



No. 1
VOLUME 1/2015

Acta Economica Et Turistica

ACTA ECONOMICA ET TURISTICA (1) – No. 1 – pp. 1-112, Zagreb, October 2015

DE GRUYTER
OPEN

ISSN 1849-8469

Izdavač / Published by

Sveučilište Libertas / Libertas University
Trg J. F. Kennedyja 6 b, 10000 Zagreb, Croatia
Tel: 385-1-5493-841
Fax: 385-1-5493-840
E-mail: ajurkovic@libertas.hr
Web: www.sveucilistelibertas.hr

Glavni i odgovorni urednik / Editor-in-chief

Prof. dr. sc. Boris Vukonić

Pomoćnik glavnog urednika / Assistant Editor-in-chief

Doc. dr. sc. Ivor Altaras Penda

Uređivački odbor / Editorial Board

Wiesław Alejziak, Faculty of Tourism and Recreation, AWF, Krakow, Poland
Ante Babić, Association of Foreign Investment in Croatia, Zagreb, Croatia
Mato Bartoluci, Faculty of Economics, Zagreb, Croatia
Kaye Chon, The Hong Kong Polytechnic University, School of Hotel and Tourism Management, Hong Kong, China
Gordan Družić, Croatian Academy for Science and Art (HAZU), Zagreb, Croatia
Eduardo Fayos Sola, The Ulysses Foundation, Madrid, Spain
Ksenija Keča, Libertas University, Zagreb, Croatia
Goroslav Keller, Libertas University, Zagreb, Croatia
Metin Kozak, Mugla University, Mugla, Turkey
Tanja Mihalič, University of Ljubljana, Ljubljana, Slovenija
Vuk Tvrтко Opačić, Faculty of Science, Zagreb, Croatia
Duško Pavlović, Libertas University, Zagreb, Croatia
Davor Perkov, Libertas University, Zagreb, Croatia
Doris Peručić, University of Dubrovnik, Dubrovnik, Croatia
Lidija Petrić, Faculty of Economics, Split, Croatia
Darko Polšek, Faculty of Philosophy, Zagreb, Croatia
Tomislav Presečen, National Bank of Croatia, Zagreb, Croatia
Željka Primorac, Pravni fakultet Split, Split, Croatia
Egon Smeral, Modul University, Vienna, Austria
Dora Smolčić Jurdana, Faculty for Management in Tourism and Hospitality, Opatija, Croatia
Renata Tomljenović, Institute for Tourism, Zagreb, Croatia
Geoff Wall, University of Waterloo, Waterloo, Canada

Dizajn / Design: McCann-Erickson, Zagreb

Prijelom / Layout: Alias, Zagreb

Tisak / Printed by: Cerovski Print Boutique, Zagreb

Pretplata godišnje (dva broja): 200 Kn

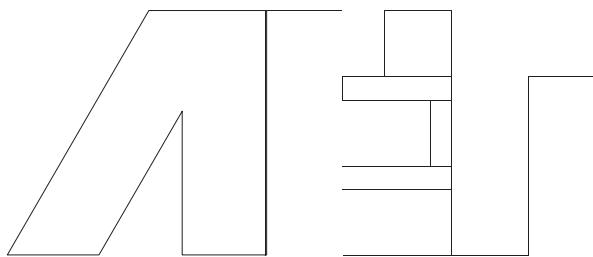
Annual Subscription Rate (two issues): 50 EUR

ISSN 1849-8469

Radovi objavljeni u časopisu referiraju se u sekundarnim publikacijama: C.I.R.E.T. (Centre de Recherches et d'Etudes Touristiques), Aix-en-Provence; CAB International, UK; Hrčak, Zagreb; SCOPUS, Elsevier, Amsterdam.

SADRŽAJ / CONTENT

Uvodnik / Editorial		3
Janice McCormick Tamara Omrčen	Može li turizam oživjeti Hrvatsku ekonomiju? Can Tourism Revive the Croatian Economy?	5
Ivor Altaras Penda	Turistički sektor na Zagrebačkoj burzi (ZSE): koliko vrijedi Hrvatski turizam? Tourism sector on the Zagreb Stock Exchange (ZSE): What is the Value of Croatian Tourism?	15
Stipe Buzar	Analiza globalnog etičkog kodeksa za turizam u kontekstu društveno odgovornog poslovanja An Analysis of the Global Code of Ethic for Tourism in the Context of Corporate Social Responsibility	41
Mladen Knežević	Socijalni turizam kao socijalna i ekonomska kategorija – nekoliko elemenata razvoja Social Tourism as a Social and Economic Category – Some Elements of Development	59
Victoria Knight David Simpson Walter Block	Socijalna država: Negativni učinci na društvo Welfare: The Negative Societal Effects	77
Bojan Morić Milovanović Tomislav Krišto Stjepan Srhoj	Metodološki prijedlog istraživanja za povećanje brzog povjerenja unutar virtualnih timova u početnoj fazi životnog ciklusa projekta: perspektiva projektnog menadžera Methodology Proposal for Increasing Swift Trust within Virtual Teams in the Inception Phase of a Project Life-cycle: Project Manager's Perspective	95
Uputstvo za autore / Guide for Authors		111



doc. dr. sc.
Ivor Altaras
Penda, MBA¹

**TURISTIČKI SEKTOR NA
ZAGREBAČKOJ BURZI (ZSE):
KOLIKO VRIJEDI HRVATSKI
TURIZAM?**

**TOURISM SECTOR ON THE
ZAGREB STOCK EXCHANGE
(ZSE): WHAT IS THE VALUE
OF CROATIAN TOURISM?**

SAŽETAK: Autor u ovom radu istražuje i analizira povijesne i aktualne podatke o dionicama turističkog sektora na Zagrebačkoj burzi (ZSE) te na temelju toga iznosi moguću procjenu vrijednosti hrvatskog turizma, kao i tezu o tome kako se netransparentnost domaćeg tržišta kapitala, te naročito njegova neefikasnost, direktno reflektira i na sektor turizma kao njegovu bitnu sastavnicu. Turizam predstavlja oko 15% ukupne hrvatske ekonomije, s jasnim naznakama da je posrijedi riječ o jednom od rijetkih segmenata u kojem Hrvatska ima stanovit uspjeh te u tom dijelu nacionalne ekonomije bitno napreduje. Time turistički sektor zaslužuje posebnu pažnju na tržištu vrijednosnih papira, kojemu je jedan od temeljnih zadataka da na tržištu pronade sredstva za financiranje razvojnih projekata.

KLJUČNE RIJEČI: turizam, Zagrebačka burza, tržište kapitala, vrijednost hrvatskog turizma

ABSTRACT: In this paper the author investigates and analyzes the historical and current data on the shares of the tourism sector on the Zagreb Stock Exchange (ZSE), and on that basis he is trying to estimate the value of entire Croatian tourism. He also argues that the lack of transparency of the domestic capital market, and in particular its inefficiency, is directly reflected on the tourism sector as its significant component. Tourism represents about 15% of the total Croatian economy, with clear indications that it is one of the few segments in which Croatia has certain success, and has significant progress in this part of the national economy. Thereby tourism sector deserves special attention on the securities market, which has one of the fundamental tasks to find funds on the market for financing development projects.

KEY WORDS: tourism, Zagreb Stock Exchange, capital markets, the value of Croatian tourism

UVOD

Imati (po mogućnosti funkcionalno) tržište vrijednosnih papira na kojem je moguće kupovati i prodavati vlasničke ili dužničke financijske instrumente danas se čini zdravorazumskom činjenicom. No, povijest dioničarstva na tlu Hrvatske pamti i sasvim drukčija vremena. Postojanje burze kao uređenog tržišnog mehanizma ujedno označava postojanje stabilne ekonomske osnove, kao i samostalnost u odlučivanju o temeljnim ekonomskim pitanjima i odnosima u društvu. Hrvatska je tu samostalnost pokušavala pokazivati i dokazivati u okviru Habsburške monarhije koja je imala tržište kapitala – prvo u Beču od 1771. godine, a stvaranjem Austro-Ugarske i u Budimpešti od 1867. Raspadom Austro-Ugarske nakon I. svjetskog rata i stvaranjem Države SHS, stvoreni su temelji za osnivanje samostalne burze na tlu Hrvatske, koja se (u različitim ustrojbenim organizacijama i na različitim lokacijama u Zagrebu) održala sve do konca II. svjetskog rata, kada je 1945. u potpunosti ukinuta kao špekulantska¹ i socijalističkom društvu neprijateljska institucija.

Danas znamo da je špekulacija općedruštveni fenomen koji na financijskim tržištima ima blagotvoran učinak u smislu alokacije kapitala; a i kada ta alokacija kapitala ima neželjene efekte upravo je uloga države da takve situacije ne zabranjuje dekretom već da ih regulira i kontrolira. Time državi ostaju svi benefiti tržišnih mehanizama, a kada oni zakažu,² tada država pokazuje svoju zakonodavnu, pa i represijsku snagu.

U nedostatku definiranog opsega državnih funkcija (Fukuyama, 2004, str. 21) ili, što je još gore, uz njihovo neadekvatno korištenje, prostor za manipulaciju od svakoga prema svakome gotovo je neograničen, a to je primjetno u svim segmentima društvenoga života, pa dakako i u sferi financijskih tržišta. Destrukcija do koje neuređena financijska tržišta mogu dovesti – što se u vremenu krize jasno vidi i zbog čega se (barem kao izlika)

INTRODUCTION

To have a (possibly functional) securities market on which it is possible to buy and sell equity or debt financial instruments, today seems a common sense fact. But the history of shareholding on Croatian territory also remembers very different times. The existence of the stock exchange as a regulated market mechanism also indicates the existence of a stable economic base, as well as autonomy in deciding fundamental economic issues and social relations. Croatia was trying to show and prove this independence within the Habsburg monarchy that had a capital market – first in Vienna since 1771, and after the division of the monarchy to Austria-Hungary, also in Budapest from 1867. The dissolution of the Austro-Hungarian Empire after World War I and the creation of the State of SHS, created the foundation for the establishment of an independent stock exchange on Croatian soil, which (in different organization units and at different locations in Zagreb) survived until the end of World War II when in 1945 it was completely abolished as speculative¹ and for socialist society hostile institution.

