



Institut za
javne financije

Smičiklasova 21 | Zagreb

www.ijf.hr | ured@ijf.hr

T: 01/4886-444 | F: 01/4819-365

ODABRANI PRIJEVODI BR. 42

2016.

ISSN 1847-7445

citirati: Milevoj, M., 2016. Financial transactions taxation in the European Union and Croatia. *Financial Theory and Practice*, 40 (3), str. 319-336. Dostupno na: <<http://www.fintp.hr/upload/files-/ftp/2016/3/milevoj.pdf>>.

Svi *Odabrani prijevodi* dostupni su na:
<http://www.ijf.hr/hr/publikacije/casopisi/12/odabrani-prijevodi/111/>

POREZ NA FINACIJSKE TRANSAKCIJE U EUROPSKOJ UNIJI I HRVATSKOJ

MAG. OEC. MASSIMO MILEVOJ*

PREGLEDNI ČLANAK**

JEL: H21, E61

SAŽETAK

Rad nudi sustavni prikaz saznanja o porezu na financijske transakcije, njegovoj praktičnoj primjeni u zemljama Europske unije (EU) i svijeta te njegovim učincima na financijskim tržištima. Poseban je naglasak na perspektivi oporezivanja financijskih transakcija u EU te mogućnostima i ograničenjima u Hrvatskoj. Rezultati analize pokazuju sklonost zemalja oporezivanju financijskih transakcija posebice zbog činjenice što se špekulacijama na financijskim tržištima prije dolaska krize omogućilo ostvarivanje visokih ekonomskih renti, dok su u razdoblju krize pogrešne špekulacije bile honorirane izdašnim državnim potporama zbog bojazni od narušavanja stabilnosti financijskog sektora. Analiza mogućnosti oporezivanja hrvatskog tržišta kapitala prema predloženom europskom modelu ukazuje da bi bilo opravdano priključenje Hrvatske u zajednički postupak oporezivanja, premda bi prihodi od tog oporezivanja bili relativno mali.

Ključne riječi: porez na financijske transakcije, oporezivanje tržišta kapitala u EU i Hrvatskoj

* Autor zahvaljuje prof. Heleni Blažić i anonimnim recenzentima na vrlo korisnim komentarima i sugestijama.

** Primljeno: 5. srpnja 2016.

Prihvaćeno: 2. kolovoza 2016.

Massimo MILEVOJ

e-mail: massimo789@gmail.com

1. UVOD

Svjetsko se financijsko tržište snažno razvijalo u protekla dva desetljeća prije izbijanja ekonomske krize. Vrijednost financijskih transakcija na globalnoj razini 1995. premašila je više od dvadeset puta, a 2007. čak sedamdeset puta svjetski BDP u tim godinama (Europski parlament, 2010.). Financijska su tržišta, stoga, značajan porezni izvor, pa mnoge države primjenjuju različite oblike oporezivanja financijskih transakcija.

Vođe zemalja G-20 predložile su 2009. MMF-u da ispita načine po kojima će financijski sektor pravednije doprinosti javnim financijama. Kao odgovor na to MMF je 2010. predložio dva pristupa. Prvi se temeljio na namjenskim davanjima koja bi financijske institucije plaćale u zajednički fond, a čija bi se sredstva koristila za sanaciju posrnutih financijskih institucija čime bi se nastojalo spriječiti buduće krize u financijskom sektoru. Drugi je prijedlog obuhvaćao mogućnosti oporezivanja aktivnosti financijskog sektora na općoj razini, odnosno uvođenje poreza na financijske transakcije (FTT, eng. *Financial Transaction Tax*) i poreza na financijske aktivnosti (FAT, eng. *Financial Activities Tax*). Premda dogovor na razini zemalja G-20 još nije postignut neke su zemlje počele strože oporezivati financijski sektor (MMF, 2010.).

Četrdeset država primjenjivalo je u 2011. neki oblik poreza na financijske transakcije i to najčešće na unilateralnoj osnovi uz mnogo specifičnosti u obliku i načinu oporezivanja. Usprkos toj činjenici relativni prihod od tog poreza je vrlo nizak te jedva dostiže 0,5% BDP-a pojedine zemlje. U posljednjih dvadesetak godina prije gospodarske krize značaj tog oblika oporezivanja se smanjivao jer su države nastojale smanjiti trošak kapitala kako bi poboljšale konkurentnost domaćeg financijskog tržišta (Matheson, 2011.).

U narednom dijelu rada iznose se teoretska saznanja o porezu na financijske transakcije, istražuju pojedini utjecaji na tržište (volatilnost, likvidnost, trošak kapitala, volumen, efikasnost), ispituje se utjecaj na porezne prihode te utvrđuje porezna incidencija. Treći dio odnosi se na europski sustav oporezivanja financijskih transakcija. Četvrti dio obuhvaća perspektive oporezivanja financijskih transakcija u Hrvatskoj s osvrtom na proračunske mogućnosti.

2. UTJECAJI UVOĐENJA POREZA NA FINACIJSKE TRANSAKCIJE

Oblik uplitanja države u tržišna kretanja putem oporezivanja uvijek ima određene implikacije. Zagovornici uvođenja poreza na financijske transakcije smatraju kako on može unaprijediti tržišna kretanja, poticati razvoj gospodarskih odnosa te smanjiti špekulativna trgovanja dok protivnici vide korist od uvođenja poreza isključivo putem povećanja likvidnosti.

UTJECAJ NA VOLUMEN TRGOVANJA

Empirijske studije pokazuju da veći transakcijski troškovi smanjuju volumen trgovanja, a intenzitet ovisi o elastičnosti tržišta. Neke studije izračunavaju elastičnost isključivo na osnovu promjene porezne stope, druge u osnovu uzimaju kupovno-prodajnu razliku, a najtočnije uzimaju u obzir ukupne transakcijske troškove. Ukoliko se elastičnost volumena trgovanja izračunava na osnovu neke od komponenti ukupnih transakcijskih troškova (promjene u poreznoj stopi, *bid-ask spreada*) elastičnost s obzirom na ukupne troškove će biti veća (Matheson, 2011:16).

Elastičnost volumena trgovanja s obzirom na transakcijske troškove ovisi o razdoblju promatranja. Tako u Ujedinjenom Kraljevstvu kratkoročna elastičnost iznosi -0,5, dok je dugoročna -1,7

(Jackson i O'Donnell, 1985.). Za Švedsku Lindgren i Westlund (1990.) utvrđuju elastičnost volumena trgovanja s obzirom na ukupne transakcijske troškove u rasponu između -0,85 i -1,35.

