Communication of the Commission, COM(1999)232, Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf.

Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing, Official Journal L 066 , 16/03/1979, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31979L0279:EN:HTML>.

Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, Official Journal of the European Communities, 6.7.2001, http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_01_34.PDF.

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Official Journal of the European Union, 12.4.2003., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:en:PDF>.

Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, Official Journal of the European Union, 31.12.2004., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:EN:PDF>.

Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings, Official Journal of the ESME report on

MiFID and admission of securities to official stock exchange listing, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/05122007_mifid_report_en.pdf

Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, Official Journal of the European Union L 184, 14.7.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>

Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 november 2010 amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Official Journal of the European Union, L 327, 11.12.2010., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:327:0001:0012:EN:PDF>.

European Union, 16.08.2006., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:224:0001:0007:EN:PDF>.

More responsible businesses can foster more growth for Europe, 2011, European Commission, press release 25.10.2011., IP/11/1238, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1238_en.htm?locale=en.

Pravilnik o vrsti i visini naknada i administrativnih pristojbi Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, 8. prosinca 2011., <http://www.hanfa.hr/uploads/naknade/1-PRAVILNIK%201.PDF>, stranici pristupljeno 3. prosinca 2012. godine.

Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC, COM(2011) 683 final; 2011/0307 (COD), European Commission, Brussels, 25.10.2011, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf.

Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards, Official Journal of the European Communities, 11.9.2002, http://www.esma.europa.eu/system/files/Reg_1606_02.pdf.

Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, Narodne novine, broj 107/1995.

Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, broj 88/2008.

Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Narodne novine, broj 84/2002.; 138/2006.

THE COSTS OF CORPORATE SECURITIES' ISSUERS IN THE CROATIAN CAPITAL MARKET

Summary

The development of the Croatian capital market has been dominantly regulatory determined, with strong influence of the Croatian legislation harmonization with the EU *acquis*. Unlike gradual regulatory changes in many developed countries, Croatia was faced with regulatory convergence in the field of capital market in only several years. The securities' issuances in the Croatian capital market that result in raising funds are very rare, regardless of the fact that the regulation is adapted to raising funds on the European market.

Although the motives of securities' issuance are multidimensional, this paper analyses the influence of the costs of issuance on issuers' decisions to raise capital by securities' issuance. The starting hypothesis is that the costs of securities' issuance are high. To check whether it is true, the attitudes of shares' and debt securities' issuers on direct and indirect costs of securities' issuance are analysed in this paper.

Research results show that the market admission costs as well as the costs of securities' listing maintenance are higher in Croatia than in the region; the issuers do not regard greater transparency of doing business as an obstacle for securities' issuance while the regulatory mechanism can and should be targeted to market illiquidity decrease.

Key words: costs of securities' issuance, non-financial sector, Croatian capital market, regulatory harmonization