Today we know that speculation is a general social phenomenon that has a beneficial effect in financial markets in terms of capital allocation; and even when this allocation of capital has adverse effects the role of the state is not to prohibit such situations by a decree but to regulate and control them. This leaves the state all the benefits of market mechanisms, and when they fail² then the state shows its legislative and repressive force.

In the absence of a defined scope of state functions (Fukuyama, 2004, p. 21) or, what is even worse, their inappropriate use, the possibility of manipulation by anyone with anyone is almost unlimited, and this is evident in all aspects of social life and of course in the sphere of financial markets. Destruction to which unregulated financial markets can lead – as can clearly be seen in times of crisis and which is why (at least as an excuse) market economy was even forbidden – is something that

čak i zabranjivala tržišna ekonomija – jest nešto što bi trebalo biti u stalnom fokusu interesa, jednako i države i samih sudionika tih tržišta.

Iako države u pravilu imaju tendenciju beskonačnog širenja opsega vlastitih funkcija, čime prestaju biti funkcionalne u pružanju bilo koje pojedine socijalne usluge³ – što izravno dovodi do državne represije – ne postoji porezni obveznik (koji ujedno plaća postojanje države) koji se ne bi založio za to da mu država nudi jasan, nedvosmislen, strogo definiran i ograničen set pravila ponašanja koji bi funkcionalno vrijedio za sve pripadnike društvene zajednice.⁴

U ovom radu pokazat ću na primjeru turističkog sektora na Zagrebačkoj burzi kako država neadekvatno koristi svoje institucionalne i ekonomske potencijale, kako u smislu samog turizma tako i u smislu postavljenih pravila za funkcioniranje tržišta kapitala kao stožernog instrumenta moderne tržišne ekonomije.

ZNAČAJ TURISTIČKOG SEKTORA ZA HRVATSKU EKONOMIJU

“Hrvatska je turistička zemlja” – misao je koja kao kakva mantra biva izgovarana i od političara, koji bi se prema odluci birača trebali brinuti za boljitak države, kao i od malih poduzetnika, koji npr. nudeći poznati “zimmer frei” nastoje skrbiti za sebe i svoju obitelj. Turizam je, dakako, višedimenzionalan društveni fenomen. On nam, osim onog ekonomskog efekta na koji se najčešće misli i o kojemu govorim u nastavku ovoga rada, nudi i uvodi cijelu paletu novina koje zemlju domaćina otvaraju svijetu i moguće ju čini prijemčivom za raznovrsne kulturološke, socijalne, običajne, svjetonazorske pa čak i religijske utjecaje. Biti dobar domaćin, a istodobno u svijetu velike konkurencije i tehnološkog napretka ostati svoj, jedinstven i neponovljiv, te uspjeti očuvati vlastiti identitet nije uvijek sasvim lako.

I upravo ta otvorenost prema svijetu intuitivno dodaje snagu argumentu da se turizam, u

should be in constant focus of interest, equally by the state and the participants of these markets.

Although states generally have a tendency towards infinite expansion of the scope of their own functions, which no longer makes them functional in providing any specific social service³ – which leads directly to state repression – there is no taxpayer (who also pays for the existence of the state) that would not advocate for the state to offer him a clear, unambiguous, strictly defined and limited set of rules of conduct that would be functionally valid for all the members of the community.⁴

In this article I will show on the example of the tourism sector on the Zagreb Stock Exchange that the state inadequately uses its own institutional and economic potentials, both in terms of tourism itself and in terms of the rules set for the functioning of the capital market as the principal instrument of a modern market economy.

IMPORTANCE OF TOURISM SECTOR FOR CROATIAN ECONOMY

“Croatia is a tourist country” – this idea, as a kind of a mantra, has been recited by politicians, who should at the discretion of the voters care for the betterment of the country, as well as from small business owners who by offering, for example, the famous “zimmer frei” seek to provide for themselves and their families. Tourism is, of course, a multi-dimensional social phenomenon. Besides the economic effects that we most commonly think of and about which I talk further in this paper, it offers and introduces a whole range of new things that open the host country to the world, and possibly make it receptive to diverse cultural, social, customary, worldview and even religious influences. Being a good host, while at the same time remaining unique and unrepeatable in the world great competition and technological advances, and being able to maintain your own identity is not always quite easy.

ekonomskom smislu, treba smatrati izvoznom granom nacionalne ekonomije u području usluga (tzv. tercijarni sektor). Dodatna podrška ovakvom stavu jest i činjenica što turizam pridonosi priljevu inozemnog kapitala u zemlju, čime se pozitivno utječe na platnu bilancu, a blagotvorno utječe i na zaposlenost domaćeg stanovništva u vremenu turističke sezone. I upravo tu nastaje metodološki problem, jer ipak se cjelokupni turizam ne može svrstati pod izvozni ekonomski segment. Iz turizma kao izvoza valjalo bi isključiti turističku aktivnost domaćeg stanovništva, kao i turističku potrošnju svih u zemlju uvezenih dobara i usluga.

Ipak, ostaju činjenice da turizam ima dvije bitne odlike:

1. turizam se odvija u tuzemstvu i
2. turizam ima svoju izvoznu komponentu.

U Republici Hrvatskoj turizam ima iznimno visok sezonski karakter i uglavnom je vezan uz ljetno doba godine i priobalno područje Hrvatske. Turizam “na kontinentu” je praktički još u povojima i na njega, prema podacima Državnog zavoda za statistiku i Ministarstva turizma RH, otpada tek oko 5% ukupne turističke aktivnosti.

Ono što je u ekonomskom smislu važan podatak jest udio turizma u bruto domaćem proizvodu (BDP-u).⁵ Kolik je udio turizma u našem BDP-u može se vidjeti iz Prikaza 1.

Prosječni udio prihoda od turizma u BDP-u od 14,88% predstavlja značajan udio turističke djelatnosti u nacionalnoj ekonomiji, a pravi utjecaj turizma na nacionalnu ekonomiju moguće je uvidjeti uz upotrebu (tj. izradu) tzv. satelitske bilance turizma, koja bi, sasvim sigurno, pokazala da je utjecaj turizma na naš BDP i veći. Ipak, ne postoji zemlja na svijetu koja živi isključivo od turizma⁶ te je u ekonomskom i socijalnom smislu od iznimne važnosti odrediti do koje se mjere želi osloniti na turizam kao izvor nacionalnog bogatstva, jer je turizam osjetljiva ekonomska grana koja uvelike ovisi o promjenjivim

It is this openness to the world that intuitively adds strength to the argument that tourism, in economic terms, should be considered as an export branch of the national economy in the service area (the so-called tertiary sector). Additional support for this view is the fact that tourism contributes to the inflow of foreign capital into the country which has a positive effect on the balance of payments, and has a beneficial effect on employment of the local population during the tourist season. And this is where the methodological problem arises because not all tourism can be classified under export economic segment. Tourist activity of the local population should be excluded from tourism as an export, as well as tourist consumption of goods and services imported in the country.

However, the fact remains that tourism has two essential characteristics:

1. Tourism takes place domestically and
2. Tourism has its own export component.

In Croatia tourism has an extremely high seasonal character and is mainly associated with the summer period and the Croatian coastal area. Tourism “on the continent” is practically still in its infancy and, according to the Central Bureau of Statistics and the Ministry of Tourism, only accounts for less than 5% of the total tourist activities.

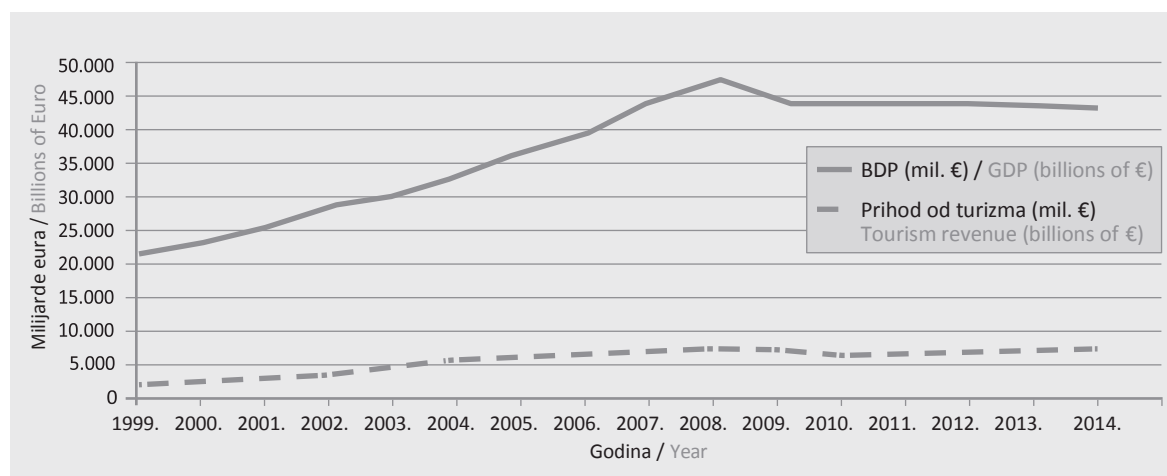
Economically important fact is the share of tourism in gross domestic product (GDP). The share of tourism in our GDP can be seen from the Figure 1.