Kod financijskih tržišta s fiksnim prinosom istraživanja upućuju na mnogo intenzivniju reakciju tržišta na oporezivanje. Uvođenjem 0,2 do 3 bazna boda poreza na trgovanje obveznicama u Švedskoj dovelo je do značajnog smanjenja volumena trgovanja. Trgovanje dugoročnim obveznicama za koje postoji veći broj neoporezivih supstituta smanjeno je za 85% prilikom objave oporezivanja. Trgovanje kratkoročnim dužničkim instrumentima smanjeno je oko 20% (Froot i Campbell, 1994.).

Elastičnost volumena trgovanja na deviznim tržištima općenito s obzirom na transakcijske troškove procjenjuje se na -0,4. Ova negativna elastičnost odražava široku multilateralnu bazu oporezivanja koja smanjuje mogućnosti porezne evazije (Schmidt, 2007.).

UTJECAJ NA VOLATILNOST

Summers i Summers (1989.) su promatrali utjecaj na volatilnost cijena i utvrdili pozitivne utjecaje na suzbijanje nestabilnosti uzrokovanih špekulativnim trgovanjima zbog manjeg preusmjeravanja sredstava u financijski sektor.

Empirijska istraživanja pak potvrđuju mnogo kompleksniju vezu između uvođenja poreza i pojave kratkoročne volatilnosti cijena. Medhavan, Richardson i Roomans (1997.) tvrde kako se volatilnost cijena može objasniti pomoću četiri varijable: javnih informacija, privatnih informacija, transakcijskih troškova te tržišnih frikcija. Utjecaj javnih informacija na volatilnost može se kretati između 35 i 46%, privatnih između 26 i 31%, transakcijskih troškova između 22 i 35%, a tržišnih frikcija između 1 i 4% (Medhavan, Richardson i Roomans, 1997.).

Matheson (2011:20) razlikuje dugoročnu i kratkoročnu volatilnost cijena. Pod kratkoročnom podrazumijeva kratkoročne tržišne fluktuacije u cijenama imovine koje ne odstupaju značajno od njihove suštinske vrijednosti. Dugoročna i kratkoročna volatilnost ne moraju biti nužno međusobno korelirane.

Proučavajući vezu između kratkoročne volatilnost cijena i transakcijskih troškova u 23 države Roll (1989.) ne pronalazi uzročno-posljedičnu vezu. Baltagi, Li i Li (2006.) također ne nalaze značajan utjecaj oporezivanja na volatilnost cijena. Deregulacija američkog tržišta dionica smanjila je transakcijske troškove i volatilnost cijena (Jones i Seguin, 1997.). Franch i Roll (1986.) pokazuju kako sam proces trgovanja uzrokuje kratkoročnu volatilnost, a oporezivanje transakcija smanjujući broj trgovanja može smanjiti volatilnost cijena. Habermeier i Kirilenko (2001.) ustanovili su kako porez povećava volatilnost cijena te istovremeno smanjuje volumen trgovanja na financijskim tržištima.

Budući da porez jednako djeluje na informirane ulagače koji smanjuju tržišnu volatilnost korigirajući vrijednost imovine prema njezinoj stvarnoj vrijednosti i neinformirane (špekulativne) ulagače koji povećavaju volatilnost cijena neto učinak oporezivanja na volatilnost ovisi o mikrostrukturi pojedinog tržišta (De Long i sur., 1989.).

UTJECAJ NA LIKVIDNOST

Očuvanje likvidnosti tržišta primarna je zadaća svih regulatora financijskih tržišta. Matheson (2011.) naglašava da porez na financijske transakcije smanjuje volumen trgovanja, što može

smanjiti likvidnost i volatilnost. Dakle, utjecaji likvidnosti i volatilnosti međusobno su komplementarni.

Premda Oxera (2007.) tvrdi da je uvođenje britanskog poreza na pečate (eng. *stamp duty*) imalo negativne posljedice na likvidnost, Ujedinjeno Kraljevstvo ne razmatra narušavanje ovakvog oblika oporezivanja poglavito iz povijesnih razloga. Britanski *stamp duty* bio je prvi porez na financijske transakcije i ujedno je najstariji oblik oporezivanja u Ujedinjenom Kraljevstvu koji se još uvijek primjenjuje (Dieter, 2003.). Studija provedena na azijskim tržištima ukazuje da porez na financijske transakcije može smanjiti likvidnost uslijed smanjenja broja financijskih transakcija (Zhang, 2001.).

Nametanje poreza na burzovne transakcije može različito utjecati na likvidnost na tržištima s asimetričnim informacijama. Subrahmanyam (1998.) tvrdi da se oporezivanjem transakcija smanjuje likvidnost na oligopolskim tržištima, ali ne i na monopolskim, gdje se likvidnost može i povećati ukoliko monopolist – *market maker* – ima informacije za koje su ostali trgovci uskraćeni, jer oporezivanje smanjuje asimetriju informacija na tržištu.

Porezna stopa mora biti postavljena na dovoljno niskoj razini da ne narušava tržište, a da istovremeno osigura dovoljne porezne prihode.

UTJECAJ NA VRIJEDNOST DIONICA I TROŠAK KAPITALA

Teoretski modeli potvrđuju da viši transakcijski troškovi, uključujući i troškove oporezivanja, mogu dovesti do smanjenja vrijednosti dionica (Kupiec, 1996.). Investitori moraju snositi veći trošak pri kupnji dionica, pa će zahtijevati i veće prinose, što će utjecati na smanjenje cijena dionica.

Veći transakcijski troškovi dovode do povećanja troškova kapitala društava čijim se dionicama trguje. Premija na likvidnost dionica također može biti značajan čimbenik utjecaja na vrednovanje. Block (2007.) ukazuje da zadržane dionice kompanija kojima se ne trguje vrijede 20 do 25% manje od usporedivih. Veći transakcijski troškovi, stoga povećavaju troškove kapitala kompanija koje izdaju oporezive vrijednosnice.

Izvjesno je kako će zbog oporezivanja investitori biti spremni duže držati dionice i manje trgovati što može umanjiti njihovu likvidnost. Smanjena likvidnost pak smanjuje porezne prihode, otežava mogućnost prodaje financijskog instrumenta te konačno smanjuje vrijednost same dionice.