The average share of tourism revenue in GDP of 14.88% represents a significant share that tourism has in the national economy. Yet, the real impact of tourism on the national economy is possible to understand if we use so called tourism satellite account, that, certainly, should show that the impact of tourism on our GDP is even higher. However, there is no country in the world that lives exclusively from tourism⁶ and it is in the economic and social sense of utmost importance to determine the extent to which we wish to rely on tourism as

PRIKAZ 1. UDIO TURIZMA U BDP-U

FIGURE 1. SHARE OF TOURISM IN GDP

GODINA / YEAR	BDP (MIL. €) GDP (BILLIONS OF €)	PRIHOD OD TURIZMA (MIL. €) TOURISM REVENUE (BILLIONS OF €)	UDIO TURIZMA U BDP-U TOURISM SHARE IN GDP
1999.	21.638	2.352	10,87%
2000.	23.146	2.400	10,37%
2001.	25.538	3.073	12,03%
2002.	28.112	3.187	11,34%
2003.	30.011	5.090	16,96%
2004.	32.759	5.506	16,81%
2005.	35.725	5.999	17,62%
2006.	39.745	6.294	16,99%
2007.	43.390	6.753	17,17%
2008.	47.543	7.449	13,42%
2009.	44.781	6.378	13,93%
2010.	44.441	6.237	14,89%
2011.	44.442	6.617	15,37%
2012.	43.923	6.829	16,16%
2013.	43.571	7.100	16,98%
2014.	43.045	7.400	17,19%
Prosječni udio turizma u BDP-u / Average tourism share in GDP			14,88%



OBJAŠNENJE STATISTIČKIH PODATAKA I NJIHOVIH IZVORA

Podaci o visini hrvatskog BDP-a su iz godišnjih biltena HNB-a.

Podaci o prihodu od turizma su iz godišnjih izvještaja Ministarstva turizma.

(Podaci o visini BDP-a razlikuju se između HNB-a i Ministarstva turizma kao izvora podataka zaključno do 2007. godine. Nakon 2007. godine podaci su identični u oba izvora.)

Izračun udjela prihoda turizma u BDP-u autorova su obrada statističkih podataka.

EXPLANATION OF STATISTICAL DATA AND THEIR SOURCES

Croatian GDP data from the annual CNB newsletter.

Data on tourism revenues from the annual report of the Ministry of Tourism.

(Data on GDP varies between CNB and the Ministry of Tourism as a source of data up to the year 2007. After 2007 data is identical for both sources.)

Calculations of the share of tourism revenues in GDP are the author's own analysis of statistical data.

atmosferilijama, na koje čovjek uglavnom ima mali direktan utjecaj, percepciji sigurnosti destinacije te ekološkoj očuvanosti.⁷

Prema izvješću Svjetskog ekonomskog foruma za 2013. godinu,⁸ Republika Hrvatska na indeksu konkurentnosti u segmentu turizma stoji na dosta visokom 35. mjestu, dok smo na ljestvici ukupne globalne konkurentnosti tek 75. od ukupno 140 analiziranih zemalja. Ipak, mjesta za optimizam ima tek ograničeno, jer ovo izvješće daje naslutiti da zaostajemo u odnosu na svoje glavne turističke konkurente.⁹ Dobar je plasman postignut uglavnom zahvaljujući dobroj turističkoj infrastrukturi (izgrađeni autoputovi i prilazne ceste turističkim mjestima, broj hotelskih soba u odnosu na broj stanovnika, razvijena mreža bankomata) i relativno visokom udjelu izvoza turističkih usluga u bruto domaćem proizvodu (BDP) (Altaras, 2014, str. 105-107).

Istraživači koji se bave turizmom procjenjuju da je za zemlju poput Hrvatske¹⁰ optimalno da turizam u nacionalnoj ekonomiji sudjeluje s 15 do 20%. Reklo bi se da smo na vrlo dobrom putu da dosegnemo taj pretpostavljeni maksimum. Takva bi argumentacija međutim mogla dovesti do krivog zaključka da nam ne valja više ulagati u naš turizam. Istina je upravo obratna. Itekako nam trebaju nove investicije u turizam i turističke sadržaje, ali ono što je najvažnije jest da je

a source of national wealth, because tourism is a sensitive economic sector that is largely dependent on the changing weather conditions, on which man generally has little direct effect, perception of safety of the destination and ecological preservation.⁷

According to the World Economic Forum report for the year 2013,⁸ Republic of Croatia was at a rather high 35th place according to the Tourism Competitiveness Index, while on the scale of total global competitiveness we are only 75th out of 140 analyzed countries. However, there is limited room for optimism because this report suggests that we are lagging behind compared to our main tourist competitors.⁹ Good placement was achieved mainly because of the good tourist infrastructure (built highways and access roads to tourist areas, number of hotel rooms in relation to population, developed network of ATMs) and a relatively high share of tourism services export in the gross domestic product (GDP) (Altaras, 2014, p. 105-107).

Researchers involved in tourism estimate that for a country like Croatia¹⁰ it is optimal that tourism accounts for 15 to 20% of national economy. We could say that we are on the right track to reach that assumed maximum. However, such an argument could lead to a wrong conclusion that we should not invest more in our tourism. The truth is exactly the opposite. We certainly need new investments in tourism and tourist facilities,

potrebno povećati ukupan ekonomski obujam, čime bi se udio turizma u njemu proporcionalno smanjivao, pa bi stoga nastao prostor za značajan daljnji napredak u svim ekonomskim segmentima, dakako i u turizmu.

Potencijalno upravo jedan od iznimno značajnih izvora kapitala za spomenute potrebne investicije u turizmu jest burza kapitala, a nacionalna burza kapitala nalazi se u Zagrebu i zove se *Zagrebačka burza*. Njezina bi uloga mogla i trebala biti nezamjenjiva i tek ispunjenjem ove funkcije ona bi ostvarila svrhu svoga postojanja.

TURIZAM I ZAGREBAČKA BURZA

Za Zagrebačku burzu, kao jedinu nacionalnu burzu kapitala u Hrvatskoj,¹¹ slobodno možemo reći da je ogledalo ukupne domaće ekonomije. Zagrebačka je burza ujedno, mjereno prema tržišnoj kapitalizaciji (što uključuje i vlasničke i dužničke vrijednosne papire) daleko najveće tržište kapitala na prostoru bivše Jugoslavije, ali i značajno tržište kapitala u cijelom jugoistočnom dijelu Europe, što se može zorno vidjeti iz Prikaza 2.

Opseg turističkog sektora na ZSE

Prema Zakonu o trgovačkim društvima, svako dioničko društvo (d. d.) pri svojoj registraciji ujedno mora registrirati i dionice svoga društva kapitala u nematerijalnom obliku pri Središnjem klirinškom depozitarnom društvu (SKDD), te će mu ono dodijeliti jedinstvenu dioničku oznaku. Dakle, svako dioničko društvo ujedno je registrirano pri SKDD-u. Koliki je ukupan broj dioničkih društava iz sektora turizma (hotelijerstva) u Republici Hrvatskoj za ovaj rad nije presudno, ali može biti indikativno, naročito u kontekstu procjene opsega hrvatskog turizma na ZSE. Taj podatak mogao bi se saznati postavljanjem upita SKDD-u. Međutim, prema podacima sa ZSE, trenutno su u segmentu turizma (djelatnosti koja se službeno naziva "Djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja

but what is most important is the need to increase economic volume that would reduce the share of tourism in it proportionately and, therefore, create a significant further progress in all economic segments, and of the course in tourism.

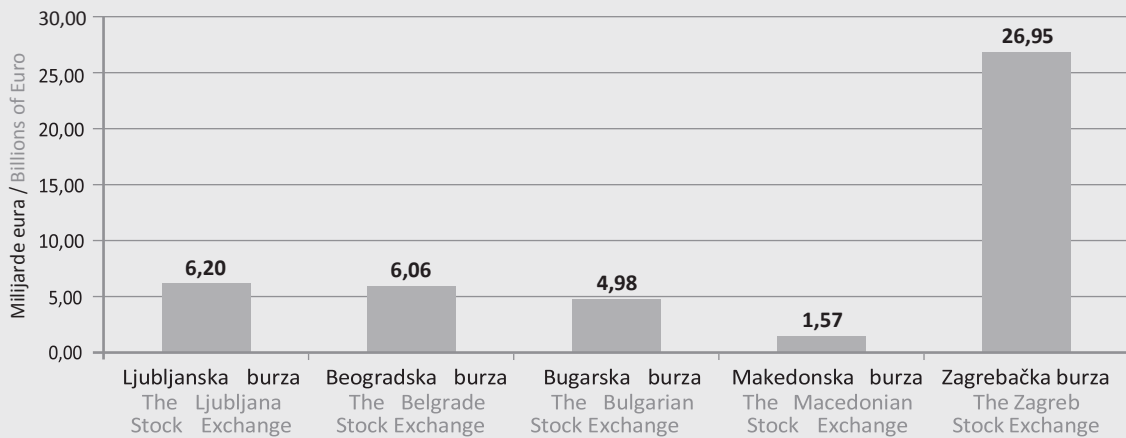
Potentially one of the most important sources of capital for these investments in tourism is the stock exchange and the national stock exchange is located in Zagreb and is called the *Zagreb Stock Exchange*. Its role could and should be indispensable and only after fulfilling this function, it would achieve the purpose of its existence.

TOURISM AND ZAGREB STOCK EXCHANGE

We can safely say that Zagreb Stock Exchange, as the only national stock exchange in Croatia¹¹, is a mirror of the overall domestic economy. Zagreb Stock Exchange is also by far the largest capital market in the area of the former Yugoslavia (measured by the market capitalization which includes both, equity and debt securities), as well as a significant capital market throughout the entire southeastern part of Europe, as can be clearly seen from the Figure 2.