Što se tiče utjecaja oporezivanja na trošak kapitala Schwert i Seguin (1993.) procjenjuju da bi nametanjem 0,5% poreza na promet vrijednosnim papirima (STT, eng. *Securities Transaction Tax*) u SAD-u došlo do povećanja troškova kapitala između 0,1 i 1,8 postotnih bodova. Oxera (2007.) procjenjuje da bi napuštanje poreza na pečate u Ujedinjenom Kraljevstvu dovelo do povećanja cijena dionica za 7,2% i smanjenja troškova kapitala između 0,66 i 0,8 postotnih bodova.

UTJECAJ NA TRŽIŠNU EFIKASNOST

Na efikasnom tržištu cijene imovine odmah odražavaju sve raspoložive informacije. Dolaskom nove informacije na efikasno tržište investitori usklađuju imovinu sukladno novopristigloj informaciji što dovodi do promjena cijena. Ukoliko nema transakcijskih troškova usklađenje se može zbivati neprestano pri čemu se istovremeno uklanjaju razlike u cijenama. Kako FTT za investitora predstavlja transakcijski trošak, usklađivanje cijena se usporava odnosno potrebno je

duže razdoblje da se pristigle informacije u potpunosti odraze na cijene. Na taj način oporezivanje financijskih transakcija može smanjiti efikasnost tržišta (Habermeier i Kirilenko, 2001.).

Ukoliko se oporezivanje promatra sa stajališta utjecaja na efikasnost tržišta može se zaključiti kako smanjeni transakcijski troškovi pogoduju kratkoročnom trgovanju vrijednosnicama i financijskim derivatima. Mnoga kratkoročna trgovanja špekulativne su prirode bazirana uglavnom na tehničkoj analizi te stoga dovode do povećanja volatilnosti cijena i pojave tzv. špekulativnih mjehurića. Povećanjem transakcijskih troškova smanjuje se broj kratkoročnih trgovanja što smanjuje volatilnost i mogućnost utjecaja na pogrešno vrednovanje vrijednosnica.

UTJECAJ NA POREZNE PRIHODE

Jedan od glavnih razloga uvođenja FTT-a jest povećanje poreznih prihoda koji će ovisiti o tri parametra: poreznoj stopi, obujmu trgovanja ponderiranom prosječnom razinom cijena te broju realiziranih transakcija. Povećanjem porezne stope povećavaju se porezni prihodi, no istovremeno se smanjuje broj realiziranih transakcija i volumen trgovanja pa konačni utjecaj na porezne prihode ovisi o elastičnosti tržišta na povećane transakcijske troškove.

Kako bi smanjili porezni teret investitori će nastojati smanjiti trgovanje kratkoročnim vrijednosnim papirima i usmjeriti se na dugoročne vrijednosnice ili na inozemna tržišta kapitala s nižim poreznim teretom. U drugom slučaju neće se smanjiti špekulativna trgovanja već će se ona preusmjeriti na konkurentna tržišta s nižim transakcijskim troškovima, uz istovremeni gubitak poreznih prihoda. Schwert i Seguin (1993.) tvrde kako se elastičnost volumena trgovanja s obzirom na transakcijske troškove kreće od -0,25 do -1,35 jer se povećanjem poreza smanjuje volumen trgovanja koji posljedično utječe na smanjenje poreznih prihoda.

Usporedno s direktnim utjecajima na porezne prihode Umlauf (1993.) naglašava kako se uvođenjem FTT-a smanjuje prihod od poreza na kapitalnu dobit.

POREZNA INCIDENCIJA

Najveći dio tereta oporezivanja preuzimaju vlasnici vrijednosnica, pa kako je pretežito riječ o pojedincima s visokim dohotkom oporezivanje može imati progresivan učinak (Matheson, 2011.).

U dugom roku, tržište će nastojati izjednačiti stopu prinosa od kapitala na oporezivim i neoporezivim tržištima. Zbog porasta troškova kapitala kompanije će poslovanje nastojati financirati neoporezivim izvorima. Zbog manje ponude oporezivih supstituta i veće potražnje za neoporezivim financiranjem smanjit će se prinosi oporezivih izvora financiranja i povećati prinosi neoporezivih, dok se prinosi međusobno ne izjednače. Koliko će ukupne investicije pasti zbog porasta troškova kapitala ovisit će o elastičnosti ponude i potražnje. U maloj otvorenoj ekonomiji povrat na kapital ovisi o međunarodnim tržišnim kretanjima, pa će kapital odlaziti iz zemlje sve dok se prinos nakon oporezivanja ne izjednači s prinosom na svjetskom tržištu. U dugom roku, stoga, vlasnici kapitala neće u potpunosti snositi teret oporezivanja. Kako ponuda kapitala nije savršeno elastična u tržišnim uvjetima smanjit će se prinosi na kapital. Konačni porezni teret stoga će vlasnici kapitala i radnici međusobno podijeliti sukladno elastičnosti ponude i potražnje za kapitalom (Matheson, 2011.).

Može se zaključiti kako oporezivanje transakcija vrijednosnim papirima smanjuje volumen trgovanja, a smanjenje ovisi o poreznoj stopi, specifičnostima pojedinog tržišta, vrsti vrijednosnih

papira, postojanju neoporezivih supstituta te oporezivanju na konkurentskim tržištima kapitala. Utjecaji volatilnosti i likvidnosti međusobno su komplementarni, a učinak oporezivanja ovisi o mikrostrukturi pojedinog tržišta. Oporezivanje može umanjiti vrijednost dionica i povećati trošak kapitala. Dakle, učinak oporezivanja na efikasnost tržišta je dvojak. S jedne strane oporezivanje povećava transakcijske troškove i na taj način usporava usklađivanje cijena vrijednosnica vršeći pritisak na smanjenje efikasnosti tržišta, dok s druge strane smanjujući špekulativna trgovanja može povećati tržišnu efikasnost. Smanjeni volumen trgovanja zbog smanjene dobiti investitora utječe i na smanjenje prihoda od oporezivanja kapitalne dobiti.

3. ZAJEDNIČKI POREZ NA FINACIJSKE TRANSAKCIJE U EUROPSKOJ UNIJI

Prema Europskoj komisiji (2012.) potpore zemalja članica financijskom sektoru između listopada 2008. i 31. prosinca 2011. iznosile su 1,6 trilijuna eura, odnosno oko 13% europskog BDP-a. Preko 60% navedenog iznosa odnosi se na državna jamstva bankama.

Europska komisija (2013c) procjenjuje da izravne dobrobiti od podoporezivanja financijskog sektora na godišnjoj razini iznose oko 18 milijardi EUR (ponajprije u okviru PDV-a).

Zajednički FTT trebao bi harmonizirati indirektno oporezivanje financijskog sektora, neophodno za kvalitetno funkcioniranje unutarnjeg tržišta, spriječiti štetnu poreznu konkurenciju u trgovanju financijskim instrumentima unutar EU-a, te osigurati da financijski sektor pravednije doprinosi javnim financijama.

Bitan razlog uvođenja zajedničkog FTT-a svakako je pokušaj sprječavanja sumnjivih i špekulativnih transakcija i osiguravanje porezne neutralnosti između zemalja doprinoseći time i zaštiti od porezne evazije.

3.1. TEMELJNE ODREDNICE ZAJEDNIČKOG OPOREZIVANJA FINACIJSKIH TRANSAKCIJA U EUROPSKOJ UNIJI

Zajednički FTT značajno bi doprinosio uvjetima trgovanja financijskim instrumentima unutar EU-a. Predviđa se oporezivanje svih financijskih institucija koje trguju osnovnim ili derivatnim financijskim instrumentima, čak i izvan organiziranih tržišta. Transakcije izvornim instrumentima oporezivale bi se po minimalnoj stopi od 0,1% na iznos transakcije, a transakcije derivatnim instrumentima po minimalnoj stopi od 0,01% na nominalnu vrijednost derivatnog ugovora. Osnovicom oporezivanja smatra se nominalni iznos sklopljenog posla. Kako bi se omogućila harmonizacija primjene FTT-a ostali oblici oporezivanja financijskih transakcija ne bi bili dopušteni. Međutim, zemlje bi mogle odrediti vlastite stope i više od minimalnih čime bi mogle osigurati dodatne izvore prihoda. Dakle, oporezivale bi se isključivo transakcije između financijskih institucija sudjelujućih zemalja. Prijedlog se temelji na trostrukom "A" pristupu (*triple "A" approach*) što podrazumijeva obuhvat svih tržišta (*All markets*), svih instrumenata (*All instruments*) te svih sudionika (*All actors*).

Sukladno Europskoj komisiji (2013b) financijskim institucijama smatrale bi se: investicijske kompanije, organizirana tržišta, kreditne institucije, društva za osiguranje i reosiguranje, investicijski fondovi i društva za upravljanje investicijskim fondovima, mirovinski fondovi i društva za upravljanje mirovinskim fondovima, holding kompanije, *leasing* društva, društva posebne namjene, te ostale institucije definirane zakonom. Pored navedenih, ostala društva koje

budu poduzimala određene financijske aktivnosti koje premašuju 50% njihovog godišnjeg prihoda bile bi smatrane financijskim institucijama.

FTT je primarno usmjeren na oporezivanje financijskih transakcija koje provode financijske institucije, bilo za svoj račun ili za račun neke druge osobe. Transakcije Europske središnje banke (ECB, eng. *European Central Bank*), središnjih banaka zemalja članica EU-a, kao i nadležnih tijela za održavanje stabilnosti financijskog sustava poput Europskog sustava za financijsku stabilnost (eng. *European Financial Stability Facility*) te Europskog stabilizacijskog mehanizma (eng. *European Stability Mechanism*) ne bi bile predmetom oporezivanja.

Standardne financijske transakcije građana i poduzeća (deponiranje sredstava, podizanje kredita, razni oblici plaćanja) ne bi bili predmetom oporezivanja. Time se želi zaštititi realni sektor od dodatnih poreznih opterećenja. Međutim, ukoliko građani ili poslovni subjekti budu poduzimali određena trgovanja vrijednosnicama ili sklapali derivatne ugovore posredstvom financijske institucije podlijezat će FTT-u. Fizičke osobe i poslovni subjekti realnog sektora ne bi se smatrali obveznicima plaćanja FTT-a, međutim mogli bi snositi ekonomski teret oporezivanja.

Premda bi oporezivanje zaobišlo primarna tržišta kapitala, upitne su implikacije na samo primarno tržište. Hoće li gospodarstvo i dalje biti spremno financirati vlastito poslovanje primarnom emisijom?

Primjena FTT-a ne bi bila ograničena na trgovanja na organiziranim tržištima, već bi obuhvaćala i tzv. *over-the-counter* (izvanburzovna) tržišta što dovodi do povećanja porezne osnovice. Naime, transakcije većih iznosa zbog blažih regulatornih zahtjeva i nižih troškova obično se obavljaju izvan organiziranog tržišta. Oporezivi bi također bili repo poslovi i obrnuti repo poslovi no samo u okviru prve razmjene instrumenta. Povratna transakcija ne bi bila predmetom oporezivanja (Europska komisija, 2013b).

Prema aktualnom prijedlogu Europske komisije (2013b) strukturirani proizvodi eksplicitno podliježu FTT-u. Obveza kod trgovanja derivatima utvrđivala bi se u trenutku sklapanja derivatnog ugovora te kupoprodaje, transfera ili zamjene derivatnih ugovora ne uzimajući u obzir novčani tok odnosno samo izvršenje ugovorenih obveza. Ukoliko je realizirana dodatno bi se oporezivala i transakcija izvornim financijskim instrumentom. Potrebno je uzeti u obzir da promptne (*spot*) transakcije na tržištu novca ne podliježu FTT-u.

Derivatni ugovori koji se odnose na robna (*commodities*) trgovanja (najčešće zlato, srebro, plemenite metale ili naftu) bez realne robne razmjene podlijezali bi plaćanju FTT-a jer su najčešće špekulativna ili usmjerena na zaštitu imovine bez stvarne namjere da fizička imovina bude razmijenjena (Europska komisija, 2013b).

Investicijski i mirovinski fondovi bili bi obveznici FTT-a pri financijskim transakcijama u upravljanju imovinom fonda, no ne i prilikom vlastite emisije vrijednosnih papira (emisije potvrda o kupnji i otkupu udjela). Dakle, investicijski i mirovinski fondovi bili bi obveznici FTT-a u djelokrugu aktivnog trgovanja.

Sprječavanje porezne evazije, tržišnih poremećaja i preusmjeravanja transakcija u povoljnije režime oporezivanja planira se postići kombinacijom načela rezidentnosti kao temeljnog načela oporezivanja s elementima načela zemlje izvora. Takav režim otežava obveznicima realokaciju mjesta stalne poslovne aktivnosti čime se sprječava porezna evazija.