Scope of the tourism sector on the ZSE

According to the Companies Act every joint stock company (in Croatian "d.d.") must during its registration also register the shares of its capital company in intangible form at the Central Depository and Clearing Company (CDCC), which will assign it unique shareholder identification. Thus, each company is also registered with the CDCC. The total number of joint stock companies in the tourism sector (hospitality) in Republic of Croatia is not critical for this paper, but may be indicative, particularly in the context of assessing the scope of Croatian tourism on the ZSE. This information could be requested from CDCC. However, according to the ZSE data, currently the tourism segment (activities which are officially called "Accommodation and food service

PRIKAZ 2. TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA REGIONALNIH BURZI U 2014.
FIGURE 2. THE MARKET CAPITALIZATION OF SOME REGIONAL STOCK EXCHANGES IN 2014


Izvor: Godišnja izvješća o poslovanju regionalnih burzi za 2014. g. dostupna na njihovim službenim internetskim stranicama
 Source: The annual reports on the operations of regional stock exchanges in 2014 are available on their official web sites

hrane¹² i koja nosi oznaku "I", a radi se gotovo isključivo o hotelskim kućama) na uređenom tržištu izlistana 33 vrijednosna papira. Dakako, broj dioničkih društava iz turističkog sektora znatno je veći, a razliku između ukupnog broja d. d.-a registriranih u SKDD-u i onih izlistanih na ZSE moguće je objasniti npr. nelistanjem ili delistanjem dionica pojedinih hotelskih kuća, čime one ili ne postoje ili prestaju postojati na ZSE, ali i dalje postoje u bazi podataka SKDD-a.¹³

Zanimljivo je i to da s 33 dionice sektor turizma predstavlja najveći pojedinačni sektor na ZSE¹⁴ prema broju dionica, što se može vidjeti iz Prikaza 3.

Od te 33 uvrštene dionice iz sektora turizma u posljednja se tri mjeseca barem jednom trgovalo tek s njih 23.

Zašto u ovom radu za turistički sektor na ZSE (što je i naslov samog rada) koristiti sintagmu "turistički sektor ponuđen na ZSE"? Očito zato što postoji i onaj dio turizma koji se ne nalazi na ZSE. Temeljna je činjenica svakog uređenog

activities¹² and which are labeled as "I", and these are almost exclusively hotel companies) of the regulated market has 33 listed securities. Of course, the number of companies in the tourist sector is much larger, and the difference between the total number of Inc.'s registered at CDCC, and those listed on the ZSE can be explained by an example of not listing and delisting shares of individual hotel companies which in turn makes them non-existent at ZSE, but they still exist in the CDCC database.¹³

It is also interesting that the 33 stocks of the tourism sector represent the largest single sector on the ZSE¹⁴ by the number of shares, as can be seen from Figure 3.

Out of those 33 listed shares in the tourism sector, 23 of them were traded at least once during the last three months.

Why to use the phrase "tourism sector offered on the ZSE" for the tourism sector on the ZSE in this paper (which is also the title of the paper)? Obviously because there is a part of tourism that

tržišta kapitala da se na njemu mogu naći samo oni vrijednosni papiri koji zadovoljavaju unaprijed propisana stroga pravila, kao što su (u slučaju vlasničkih vrijednosnih papira): minimalan temeljni kapital tvrtke, minimalan broj dioničara, objavljen prospekt izdanja dionice, obveza objavljivanja financijskih izvještaja i drugo. U tom smislu na tržištu kapitala, tj. u burzovnu kotaciju mogu ući isključivo dionička društva. Upravo je ovo jedan od temeljnih faktora koji odvajaju značajan segment djelatnosti turizma od burze. Imati dioničko društvo samo je po sebi skupo, jer iziskuje znatne troškove. Kod nas su isključivo velike hotelske kuće dovoljno kapitalizirane i imaju dovoljno educiranog kadra koji može servisirati sve zakonodavne obveze prema državnim tijelima, vlastitim dioničarima

is not on the ZSE. The fundamental fact of every developed capital market is that it can list only those securities that meet the strict rules laid down in advance, such as (in the case of equity securities): minimum share capital of the company, the minimum number of shareholders, issued prospectus of published stocks, obligation to publish financial reports and more. In this regard only joint stock companies may enter the capital market, i.e. the stock exchange listing. This is exactly one of the main factors that separate a significant segment of tourism activities from the stock exchange. To have a joint stock company is itself expensive since it requires significant costs. In Croatia, only large hotel companies are sufficiently capitalized and have enough trained staff that they can service all

PRIKAZ 3. PRVIH PET NAJVEĆIH KLASIFICIRANIH SEKTORA NA ZSE PO BROJU DIONICA U SEKTORU I NJIHOVOJ TRŽIŠNOJ KAPITALIZACIJI 1. KOLOVOZA 2015.

FIGURE 3. FIRST FIVE LARGEST SECTORS CLASSIFIED ON THE ZSE BY THE NUMBER OF SHARES PER SECTOR AND THEIR MARKET CAPITALIZATION ON AUGUST 1, 2015

OZNAKA ID	NAZIV NAME OF THE SECTOR	BROJ UVRŠTENIH VRIJEDNOSNICA NUMBER OF LISTED SECURITIES	TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA (KN) MARKET CAPITALIZATION (HRK)
I	Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane Accommodation and food service activities (tourism)	33	15.363.570.807
K	Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja Financial and insurance activities	26	31.064.824.179
CA	Proizvodnja prehrambenih proizvoda, pića i duhanskih proizvoda Production of food, beverages and tobacco products	21	11.172.202.128
G	Trgovina na veliko i na malo; popravak motornih vozila i motocikala Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	17	4.429.136.072
H	Prijevoz i skladištenje Transport and storage	14	8.067.188.724

Izvor: Zagrebačka burza / Source: Zagreb Stock Exchange

(*shareholders*) i ostaloj široj zainteresiranoj investicijskoj javnosti (*stakeholders*). Stoga je jasno da s burze u samom startu treba izostaviti cijelu izvanpansionsku uslugu (putne agencije, razne specifične oblike turizma – kao npr. rafting, planinarenje, letenje, sportski ribolov, agroturizam, kampove – osim ako su dio većih hotelskih kuća, restorane te sve oblike malih uslužnih radnji koje su uglavnom registrirane kao obrti, j.d.o.o., d.o.o. i drugo), kao i hostele te cjelokupni privatni smještaj.

Već sam napomenuo da prema definiciji turističkog sektora koju nam je ponudila ZSE turizam predstavlja usluge pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.

Nasuprot definiciji turističke djelatnosti koju nam nudi ZSE, Državni zavod za statistiku (DZS) pod turizmom smatra puno širi raspon djelatnosti. Tako DZS turizam definira kao: “aktivnosti osoba koje putuju i borave u mjestima izvan svoje uobičajene sredine, ne dulje od jedne godine, zbog odmora, posla ili drugih osobnih razloga, osim zapošljavanja kod poslovnog subjekta sa sjedištem u mjestu posjeta”. (DZS, 2015: 21).

Zapravo, tvrdim da na Zagrebačkoj burzi ni ne postoji turistički sektor nego je on sveden isključivo na djelatnost hotelijerstva – što je dakako važan dio turizma, ali nikako ne može predstavljati turizam u cjelini. O tome ću još nešto reći u nastavku, kada budem govorio o konstrukciji turističkog indeksa na ZSE.

Iako zvuči gotovo nevjerojatno da Republika Hrvatska ne vodi službenu statistiku kategoriziranih kapaciteta hrvatskog turizma¹⁵ na jednome mjestu, na osnovi nekoliko izvora moguće je dobiti približnu sliku o broju kreveta koji se nude u Hrvatskoj. Prema sintetiziranim podacima Instituta za turizam iz publikacije *Turizam u brojkama*, Republika Hrvatska u kolovozu je 2013. imala oko 840.000 kreveta, od čega nešto iznad 50% otpada na privatni smještaj, što znači da je taj dio smještajnih kapaciteta unaprijed isključen sa Zagrebačke burze. Preostaje nam otprilike 420.000 kreveta koji bi mogli biti

the legislative obligations towards the government agencies, private shareholders and other interested general investment public (*stakeholders*). So, this clearly indicates that the entire non-accommodation services should be removed from the stock market to begin with (travel agencies, various specific forms of tourism – such as rafting, hiking, flying, fishing, agro-tourism, camping – unless they are a part of larger hotel companies, restaurants and all types of small service operations that are mostly registered as crafts, simple LTDs, LTDs, etc.) as well as hostels and the entire private accommodation.

I have already mentioned that according to the definition of the tourism sector, offered by the ZSE, tourism represent accommodation and food service activities.

In contrast to the definition of tourist activities offered by ZSE, Croatian Bureau of Statistics (CBS) at tourism considers a much wider range of activities. So, CBS defines tourism as: “the activity of visitors taking a trip to a main destination outside their usual environment for less than a year, for leisure, business or other personal purpose other than to be employed by a resident entity in the place visited.” (CBS, 2015: 21).

In fact, I argue that there is no real tourism sector on the ZSE, but it is reduced exclusively to hotel management – which is of course an important part of tourism, but can in no way represent tourism in general. I will mention this in more detail below, when I will be talking about the design of the tourist index on the ZSE.

Although it sounds almost unbelievable that Croatia does not keep official statistics of categorized capacity of Croatian tourism¹⁵ in one place, based on several sources it is possible to get a rough idea about the number of beds that are available in Croatia. According to the synthesized data from the Institute of Tourism publication *Tourism in numbers* Republic of Croatia had about 840,000 beds in August 2013, of which slightly over 50% was private accommodation, which means that this part of the accommodation capacity was in advance excluded

zahvaćeni u burzovnu kotaciju kroz različite hotelske kuće koje na burzi imaju izlistane svoje dionice. Naravno, taj broj treba dodatno smanjiti, jer, kao što sam rekao, nisu svi hoteli u Hrvatskoj izlistani na ZSE.¹⁶

No, ako i ovu činjenicu uzmemo u obzir te analiziramo podatke o hotelskim kućama koje imaju svoj *ticker*¹⁷ (dakle, prijavljene su u SKDD) i njima se aktivno trguje na ZSE, dolazimo do dodatnog argumenta da Zagrebačka burza sasvim nedostavno prikazuje stvarno stanje u turizmu i vrijednost turizma u Hrvatskoj.

Da bismo stekli potpuni uvid u opseg trgovanja turističkim dionicama na ZSE, moramo napraviti još jedan korak dalje, koji će nam prikazati potpunu nelikvidnost našeg tržišta kapitala.

U raljama sektorskog indeksa CROBEXturist

Radi stvaranja koliko-toliko pouzdane “mjere svih stvari” na tržištu kapitala, svjetske burze kreiraju vlastite indekse, u koje kao sastavnice, prema unaprijed definiranim kriterijima, ulaze pojedine dionice koje u pravilu kotiraju na tim tržištima te time stvaraju tzv. *benchmark* i čija će promjena vrijednosti poslužiti kao “brza mjera sentimenta” nekog tržišta te kriterij u odnosu na koji se mjere uspješnost i rizik (beta vrijednost) neke investicije. Prvi dionički indeks Zagrebačke burze bio je CROBEX, kojem je kao bazni datum postavljen 1. srpanj 1997. godine, a bazna vrijednost na taj datum bila je 1.000 bodova. Od tada pa do danas ZSE je uveo osam dioničkih i dva obveznička indeksa, čiji se temeljni podaci nalaze u Prikazu 4.

Kao što se i ovog prikaza može vidjeti, jedan se od sektorskih indeksa odnosi i na turističku djelatnost i ime mu je CROBEXturist. Uveden je kada i ostali sektorski indeksi (21. veljače 2013). Iako ovaj indeks u svom nazivu koristi izvedenicu od riječi *turizam*, pa daje naslutiti da se ovim indeksom mjeri turistička djelatnost, ipak je posrijedi indeks koji se bavi isključivo našim hotelijerstvom, pa bi se ovaj indeks pravilnije mogao zvati npr. CROBEXhotel ili slično. Ovo

from the Zagreb Stock Exchange. This leaves us with approximately 420,000 beds that could be included in the stock exchange listing through various hotel companies that have their shares listed on the stock exchange. Of course, this number should be further reduced because, as I said, not all hotels in Croatia are listed on the ZSE.¹⁶

However, even if we take this fact into account and analyze the information about the hotel companies that have their *ticker*¹⁷ (i.e. have been registered in CDCC) and are actively traded on the ZSE, we come to an additional argument that Zagreb Stock Exchange is showing the real state and value of Croatian tourism very inadequately.

To gain a complete insight into the extent of trading in tourism shares on the ZSE we have to take another step forward that will allow us to show the complete lack of liquidity of our capital market.

In the jaws of the sectoral index CROBEXturist

In order to create more or less reliable “measure of all things” in the capital market international stock exchanges create their own indices which, according to pre-defined criteria, include individual stocks that are generally traded in these markets, thus creating the so-called *benchmark* whose change of value serves as a “quick measure of sentiment” of a market and the criteria against which to measure the performance and risk (beta value) of an investment. The first stock index of the Zagreb Stock Exchange was CROBEX created on the base date of 1st of July 1997, and the base value at that date was 1,000 points. Since then, ZSE has introduced eight share and two bond indices whose underlying data can be found in Figure 4.

As can be seen from this Figure, one of the sectoral indexes refers to the tourism industry and its name is CROBEXturist. It was introduced along with other sectoral indices (on the 21st of February 2013). Although this index has a derivative of the word *tourism* in its name, which suggests that this index measures the tourist trade, this is an index that deals exclusively with our hotel industry so it would

PRIKAZ 4. INDEKSI ZAGREBAČKE BURZE
FIGURE 4. ZAGREB STOCK EXCHANGE INDICES

	BAZNI DATUM BASE DATE	BAZNA VRIJEDNOST BASE VALUE	VRSTA INDEKSA TYPE OF INDEX
DIONIČKI INDEKSI ZSE SHARE INDICES OF ZSE			
CROBEX	1.7.1997.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
CROBEX10	31.7.2009.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
CROBEXindustrija	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
CROBEXkonstrukt	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
CROBEXnutris	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
CROBEXplus	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
CROBEXtr	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
CROBEXtransport	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
CROBEXturist	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende / Price without dividends
OBVEZNIČKI INDEKSI ZSE BOND INDICES OF ZSE			
CROBIS	30.9.2002.	100	Cjenovni / Price
CROBISTR	1.12.2012.	100	Indeks ukupnog prinosa / Total return index

Izvor: Zagrebačka burza / Source: Zagreb Stock Exchange

je samo pokazatelj kako se olako odnosimo prema turističkom sektoru, a zapravo ga neadekvatno prikazujemo i krivo interpretiramo.

Znakovit je i sastav CROBEXturist indeksa, što se izravno nadovezuje na temu (ne)likvidnosti našeg burzovnog tržišta, kao i uloge burze da sudjeluje u investicijskim projektima u turističkom sektoru. U propozicijama je ovog indeksa definirano da u njegov sastav mogu ući samo one dionice čije tvrtke obavljaju turističku djelatnost ili se njome bave, a čijim se dionicama trguje najmanje 70% dana od promatranog razdoblja. Promatrano razdoblje također je definirano. Računa se trgovanje dionicama unatrag pola godine, s time da se revizija indeksa vrši polugodišnje i to trećeg petka u svibnju i studenome. Ovaj indeks postoji nešto više od

be more accurate to call it e.g. CROBEXhotel or similar. This is just an indicator of how casually we relate to the tourism sector, and in fact give it inadequate presentation and wrong interpretation.

The composition of the CROBEXturist index is also very significant, which is directly linked to the subject of (il)liquidity of our stock exchange market and the role of the stock market in investment projects of the tourism sector. The propositions of this index define that only the stocks of companies that are engaged in the tourist industry or deal with it can enter it, and only shares that are traded at least 70% of the days of the observed period. The observed period is also defined. Trading in the last half a year is taken into account, with the index revision carried out every six months on the

dvije godine prije nego što je pisan ovaj rad. U tom periodu revizija indeksa obavljena je pet puta redovno te je tri puta obavljena izvanredna revizija indeksa (25. 7. 2013; 21. 8. 2014. i 19. 1. 2015) zbog izlistavanja ili delistiranja dionica sastavnica indeksa. Znakovito je da je u razdoblju od 8. studenoga 2013. do 8. svibnja 2014. godine CROBEXturst bio konstruiran od samo dvije dionice koje su zadovoljile uvjet o broju trgovanih dana [to su bile dionice Arenaturista (ARNT-R-A) i Valamar Adria Holdinga (KORF-R-A)].¹⁸

Smatram da se može postaviti legitimno pitanje: koliko je reprezentativan indeks od dvije dionice? Naročito u najvećem sektoru na ZSE koji broji čak 33 turističke (hotelske) dionice.

Dodatno je znakovito i to da jedna od ove jedine dvije dionice koje su tada bile sastavnice CROBEXturista (KORF-R-A) nije jedna od spomenute 33 hotelske kuće, već je posrijedi riječ o holdingu koji upravlja vlastitim portfeljem, od kojeg je znatan dio upravo u sektoru turizma, pa je zato ušao u sastav indeksa turističkog sektora. Dakle, možemo zaključiti da se od ukupno izlistane 33 turističke dionice tada tek jednom dionicom trgovalo više od 70% dana promatranog razdoblja. To je za turistički sektor u smislu investicijskih aktivnosti čija se sredstva pokušavaju namaknuti putem burze kapitala zapravo poražavajući podatak.¹⁹

Shodno iznesenim podacima, iako sam ovo poglavlje započeo s pokušajem određivanja onog dijela turizma koji nije prezentiran kroz burzovno trgovanje, nakon ovakvog saznanja o trgovanju turističkim dionicama slobodno si možemo postaviti pitanje na obratan način: što se na Zagrebačkoj burzi uopće nalazi stvarno aktivno od cjelokupnog hrvatskog turizma?

Turističke dionice koje zapravo nisu iz turističkog sektora

Da bi situacija s turističkim sektorom na ZSE bila dodatno kompliciranija, kao što smo vidjeli, postoje dionice koje zbog svog opisa poslovanja

third Friday in May and November. This index has been created just over a two years from the time of writing this article. During this period index revision was performed five times regularly and three times an extraordinary index revision was made (25/07/2013; 21/8/2014 and 19/1/2015) due to a listing or delisting of a shares which was a component of the index. It is significant that in the period from 8th of November 2013 to 8th of May 2014 CROBEXturst was constructed of only two shares that met the requirement on the number of traded days [(those were the stocks of Arenaturist (ARNT-R-A) and Valamar Adria Holding (KORF-R-A)].

I think we may ask a legitimate question: how representative is an index consisting of two stocks? Especially in the largest sector on the ZSE which counts 33 tourism (hotel) shares.

In addition, it is also significant that one of these two shares that were then forming the CROBEXturst (KORF-R-A) is not one of the mentioned 33 hotel companies, but a holding company that manages its own portfolio of which a substantial part is in the tourism sector, which is why it became a part of the index of the tourism sector. Thus, we can conclude that of the total 33 listed tourist shares only one share was traded more than 70% of the observed period. This is in terms of investment activities actually a very devastating information for the tourism sector.¹⁹

In accordance with the data presented, though I began this chapter with an effort to determine the part of tourism which is not presented through stock-trading, after such knowledge about the tourist shares trading I think we can be free to ask the question in the reverse order: What is really active out of the entire Croatian tourism on the Zagreb Stock Exchange?

Tourism shares that are really not from the tourism sector

To further complicate the situation with the tourism sector on the ZSE, as we have seen, there are shares

jesu dio turističkog sektora, ali im to nije glavna djelatnost niti su na ZSE vođene pod turističkim sektorom. Riječ je o dionicama koje su redom svrstane u sektore pod oznakama:

1. "MA", pod čime se misli na sektor "Pravne, računovodstvene, upravljačke, arhitektonske djelatnosti i inženjerstvo te tehničko ispitivanje i analiza",
2. "H", pod čime se misli na sektor "Prijevoz i skladištenje" i
3. "R", pod čime se misli na sektor "Ostale zabavne i rekreacijske djelatnosti".