Financijska institucija koja poduzima oporezive financijske transakcije oporezivala bi se u zemlji rezidentnosti, bez obzira na mjesto obavljanja same transakcije. Ukoliko bi različite financijske institucije koje imaju mjesto rezidentnosti u različitim zemljama članicama međusobno poduzimale financijske transakcije, svaka od zemalja članica imala bi pravo na ustezanje poreza svom rezidentu shodno utvrđenoj poreznoj stopi. Dakle, Europska komisija predlaže oporezivanje obje sudionice transakcije što većina zemalja uglavnom ne primjenjuje.

Prema prijedlogu Europske komisije (2013b) FTT može naštetiti financijskim institucijama, jer će oporezivanje umanjiti njihovu konkurentnost na međunarodnom tržištu.

Kod trgovanja vrijednosnim papirima koje obavljaju nerezidenti izvan jurisdikcije FTT-a, a izdani su u zemlji primjene FTT-a, već spomenuto načelo rezidentnosti nadopunjuje se načelom zemlje izvora. Naime, vrijednosni papiri koji su izdani u zemlji primjene FTT-a podliježali bi plaćanju tog poreza u zemlji izvora bez obzira gdje se obavlja sama transakcija. Dakle, ukoliko strane u transakciji ne podliježu plaćanju FTT-a po načelu rezidentnosti, samo trgovanje vrijednosnim papirima izdanim u zemlji primjene FTT-a bilo bi oporezivo. Strane koje trguju takvim vrijednosnim papirom smatrale bi se poreznim obveznikom u zemlji izdavanja, osim ako dokažu da nema nikakvog međusobnog odnosa između ekonomske srži predmetne financijske transakcije i teritorija zemalja koje primjenjuju FTT (Europska komisija, 2013b).

Ovakva odredba zapravo umanjuje likvidnost jer je svako trgovanje takvim financijskim instrumentima oporezivo što može negativno utjecati ne samo na investitore, već i na same izdavatelje vrijednosnog papira. Dokazivanje nepovezanosti financijske transakcije sa zemljama primjene FTT-a ostaje na samim poreznim obveznicima.

3.2. MAKROEKONOMSKI UTJECAJI OPOREZIVANJA

Većina zemalja EU-a ima značajan financijski sektor, pa je značajan i njihov fiskalni kapacitet.

TABLICA 1.

Prihodi od oporezivanja financijskih transakcija u odabranim članicama EU-a, 2011.

Država članica	Prihodi od oporezivanja (u mil. EUR-a)	Udio prihoda u BDP-u (u %)
Belgija	132,0	0,04
Cipar	1,4	0,01
Finska	249,0	0,13
Francuska	1.100,0	0,06
Grčka	92,0	0,04
Irska	322,4	0,21
Luksemburg	605,0	1,41
Malta	2,1	0,03
Ujedinjeno Kraljevstvo	3.987,6	0,23

Izvor: Europska komisija (2013.), *Impact Assessment*, str. 62-68.

Podaci iz tablice 1 ukazuju na niski iznos prikupljenog poreza. Podaci Europske komisije (2013a) pokazuju kako su 2011. različiti oblici oporezivanja financijskih transakcija uključujući financijske

instrumente postojali u 11 zemalja članica. Premda je Italija već 2011. imala određene naznake oporezivanja financijskih transakcija, novi sustav oporezivanja uveden je u ožujku 2013. za izvorne vrijednosnice odnosno srpnju iste godine za derivate (Europska komisija, 2016.).

Europska komisija (2013a) predviđa da bi uvođenje zajedničkog FTT-a dovelo do pada BDP-a od 0,28% tijekom razdoblja od 40 godina. Naime, bez uvođenja FTT-a predviđa se da bi europski BDP oko 2050. trebao biti 81,4% veći, a uz njegovo uvođenje 81,1% veći od sadašnje vrijednosti. Neke procjene pak govore da bi uvođenje FTT-a moglo dovesti do dugoročnog porasta BDP-a za najmanje 0,25% (Griffith-Jones i Persaud, 2012.). Ipak, konačni učinak ponajprije će ovisiti o načinu na koji će se porezni prihodi trošiti, odnosno hoće li se usmjeravati u poticanje gospodarskog rasta.

3.3. UTJECAJI OPOREZIVANJA NA PONAŠANJE INVESTITORA

Uvođenje FTT-a povećava transakcijske troškove što dovodi do promjene ponašanja investitora na tržištu, jer trgovanje određenim instrumentima može postati atraktivnije.

FTT može utjecati na smanjenje kratkoročnog visokofrekventnog trgovanja koje je uglavnom bazirano na tehničkoj analizi. S obzirom da porez povećava transakcijske troškove, i na taj način smanjuje maržu, određena kratkoročna špekulativna trgovanja više neće biti zastupljena u dovoljnoj mjeri, primjerice *High Frequency Trading* i *δ -hedging*.

Nadalje, financijska će internalizacija zbog povećanih transakcijskih troškova vjerojatno biti zamijenjena financijskom intermedijacijom.¹ Povećani transakcijski troškovi stoga će dovesti do povećanja efektivnog poreznog opterećenja te smanjenja prodajne marže.

Određene promjene očekuju se i kod ponašanja financijskih institucija koje mogu zamijeniti repo poslove prekonoćnim zajmovima ili kratkoročnim zajmovima za likvidnost (Europska komisija, 2013a).

Trgovanje derivatnim ugovorima, prema procjenama Europske komisije (2013a), moglo bi doživjeti pad od čak 75%, zbog smanjenja interesa investitora. Oporezivanje derivatnim ugovorima dovodi do povećanja efektivne porezne stope s povećanjem efekta razmjera. Budući da je predložena porezna stopa na trgovanje derivatima višestruko manja od stope na osnovne instrumente, bit će prihvatljivije sklapanje ugovora s financijskim omjerom manjim od 1:10. Pri omjerima većim od 1:10 sklapanje derivatnog ugovora dovodi do rasta efektivne porezne stope, što se može jasnije raspoznati iz sljedeće situacije. Sklapa li se derivatni ugovor na nominalni iznos od 1 mil. EUR korištenjem omjera od 1:100 ekonomska vrijednost financijske transakcije iznositi će 10.000 EUR. Bez obzira što će transakcijom biti plaćena svota od 10.000 EUR, poreznu osnovicu predstavlja nominalni iznos od 1 mil. EUR. Primjenom porezne stope od 0,01% na nominalni iznos nastaje porezna obveza od 100 EUR. Stavi li se u omjer plaćeni porez od 100 EUR s iznosom transakcije od 10.000 EUR efektivna porezna stopa iznosi 1%. Stoga, intenzivnije korištenje efekta razmjera u derivatnim poslovima dovodi do povećanja efektivne porezne stope.

¹ *Financijska internalizacija* podrazumijeva više uzastopnih kupnji i prodaja vrijednosnih papira prije konačne prodaje krajnjem korisniku, a *financijska intermedijacija* podrazumijeva stvaranje posrednika između kupca i prodavača bez trgovanja za vlastiti račun.

Oporezivanje bi vjerojatno utjecalo na promjenu strategije upravljanja u investicijskim i mirovinskim fondovima iz aktivne u pasivnu². Aktivna bi strategija upravljanja dovela do većeg oporezivanja. Sam porez ne bi trebao utjecati na strategije upravljanja novčanim fondom.

Uzimajući u obzir vrlo kvalitetne zaštitne mehanizme sprječavanja porezne evazije kombinacijom načela rezidentnosti s načelom zemlje izvora ne bi bilo isplativo premješati sjedište financijske institucije izvan jurisdikcije FTT-a sve dok se trgovanje odvija sa suprotnom stranom koja se nalazi pod jurisdikcijom FTT-a ili se trguje instrumentima koji su izdani u zemlji primjene FTT-a. Plaćanje se poreza stoga može izbjeći jedino napuštanjem tržišta zemalja koje primjenjuju FTT, što nije vjerojatno očekivati.

Zbog visokih fiskalnih i ostalih potpora financijskom sektoru u EU se preispituje njegov fiskalni doprinos. Pojačanom suradnjom zemalja članica mogu se stvoriti uvjeti za lakše usklađivanje oporezivanja financijskog sektora.

4. MOGUĆNOSTI OPOREZIVANJA FINACIJSKIH TRANSAKCIJA U HRVATSKOJ

Premda FTT nije novijeg datuma te je njegova primjena u različitim oblicima široko rasprostranjena u zemljama EU-a i svijeta, hrvatska porezna politika ga je zbog povijesnih razloga, ali i nastojanja povećanja konkurentnosti domaćeg tržišta kapitala izbjegavala. Uzimajući u obzir stabilnost financijskih institucija uz provedene određene regulatorne mjere Hrvatske narodne banke (HNB) državne intervencije u financijski sektor nisu bile potrebne, već je on i u kriznim vremenima izdašno doprinosio javnim financijama. Zbog svih tih razloga o uvođenju FTT-a nije se puno raspravljalo.

Recentna gospodarska kretanja smanjila su atraktivnost ulaganja na financijskim tržištima. U redovnom prometu na Zagrebačkoj burzi 2012. zabilježen je pad od 35%, promet dionicama smanjio se 44%, dok je zbog opreza ulagača promet obveznicama više od dvostruko nadmašio vrijednost iz 2011. U rujnu 2012. započelo je trgovanje strukturiranim proizvodima koji uključuju razne oblike certifikata (indeksni, bonusni, turbo certifikati). Trgovanje tim proizvodima uračunato je u redovni promet trgovanja (ZSE, 2013.). Zagrebačka burza ne obavlja trgovanje derivatima.

S obzirom da su nadzorni sustavi važna sastavnica suvremenog burzovnog poslovanja u cilju pravodobnog uočavanja i sprječavanja manipulativnih trgovinskih obrazaca Zagrebačka burza je početkom 2015. uvela novi sustav za nadzor trgovinskih segmenata – uređenog tržišta, multilateralne trgovinske platforme i OTC tržišta (ZSE, 2016.).

U 2013. nije bilo značajnijih promjena u ukupnoj vrijednosti prometa no može se istaknuti 42 puta veći promet komercijalnih zapisa, te dvostruko veći promet strukturiranim proizvodima u odnosu na 2012 (ZSE, 2014.).

U 2014. nije došlo do značajnog rasta redovnog prometa u ukupnom iznosu. Promet dionica, koji čini gotovo 80% ukupnog prometa, ostao je na razini iz 2013., promet obveznicama povećan je za 65%, dok je promet strukturiranim proizvodima smanjen za 44% (ZSE, 2015.).

² Aktivna strategija upravljanja fondom podrazumijeva intenzivnije promjene strukture fonda, a pasivna održavanje pretežito konstantnog portfelja fonda.

U 2015. je redovni promet smanjen za 9,3%, a OTC trgovanja za 17,8% što ukazuje da je tržište kapitala ulagačima postalo manje atraktivno. Ipak, došlo je do rasta u turističkom segmentu (CROBEXtulist@ indeks porastao je 23,7% u odnosu na 2014.) (ZSE, 2016.).

TABLICA 2.

Vrijednosti prometa na Zagrebačkoj burzi 2011.-2015. (u mlrd. kuna)

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	Prosječna vrijednost	Prosječna promjena (u %)
Redovni promet	5,9	3,9	3,8	3,9	3,5	4,2	-12,2
OTC transakcije	18,2	19,3	18,2	26,6	21,9	20,8	4,7
Ukupno	24,1	23,2	22,0	30,5	25,4	25,0	1,3

Izvori: Zagrebačka burza (2013., 2014., 2015., 2016.), obrada autora.

Tablica 2 pokazuje da u razdoblju 2011.-2015. prosječna vrijednost OTC transakcija gotovo peterostruko nadmašuje prosječni redovni promet na Zagrebačkoj burzi.

Uzme li se kao osnovicu za oporezivanje prosječnu vrijednost svih transakcija (redovni promet i OTC transakcije) mogu se simulirati prihodi od eventualnog uvođenja FTT-a. Uz pretpostavku da su obje strane u financijskoj transakciji obveznici plaćanja poreza te da su rezidenti Hrvatske, porezna osnovica (prosječno 25 mlrd. kuna) se udvostručuje te iznosi 50 mlrd. kuna. Ukoliko se na nju primijeni minimalna porezna stopa od 0,1%, porezni prihod iznosi 50 milijuna kuna. Radi usporedbe značajnosti utvrđenih prihoda od oporezivanja u ukupnim prihodima te poreznim prihodima središnjeg proračuna u tablici 3 prikazani su ukupni prihodi proračuna u 2015.

TABLICA 3.