To su uglavnom tvrtke holdinzi koje pod svojim okriljem upravljaju tvrtkama iz turističke djelatnosti, pa čak i cijelim hotelskim kućama ili više njih; brodari koji u svom portfelju imaju vlasništvo nad nekim turističkim objektima ili djelatnosti poput upravljanja marinama koje su na ZSE svrstane pod "razonodu".²⁰

U te tzv. "kvazi" turističke dionice spadaju dionice poput onih prikazanih u Prikazu 5.

Pritom, prema podacima o vlasništvu nad hotelima, Valamar Adria Holding (KORF-R-A) upravlja s oko 10% ukupnih kategoriziranih hotelskih smještajnih kapaciteta na jadranskoj obali. Stoga nije čudno da je ova (i ostale dionice iz spomenutih ne-turističkih sektora) postala nezaobilazan dio analize turističkog sektora na ZSE. Ovo je tako više turistička dionica nego mnoge dionice unutar samog turističkog sektora.²¹

Koliko vrijedi hrvatski turizam?

Prema podacima iz godišnjeg izvještaja poslovanja ZSE za 2014. godinu, tržišna kapitalizacija ZSE iznosila je 202,1 milijardi kuna (oko 26,95 milijardi €). Ako tržišna kapitalizacija označava ukupnu tržišnu vrijednost (bilo da je riječ o kompanija ili cijelim sektorima, pa i burzama), to znači da investitori procjenjuju da upravo toliko vrijedi hrvatska ekonomija koja je ponuđena na našem tržištu kapitala. Istodobno, ukupna tržišna kapitalizacija turističkog sektora iznosila je 15,3

that are because of their business description a part of the tourism sector, but it is not their main activity nor does the ZSE list them in the tourist sector.

These shares were all classified into sectors under the labels:

1. "MA" which means the sector "Legal, accounting, management, architectural and engineering activities and technical testing and analysis"
2. "H" which means the sector "Transport and storage" and
3. "R" which means the sector "Other amusement and recreation activities"

These are mainly holding companies which manage companies in the tourist industry, and even the entire hotel houses or more of them; shipping companies who in their portfolio have ownership of some tourist facilities or activities such as managing marinas that are on the ZSE classified under "leisure."²⁰

This so-called "quasi" tourist shares include shares like those shown in Figure 5.

In doing so, according to information on the ownership of hotels, Valamar Adria Holding (KORF-R-A) manages about 10% of the total categorized hotel accommodation on the Adriatic coast. It is not surprising that this (and other shares from these non-tourism sectors) have become an essential part of the analysis of the tourism sector on the ZSE. This is more of a tourist share than many shares within the tourism sector.²¹

What is the value of Croatian tourism?

According to the annual business report of ZSE for 2014 the market capitalization of ZSE amounted to 202,1 billion Croatian kunas (about € 26.95 billion). If market capitalization is the total market value (whether it is companies or entire economic sectors, including stock exchanges), this means that investors estimate exactly how much the Croatian economy offered in our capital market is worth. At the same time, the total market capitalization of the tourism sector amounted to 15.3 billion

PRIKAZ 5. "KVAZI" TURISTIČKE DIONICE NA ZSE
FIGURE 5. "QUASI" TOURIST SHARES ON THE ZSE

SIMBOL SYMBOL	IZDAVATELJ ISSUER	DJELATNOST ACTIVITY
ADRS-P-A	Adris grupa dioničko društvo za upravljanje i ulaganje Adris Group joint stock company for management and investing	MA 7010
KORF-R-A	Valamar Adria Holding dioničko društvo za upravljačke djelatnosti holding-društava Valamar Adria Holding joint stock company for management activities of holding companies	MA 7022
LCDS-R-A	Lucidus dioničko društvo za usluge Lucidus joint stock company for services	MA 7022
PRFC-R-A	Proficio dioničko društvo za usluge Proficio joint stock company for services	MA 7022
SNHO-R-A	SN Holding dioničko društvo za usluge SN Holding joint stock company for services	MA 7010
VLHO-R-A	Valamar grupa dioničko društvo za razvoj turizma Valamar Group joint stock company for tourism development	MA 7010
ATPL-R-A	Atlantska plovidba d.d.	H 5020
LPLH-R-A	Lošinjska plovidba – holding, dioničko društvo za pomorski prijevoz, brodogradnju i turizam Lošinjska plovidba – holding, joint stock company for maritime transport, shipbuilding and tourism	H 5010
ACI-R-A	Adriatic Croatia International club d.d. Valamar Group joint stock company for tourism development	R 9329

Izvor: Zagrebačka burza / Source: Zagreb Stock Exchange

Napomena: tijekom pisanja ovoga rada Atlantska plovidba (ATPL-R-A) je prodala svoj dio turističkog biznisa. Naime, prodala je hotel Hilton Imperial u Dubrovniku Maistri, članici Adris Grupe (ADRS-R-A).

Note: During the writing of this paper Atlantska plovidba (ATPL-RA) has sold its share of the tourism business. In fact, they sold the hotel Hilton Imperial in Dubrovnik to Maistra, member of Adris Group (ADRS-R-A).

milijardi kuna, što predstavlja 7,57% ukupne tržišne kapitalizacije na ZSE.²²

Podatak o tržišnoj kapitalizaciji turističkog sektora ponuđenog na ZSE treba dovesti u vezu s podatkom o ostvarenoj dobiti tvrtki koje čine pojedini sektor. Tek to dalo bi nam realnu procjenu vrednovanja turističkih kompanija na ZSE. Međutim, kako imamo samo podatak o ukupnom ostvarenom prihodu od hrvatskog

kunas, which represents 7,56% of the total market capitalization on the ZSE.²²

Data on market capitalization of the tourism sector offered on the ZSE should be correlated with data on realized profit of companies that make a particular sector. Only this could give us a realistic assessment of value of tourism companies on the ZSE. However, as we only have data on the total realized income of Croatian tourism (and

turizma (a ne o ostvarenoj dobiti), za daljnju ću analizu uzeti podatak o ostvarenom prihodu od prodaje²³ (koji u nastavku rada nazivam "prihod") tvrtki iz sastava sektora "I" sa ZSE.

U Prikazu 6 donosim podatke o ostvarenom prihodu za dionice turistićkog sektora na ZSE u 2014. godini.

Iako ne govore o ostvarenoj dobiti (što bi bio temeljni i jedini ekonomski relevantan podatak!), podaci o ostvarenom prihodu turistićkog sektora ponuđenog na ZSE važni su nam iz najmanje dva razloga:

1. ako znamo koliki je ukupni prihod hrvatskog turizma, prihod turistićkih tvrtki na ZSE nam može otkriti koliki je dio hrvatskog turizma zastupljen na ZSE i
2. ako znamo kolika je tržišna kapitalizacija tvrtki koje ostvaruju poznati (iskazani) prihod i kako znamo koliki je ukupni prihod hrvatskog turizma, možemo procijeniti kolika bi bila njegova ukupna tržišna vrijednost kada bi se on našao na tržištu.

Ad 1. Ako je ukupni prihod hrvatskog turizma u 2014. godini bio na razini od 7,4 milijardi €, onda ukupan prihod turistićkih dionica na ZSE u visini od 4,23 milijardi kuna, tj. 0,56 milijardi € (uztečaj od 7,5 kuna za 1 €), čini 7,56% ukupnih prihoda hrvatskog turizma.

Toliki bi mogao biti opseg hrvatskog turizma koji je prisutan tj. zastupljen na Zagrebaćkoj burzi.

Ad 2. Ako tvrtke koje su ostvarile 7,56% prihoda hrvatskog turizma investitori na ZSE vrednuju sa 15,36 milijardi kuna, tj. 2,04 milijardi €,²⁴ onda bi ukupni hrvatski turizam mogao vrijediti 203,17 milijardi kuna, tj. 27,08 milijardi €.

Da bi dobili bolju predodžbu o tome koliko je to novca, mogao bih dati dvije usporedbe.

Dakle, ukupna vrijednost hrvatskog turizma je na razini od 61,86% godišnjeg BDP-a Republike Hrvatske iz 2014. godine.

Ili, još slikovitija usporedba bila bi sljedeća: procjenjuje se da imovina trenutno drugog najbogatijeg ćovjeka na Zemlji, Billa Gatesa,

not a realized profit) for further analysis I will take the data on realized sales revenue²³ (which in the following paper I call "income") of companies in the sector "I" of the ZSE.

Figure 6 presents data on realized income for the tourism sector shares on the ZSE in 2014.

Although they are not about realized profit (which would be the basic and the only economically relevant data!), data on realized income of the tourism sector offered on the ZSE are important to us for at least two reasons:

1. If we know the total revenue of Croatian tourism, revenue of travel companies on the ZSE can reveal how much of the Croatian tourism is represented on the ZSE and
2. If we know the market capitalization of companies that earn known (reported) income and since we know the total revenue of Croatian tourism, we can estimate what its total market value would be if it would be on the market.

Ad 1. If the total revenue of Croatian tourism in 2014 was at a level of 7.4 billion €, then the total revenue of tourism shares on the ZSE in the amount of 4.23 billion HRK, ie. € 0.56 billion (at an exchange rate of 7.5 per 1 €) makes 7,57% of total Croatian tourism revenue.

This could be the extent of Croatian tourism, which is present i.e. represented on the Zagreb Stock Exchange.

Ad 2. If the investors on the ZSE value companies that have achieved 7,57% of Croatian tourism revenue with 15,36 billion HRK i.e. 2,04 billion €²⁴ then the total Croatian tourism, could be worth 203,17 billion, ie. 27,08 billion €.

To get an even better idea of how much money that is I can give additional two comparisons.

Therefore, the total value of our tourism is at a level of 61,86% of the annual GDP of Croatia in 2014.