Prihodi državnog proračuna, 2015. (u mlrd. kuna)

Vrste prihoda	Iznosi prihoda
Porezni prihodi	68,0
Doprinosi	22,8
Pomoći	5,0
Prihodi od imovine	2,8
Prihodi od administrativnih pristojbi	3,6
Ostali prihodi	6,9
Ukupni prihodi	109,1

Izvor: Ministarstvo financija (2016.).

Ukoliko se simulirani prihod od FTT-a usporedi s tablicom 3 on bi 2015. iznosio svega 0,05% ukupnih prihoda državnog proračuna.

Može se stoga zaključiti kako se oporezivanjem transakcija na hrvatskom tržištu kapitala mogu ostvariti relativno mali iznosi poreznih prihoda te bi oporezivanje prometa vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi bilo nedovoljno efikasno. Uzme li se u obzir i neophodne troškove poreznih vlasti u prikupljanju poreza, premda oni ne bi trebali biti značajni s obzirom na uređenu informatičku infrastrukturu, sam iznos prikupljenog poreza ne može opravdati njegovu praktičnu primjenu. Stoga se može smatrati da bi ovakav oblik oporezivanja bio nedovoljno izdašan.

Promotre li se i mogući utjecaji na volumen trgovanja, likvidnost, trošak kapitala te na efikasnost tržišta, oporezivanje hrvatskog tržišta kapitala nema osnovu za praktičnu primjenu.

Međutim, uzme li se u obzir činjenica da se prema prijedlogu za oporezivanje financijskih transakcija na razini EU-a oporezuju transakcije financijskih institucija primarno prema načelu rezidentnosti stvarni porezni prihodi bi se mogli značajno razlikovati od simuliranih. Naime, transakcije na Zagrebačkoj burzi obavljaju i rezidenti i nerezidenti. U Hrvatskoj bi se oporezivale samo transakcije rezidenata, bez obzira na mjesto obavljanja same transakcije. Stvarni porezni prihodi stoga bi uključivali sve transakcije rezidenata te transakcije nerezidenata ukoliko trguju financijskim instrumentima izdanim u Hrvatskoj, a istovremeno nisu rezidenti neke od članica EU-a u kojoj bi se primjenjivao zajednički FTT. Stoga bi valjalo simulirati i sve takve transakcije.

Porezni prihodi bi svakako obuhvaćali i transakcije derivatnim ugovorima između financijskih institucija. Prema projekcijama Europske komisije (2013d) prihodi od oporezivanja derivatnih ugovora mogli bi iznositi približno dvije trećine ukupnih prihoda od FTT-a.

Preliminarna analiza o mogućnostima oporezivanja financijskih transakcija u Hrvatskoj prema prijedlogu za uvođenje FTT-a na razini EU11 upućuje na zaključak kako hrvatsko tržište kapitala još uvijek nije dovoljno razvijeno da bi moglo generirati izdašne prihode od oporezivanja.

Ukoliko domaće financijske institucije obavljaju oporezive financijske transakcije s financijskim institucijama u zemljama EU11 ili trguju financijskim instrumentima izdanim u tim zemljama bile bi obvezne platiti FTT u zemlji rezidentnosti suprotne strane odnosno zemlji izvora vrijednosnog papira, što bi dovelo do odljeva prihoda od oporezivanja izvan granica Hrvatske. Stoga bi bila opravdana pojačana suradnja Hrvatske oko pitanja oporezivanja financijskih transakcija kako bi se osiguralo da rezidenti Hrvatske plaćaju porez u svojoj zemlji.

5. ZAKLJUČAK

Jedno od mogućih rješenja pravednijeg doprinosa financijskog sektora javnim financijama je i osnaživanje uloge indirektnog oporezivanja financijskih transakcija. Globalni trend smanjenja oporezivanja financijskih transakcija u posljednja dva desetljeća zbog liberalizacije kapitalnih tokova zamijenjen je snažnijom ulogom država u reguliranju financijskih tržišta. Premda oporezivanje financijskih transakcija nije značajno u ukupnim javnim prihodima, razvijene svjetske ekonomije ne odriču se ovog oblika oporezivanja već žele povećati njegovu fiskalnu ulogu.

Promatra li se oporezivanje sa stajališta utjecaja na financijska tržišta, FTT svakako povećava transakcijske troškove. Brojna empirijska istraživanja o utjecaju FTT-a na funkcioniranje financijskih tržišta dovela su do različitih zaključaka, uglavnom ovisnih o mikrostrukturi pojedinog tržišta. Postoji konsenzus da oporezivanje smanjuje broj realiziranih financijskih transakcija i vrijednost financijskih instrumenata što dovodi do povećanja troškova kapitala. Oprečna su mišljenja o utjecaju na likvidnost i volatilnost. Dakle, porezni prihodi značajno ovise o reakciji tržišta na povećane transakcijske troškove zbog uvođenja poreza.

Visoke državne potpore primorale su i Europsku komisiju na preispitivanje fiskalnog doprinosa financijskog sektora, međutim zbog različitih nacionalnih sustava oporezivanja financijskih transakcija harmonizacija je nedostatna. Uspostavljanjem postupka pojačane suradnje između 11

zemalja članica mogu se stvoriti uvjeti za lakše uspostavljanje konsenzusa između svih članica EU-a i veća harmonizacija. Sama izvedba zajedničkog oporezivanja ima široku poreznu osnovicu budući da predviđa oporezivanje svih transakcija osnovnim i derivatnim instrumentima kako unutar tako i izvan uređenih tržišta. Kombiniranjem načela rezidentnosti i zemlje izvora mogući su kvalitetni mehanizmi zaštite od porezne evazije. Budućnost zajedničkog oporezivanja na razini EU-a ovisit će o spremnosti svih zemalja članica za pronalaženjem kvalitetnog, efikasnog i općeprihvaćenog načina oporezivanja financijskih transakcija.

Preliminarna analiza o mogućnostima oporezivanja hrvatskog tržišta kapitala pokazala je da takav oblik oporezivanja nema osnovu za praktičnu primjenu jer nedovoljno razvijeno tržište ne bi moglo generirati izdašne porezne prihode. Međutim i neoporezivanje financijskih transakcija u Hrvatskoj može dovesti do oporezivanja hrvatskih rezidenata u zemljama članicama EU-a koje bi primjenjivale ovaj porez što bi dovelo do odljeva poreznih prihoda, stoga bi bilo opravdano priključenje Hrvatske u postupak pojačane suradnje oko FTT-a. Može se, dakle, zaključiti kako bi se zajedničkim oporezivanjem financijskih transakcija na razini EU-a mogli kvalitetnije zadovoljiti interesi Hrvatske u usporedbi s unilateralnim oporezivanjem.