Or, even a more vivid comparison: it is estimated that currently the second richest man on earth, Bill Gates, owns more than 61 billion \$ i.e. 45.5

PRIKAZ 6. ISKAZANI PRIHODI OD PRODAJE U 2014. G. (U MILIJUNIMA KUNA) ZA TVRTKE IZ TURISTIČKOG SEKTORA NA ZAGREBAČKOJ BURZI

FIGURE 6. REPORTED SALES REVENUE IN 2014 (IN HRK MILLION) FOR COMPANIES FROM THE TOURISM SECTOR ON THE ZSE

R. BR. NO.	IME TVRTKE COMPANY NAME	OZNAKA ID	PRIHOD OD PRODAJE U MILIJUNIMA KUNA REVENUE FROM SALES (IN HRK MILLION)
1	Apartmani Medena dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam Apartmani Medena joint stock company for hospitality and tourism	AMDN-R-A	8,79
2	Arenaturist dioničko društvo za turizam i ugostiteljstvo Arenaturist joint stock company for tourism and hospitality	ARNT-R-A	314,70
3	Dubrovačko primorje hotelsko-turističko i trgovačko dioničko društvo Dubrovačko primorje hotel-tourism and trading joint stock company	DUPM-R-A	31,65
4	Hoteli Brela dioničko društvo Hoteli Brela joint stock company	HBRL-R-A	92,67
5	Hoteli Baška voda dioničko društvo Hoteli Baška voda joint stock company	HBVD-R-A	34,78
6	Hotel Dubrovnik, dioničko društvo za hotelijerstvo i ugostiteljstvo Hotel Dubrovnik joint stock company for hospitality and tourism	HDUZ-R-A	43,89*
7	Helios Faros, dioničko društvo za ugostiteljstvo Helios Faros, joint-stock company for hospitality	HEFA-R-A	19,76*
8	Hoteli Haludovo Malinska dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam Hoteli Haludovo Malinska joint stock company for hospitality and tourism	HHLD-R-A	1,17
9	Imperial hotelijerstvo, ugostiteljstvo i turizam d.d.	HIMR-R-A	113,64
10	Hoteli Jadran dioničko društvo za hotelijerstvo Hoteli Jadran joint stock company for hospitality	HJDR-R-A	35,37
11	Hoteli Makarska, dioničko društvo Hoteli Makarska, joint stock company	HMAM-R-A	70,86
12	Hotel Medena dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam Hotel Medena joint stock company for hospitality and tourism	HMDN-R-A	26,48
13	Hoteli Maestral dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam Hoteli Maestral joint-stock company for hospitality and tourism	HMST-R-A	49,02
14	Hoteli Podgora, dioničko društvo Hoteli podgora, joint stock company	HPDG-R-A	23,68
15	Hoteli Tučepi d.d.	HTCP-R-A	91,21
16	HTP Korčula – dioničko društvo za ugostiteljstvo, turizam, trgovinu i pružanje ostalih usluga HTP Korčula – joint stock company for hospitality, tourism, trade and providing other services	HTPK-R-A	40,71
17	HTP Orebić – dioničko društvo za ugostiteljstvo, turizam, trgovinu i pružanje ostalih usluga HTP Orebić – joint stock company for hospitality, tourism, trade and providing other services	HTPO-R-A	16,28

R. BR. NO.	IME TVRTKE COMPANY NAME	OZNAKA ID	PRIHOD OD PRODAJE U MILIJUNIMA KUNA REVENUE FROM SALES (IN HRK MILLION)
18	HUP – Zagreb dioničko društvo hotelijerstvo, ugostiteljstvo i turizam HUP – Zagreb joint stock company for hotel industry, hospitality and tourism	HUPZ-R-A	242,55
19	Hoteli Vodice d.d.	HVDC-R-A	14,58
20	Hoteli Zlatni rat d.d.	HZLA-R-A	86,38
21	Hoteli Živogošće, dioničko društvo Hoteli Živogošće, joint stock company	HZVG-R-A	35,18
22	Ilirija dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam Ilirija joint stock company for hospitality and tourism	ILRA-R-A	118,99
23	Jelsa dioničko društvo za hotelijerstvo Jelsa joint stock company for hospitality	JLSA-R-A	21,45*
24	Liburnia Riviera Hoteli dioničko društvo Liburnia Riviera Hoteli joint stock company	LRH-R-A	314,83
25	Maistra d.d.	MAIS-R-A	744,71
26	Olympia Vodice d.d.	OLVD-R-A	35,88
27	Plava laguna dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam Plava laguna joint stock company for hospitality and tourism	PLAG-R-A	481,61
28	Palace hotel Zagreb, d.d.	PLCH-R-A	18,26
29	Valamar Riviera d.d.	RIVP-R-A	1.077,70
30	Solaris, dioničko društvo za hotelijerstvo, ugostiteljstvo i turizam Solaris, joint stock company for hotel industry, hospitality and tourism	SLRS-R-A	242,49
31	Sunčani Hvar, dioničko društvo za hotelijerstvo, ugostiteljstvo i turizam Sunčani Hvar, joint stock company for hotel industry, hospitality and tourism	SUNH-R-A	146,33
32	Turisthotel dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam Turisthotel joint stock company for hospitality and tourism	TUHO-R-A	187,25
33	VIS, dioničko društvo za hotelijerstvo, ugostiteljstvo i turizam u stečaju VIS, joint stock company for hotel industry, hospitality and tourism	VIS-R-A	0,11
UKUPNO / TOTAL			4.236,75 mil. kn, tj. 0,56 milijardi € 4.236,75 million HRK ie. 0.56 billion €

Izvor: Zagrebačka burza, FINA – registar financijska izvješća, portal “Moje dionice”

Source: Zagreb Stock Exchange, FINA – Register of financial statements, portal “My shares”

* Podatak ne postoji za 2014. godinu pa je korišten posljednji dostupni podatak iz godišnjeg financijskog izvješća.

* Data are not available for 2014 and it has been used the latest available data from the annual financial statements.

vrijedi više od 61 milijarde \$, tj. 45,5 milijardi €. ²⁵
To znači da bi Bill Gates sa svojim kapitalom mogao kupiti nešto više od 2 ukupna hrvatska turizma.

Ovo su, vjerujem, informativne aproksimacije koje nije moguće naći u statističkim biltenima ni javno dostupnim službenim glasilima. A valja nam ih znati – kako za procjenu vrijednosti ukupnog hrvatskog turizma, tako i za procjenu relevantnosti značaja koji ZSE ima u svom, po broju dionica, najzastupljenijem sektoru.

Ovdje posebno naglašavam kako je procjena vrijednosti ukupnog hrvatskog turizma iznesena u ovom radu temeljena na promjenjivom podatku o tržišnoj kapitalizaciji izlistanih dionica turističkog sektora na ZSE na određeni datum. Taj podatak mijenja se svaki trgovinski dan na burzi te dodatno pokazuje da kategorija vrijednosti ukupnog hrvatskog turizma predstavlja puno više od pukog zbroja npr. knjigovodstvene vrijednosti (*book value*) svih turističkih kompanija, a koji podatak je također promjenjive prirode.

Stoga u tablici koja slijedi (Prikaz 7) donosim podatak o tržišnoj kapitalizaciji turističkog sektora na ZSE (prema sektorskoj klasifikaciji dionica ZSE), i to na datum 1. kolovoza pojedine godine. Valja primijetiti kako se iz godine u godinu broj dionica smanjuje, dok se njihova tržišna kapitalizacija kontinuirano povećava (s iznimkom 2012. godine). Ovo je dodatni argument za tvrdnju kako sve manje poduzetnika iz sektora turizma svoje investicijske aktivnosti obavlja kroz Zagrebačku burzu, a oni koji to ipak čine, njima tržišna kapitalizacija (cijena dionica) značajno raste.

S obzirom na ukupno gospodarsko stanje u Republici Hrvatskoj u promatranom razdoblju (to su godine pada hrvatskog BDP-a) možemo reći da porast vrijednosti tržišne kapitalizacije turističkog sektora na ZSE od 2011. do 2015. za 61% predstavlja iznimno veliki rast i suprotstavljen je glavnom ekonomskom trendu.

Ovaj rad nema za svrhu ponuditi procjenu je li turistički sektor ponuđen na ZSE u investicijskom

billion €. ²⁵ This means that Bill Gates could buy some more than 2 overall Croatian tourisms with its capital.

These are, I believe, interesting approximations that can not be found in the statistical bulletins nor publicly available official gazettes, and we need to know them – to assess the value of total Croatian tourism, and for the assessment of the relevance that ZSE has in his, by the number of shares, most represented sector.

Here, I particularly emphasize that the assessment of the value of total Croatian tourism expressed in this paper is based on the market capitalization of listed shares of the tourism sector in ZSE on a specific date, which is variable data. This information changes every trading day on the stock market and demonstrates how categories of total Croatian tourism is much more than the sum of e.g. book value (BV) of all tourism companies. And that data is also changing.

Therefore, in the table which follows (Figure 7) contains the information on the market capitalization of the tourism sector on the LSE (according to the sectoral classification of shares of ZSE) on the date of August 1th, each year. It should be noted that every year the number of shares decreases while their market capitalization continuously increases (with the exception of 2012). This is an additional argument for the claim that fewer entrepreneurs in the tourism sector perform their investment activities through the Zagreb Stock Exchange, and those who have done, their market capitalization (stock price) increases significantly.

Considering the overall economic situation in the Republic of Croatia in the observed period (the fall of the Croatian GDP), we can say that the increase in the value of market capitalization of the tourism sector in ZSE from 2011 to 2015 by 61% represents tremendous growth and it is opposed to main economic trend.