Koristi i troškovi od oporezivanja kao i od neoporezivanja financijskih transakcija u Hrvatskoj najbolje će se moći sagledati kad FTT bude doživio svoju praktičnu primjenu unutar EU-a. Tada će svakako analiza učinaka oporezivanja moći biti kvalitetnije i vjerodostojnije provedena.

REFERENCE

1. Baltagi, B., Li, D. i Li, Q., 2006. Transaction Tax and Stock Market Behavior: Evidence from an Emerging Market. *Empirical Economics*, 31, str. 393–408. doi: [10.1007/s00181-005-0022-9](https://doi.org/10.1007/s00181-005-0022-9)
2. Block, S., 2007. The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies. *Journal of Applied Finance*, 17(2), str. 33–40.
3. De Long, B. [i sur.], 1989. Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation. *NBER Working Paper*, Br. 2880.
4. Dieter, H., 2003. Reshaping globalisation: a new order for international financial markets. *Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation Working paper*, Br. 103/02.
5. Europska komisija, 2012. *State aid: crisis-related aid aside, Scoreboard shows continued trend towards less and better targeted aid*. Dostupno na: [http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1444_en.htm].
6. Europska komisija, 2013a. *Commission staff working document – Impact assessment*. Dostupno na: [http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/swd_2013_28_en.pdf].
7. Europska komisija, 2013b. *Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax*. Dostupno na: [http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/com_2013_71_en.pdf].
8. Europska komisija, 2013c. *Financial Transaction Tax thought Enhanced Cooperation: Questions and Answers*. Dostupno na: [http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-98_en.htm].
9. Europska komisija, 2013d. *Taxation of the financial sector*. Dostupno na: [http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/other_taxes/financial_sector/].
10. Europska komisija, 2016. *Financial Transaction Taxes in the European Union*. Dostupno na: [http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_62.pdf].
11. Europski parlament, 2010. *Financial Transaction Tax: Small is Beautiful*, IP/A/ECON/NT/2008-08, PE 429.989.
12. French, K. i Roll, R., 1986. Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders. *Journal of Financial Economics*, 17, str. 5–26. doi: [10.1016/0304-405X\(86\)90004-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90004-8)
13. Froot, A. K. i Campbell, J. Y., 1994. “International Experiences with Securities Transaction Taxes” u: Frankel, J. A., ur. *The Internationalization of Equity Markets*. University of Chicago Press, str. 277–308.
14. Griffith-Jones, S. i Persaud, A., 2012. *Financial Transaction Taxes*. Dostupno na: [<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201202/20120208ATT37596/20120208ATT37596EN.pdf>].
15. Habermeier, K. i Kirilenko, A., 2001. Securities Transaction Taxes and Financial Markets. *International Monetary Fund Working Paper* 01/51.
16. Jackson, P. D. i O’Donnell A. T., 1985. The effects of stamp duty on equity transactions and prices in UK Stock Exchange. *Working paper*. London: Bank of England.
17. Jones, C. i Seguin, P., 1997. Transactions Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation. *American Economic Review*, 87(4), str. 728–737.
18. Kupiecs, P., 1996. Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transaction Tax. *Journal of Financial Services Research*, 10, str. 115–129. doi: [10.1007/BF00115671](https://doi.org/10.1007/BF00115671)
19. Lindgren, R. i Westlund, A., 1990. How did the transaction costs on the Stockholm Stock Exchange influence trading volume and price volatility? *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, (2), str. 30–35.
20. Madhavan, A., Richardson M. i Roomans, M., 1997. Why Do Securities Prices Change? A Transaction-Level Analysis of NYSE Stocks. *Review of Financial Studies*, 10, str. 1035–1064. doi: [10.1093/rfs/10.4.1035](https://doi.org/10.1093/rfs/10.4.1035)
21. Matheson, T., 2011. Taxing Financial Transaction: Issues and evidence. *International Monetary Fund Working Paper* 11/54.
22. Ministarstvo financija, 2016. *Račun prihoda i rashoda za 2015. godinu*. Dostupno na: [<http://www.mfin.hr/hr/drzavni-proracun-2015-godina>].

23. MMF, 2010. *Financial Sector Taxation - The IMF's Report to the G-20 and Background Material*. Washington: IMF.
24. Oxera, 2007. *Stamp Duty: Its Impact and the Benefits of its Abolition*. Report prepared for Association of British Insurers. London: City of London Corporation, Investment Management Association and London Stock Exchange.
25. Roll, R., 1989. Price Volatility, International Market Links and Their Implication for Regulatory Policies. *Journal of Financial Services Research*, 3(2-3), str. 211–246. doi: [10.1007/BF00122803](https://doi.org/10.1007/BF00122803)
26. Schmidt, R., 2007. *The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates*. Ottawa: North-South Institute.
27. Schwert, G. W. i Seguin, P., 1993. Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions. *Financial Analysts Journal*, (Sep–Oct), str. 27–35. doi: [10.2469/faj.v49.n5.27](https://doi.org/10.2469/faj.v49.n5.27)
28. Subrahmanyam, A., 1998. Transaction Taxes and Financial Market Equilibrium. *Journal of Business*, 71, str. 81–117. doi: [10.1086/209737](https://doi.org/10.1086/209737)
29. Summers, L. i Summers, V., 1989. When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax. *Journal of Financial Services Research*, 3, str. 261–286. doi: [10.1007/BF00122806](https://doi.org/10.1007/BF00122806)
30. Umlauf, S., 1993. Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market. *Journal of Financial Economics*, 33, str. 227–240. doi: [10.1016/0304-405X\(93\)90005-V](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90005-V)
31. Zagrebačka burza, 2013. *Pregled trgovine u 2012. godini*. Dostupno na: [<http://www.zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2012.pdf>].
32. Zagrebačka burza, 2014. *Pregled trgovine u 2013. godini*. Dostupno na: [<http://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2013.pdf>].
33. Zagrebačka burza, 2015. *Pregled trgovine u 2014. godini*. Dostupno na: [<http://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2014.pdf>].
34. Zagrebačka burza, 2016. *Pregled trgovine u 2015. godini*. Dostupno na: [<http://zse.hr/UserDocsImages/reports/ZSE-2015.pdf>].
35. Zhang, L., 2001. *The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an emerging market*. East Carolina University, Department of Economics.