This paper is not intended to provide an assessment of whether the tourism sector offered on the ZSE

**PRIKAZ 7. TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA TURISTIČKOG SEKTORA (SEKTOR I) NA ZSE NA DATUM
1. KOLOVOZA POJEDINE GODINE**
**FIGURE 7. THE MARKET CAPITALIZATION OF THE TOURISM SECTOR (SECTOR I) ON THE ZSE
ON THE DATE OF AUGUST 1TH EACH YEAR**

GODINA YEAR	BROJ UVRŠTENIH VRIJEDNOSNICA NUMBER OF LISTED SECURITIES	TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA (KN) MARKET CAPITALIZATION (HRK)
2011.	46	9.522.520.236
2012.	42	8.361.034.909
2013.	37	9.485.718.366
2014.	33	11.256.746.522
2015.	33	15.363.570.807

Izvor: Zagrebačka burza / Source: Zagreb Stock Exchange

smislu podcijenjen, precijenjen ili je pak pravedno vrednovan. O tome će, naravno, odlučiti sami investitori te financijski analitičari koji su za to posebno školovani. To je posao investicijskih savjetnika. Ono što jest cilj ovoga rada je pokušati steći uvid o tome koliko turistički sektor na ZSE (ne)realno prezentira cjelokupni hrvatski turizam te pokušati pronaći razloge zašto je tomu tako i koja su moguća rješenja.

ŠTO NAPRAVITI?

Sada kada smo stekli uvid u to koliko turizam prema ZSE ne prezentira stvaran opseg hrvatskoga turizma, postavlja se pitanje: što se može napraviti da bi se to promijenilo?

Uvijek postoji više mogućnosti.

Evo nekih:

1. Jedna od njih bila bi da u startu odustanemo od ideje da bi nam naše tržište kapitala moglo (ili trebalo) dati neku vrijednu informaciju o cjelokupnome ekonomskom sektoru (bilo kojom, pa i onom turističkom). Da naprosto u budućnosti ne nastojimo više uzimati podatke s burze kao relevantno mjerilo, već podatke raznih drugih državnih ili privatnih institucija koje se bave

is underrated, overvalued or fairly valued. This will, of course, be decided by investors themselves and specially trained financial analysts. It is the job of investment consultants. The aim of this paper is to try to gain insight on how the tourism sector on the ZSE (un)realistically represents the entire Croatian tourism and try to find reasons why this is so and what the possible solutions are.

WHAT TO DO?

Now that we have gained insight into how ZSE does not represent the actual state of Croatian tourism, the question is what can be done change this?

There are always several options.

Here are some:

1. One of these would be to give up on the idea that our capital markets could (or should) provide some valuable information about the overall economic sector (any sector, even the tourism one). Simply to stop taking any stock market data as a relevant measure, and to use data of various other state or private institutions engaged in tourism.²⁶ Personally, I do not support this attitude nor do I represent it, but it is a legitimate option. Especially if the lack

turizmom.²⁶ Osobno ovakav stav ne bih podržao, niti ga zastupam, ali je legitimna mogućnost. Osobito ako netransparentnost, nelikvidnost i neefikasnost domaćeg tržišta kapitala potraje.

2. Općenit je stav, koji se u medijima javnog priopćavanja može osjetiti dosta snažno, da je tržište kapitala "igračka velikih igrača" koji ne prežu ni pred čime kako bi stekli "brz i lak novac". Pritom su ti isti mediji itekako pridonijeli javnoj euforiji za vrijeme dioničkog buma na ZSE 2007-2008. godine, kada su svakodnevno izvještavali o tome da cijene dionica rastu i da je "taksist iz susjedne ulice stekao pravo bogatstvo mudro kupujući vrijednosne papire". Bilo je to vrijeme od države organiziranih i/ili potpomognutih IPO-a.²⁷ Tada su cijene vrijednosnih papira bile na vrhuncu pa je shodno tome i rizik bio vrhunski. Danas je situacija poprilično drukčija. Prvenstveno zbog ljudske emotivne prirode, koja oscilira između dviju krajnosti, straha i pohlepe, te naročito zbog činjenice povećane neefikasnosti tržišta kada je ono plitko i niskolikvidno kakvo je hrvatsko – cijene padaju vrlo neselektivno bez stvarnih fundamentalnih temelja u poslovanju kompanija. Prepoznati tu neselektivnost i u skladu s time, a na temelju fundamentalne i tehničke analize investirati moguća je "dobitna kombinacija" za investitore na ZSE.

Warren Buffett, najveći investitor današnjice, na pitanje o tome kako investirati lakonski je, ali istodobno tako istinito odgovorio: "Cijela mudrost u investiranju jest znati kupiti jeftino i prodati skuplje. A najbolje bi bilo nikada ne prodati udjele u biznisima koje imate već držati vječiti prihod od kapitala." (Pardoe, 2006). Naši ljudi, izgleda, imaju sasvim drukčiji način mišljenja. Oni se radije ravnaju po onoj narodnoj: "Nisam toliko bogat da kupujem jeftino..."

3. U zakonodavnom smislu, hrvatsko tržište kapitala još uvijek svjedoči znatnoj netransparentnosti tržišta, a naročito vlasničkoj strukturi izlistanih kompanija. Ponekad je važnije znati vlasničku strukturu nego imati podatak o ostvarenoj dobiti ili gubitku tvrtke na godišnjoj razini. Siguran sam

of transparency, liquidity and inefficiency of domestic capital market persists.

2. The general attitude, which can be felt quite strongly in the news media, is that the capital market is a "toy for big players" who do not stop before anything to acquire "quick and easy money". At the same time these same media certainly contributed to public euphoria during the share boom on the ZSE in 2007 - 2008 when they daily reported on how stock prices are rising and how the "taxi driver from the neighboring street made a real fortune by wisely purchasing securities." It was a time of state-organized and/or supported IPOs.²⁷ Then the prices of securities were at their peak, and consequently, the risk was high. Today the situation is quite different. Primarily due to human emotional nature which oscillates between two extremes, fear and greed, and in particular due to the increased inefficiency of the market when it is shallow or of low liquidity like the Croatian one – prices are falling very indiscriminately with no real fundamental foundation in the business activity of companies. We should identify this non-selectivity and accordingly, based on fundamental and technical analysis, invest into potential "win-win combinations" for investors on the ZSE.

Warren Buffett, the greatest investor of our time, answered the question about how to invest laconically so truthfully: "The whole wisdom of investing is to know how to buy cheap and sell expensive. And the best thing would be never to sell shares in businesses that you already have and to keep the perpetual income from capital." (Pardoe, 2006). People here seem to have a different way of thinking. They are rather governed by that old saying: I'm not rich enough to buy cheap...

3. In the legal sense, the Croatian capital market is still a witness of a considerable lack of transparency in the market and in particular in the ownership structure of listed companies. Sometimes it is more important to know the ownership structure than to have information on the realized profit or loss of the company on an annual basis. I'm sure that the Croatian capital market can not thrive while there

da hrvatsko tržište kapitala ne može napredovati dok postoji institut *skrbničkog računa*, kojim se skriva pravi identitet vlasnika dionica, ili dok je omogućeno korištenje tzv. *skrivenih naloga* (h-nalog), kojima se prikriju prava količina dionica koje stoje u nalogu za kupuju ili prodaju. Sve su to dopuštene prakse pri kojima je manipulacija očekivani oblik ponašanja.

4. Bilo bi uistinu korisno kada bi i izdavalji (dakle, same kompanije) Zagrebačku burzu doživjeli i iskoristili za prikupljanje kapitala koji će upotrijebiti za razvoj kompanija te time pridonijeti blagostanju svojih dioničara. Danas, međutim, to nije tako već upravo obratno. Primjerice, kod nas se najveći privatni poslodavac, koji posjeduje 40-tak kompanija, od kojih je desetak izlistano na ZSE, hvali time da se ne bavi tržištem kapitala već novca za investicije dobiva putem kreditnih linija na međunarodnim bankarskim tržištima. I dok mu svi želimo da dobije što povoljniju kamatu, prelazimo preko toga da je zapravo odaslao poruku da ne vjeruje domaćem tržištu kapitala. Ili, s druge strane, domaće tržište ima nerealne zahtjeve, što je također vrijedna informacija.

ZAKLJUČAK

Promatramo li turistički sektor i trgovanje dionicama tog sektora na ZSE, pokazalo se, možemo saznati vrlo malo vrijednih stvari o stvarnom stanju turizma u Hrvatskoj. Naš nam turizam zapravo i dalje ostaje nepoznanica. Ali zato možemo steći mnogo informacija o neadekvatnosti, nelikvidnosti, nefunkcionalnosti i netransparentnosti našeg tržišta kapitala. Pokazao sam da je opseg turizma ponuđenog na hrvatskom tržištu kapitala iznimno malen u odnosu na našu cjelokupnu turističku djelatnost, a to nije povoljno stanje stvari. Naročito ne stoga što postoje znatna očekivanja da će nam upravo turizam pomoći da što lakše izađemo iz višegodišnjeg ekonomskog pada. No, dobivene informacije iz ovoga rada, osim što opisuju trenutno stanje stvari, nisu nepromjenjiva kategorija već upravo obratno. Vjerujem da su

are *custody accounts* that hide the true identity of the shareholder or the possible use of so-called *hidden orders* (h-order) that conceal the real amount of shares that are in the purchase of selling orders. All these are permissible practices in which manipulation is the expected form of behavior.

4. It would be really useful if the issuers (i.e. companies themselves) would experience and use the ZSE for raising capital which will be used for the development of companies and thereby contribute to the prosperity of their shareholders. However, today it is not so, but just the opposite. For example, in Croatia the largest private employer who owns 40 companies, of which about a dozen is listed on the ZSE, praises the fact that he does not deal with the capital market but gets the money for investments through credit lines on international banking markets. And while we all want him to get a more favorable interest rate, we pass over the fact that he actually sent the message that he does not trust the domestic capital market. Or, on the other hand, the domestic market has unrealistic demands, which is also a valuable information.

CONCLUSION

If we look at the tourism sector and trading with the shares of that sector on the ZSE, it turns out that we have very little valuable information about the real situation of tourism in Croatia. And our tourism actually remains an unknown. But because of this we can gain a lot of information about the inadequacy, insolvency, inefficiency and lack of transparency of our capital market. I have shown that the extent of tourism offered in the Croatian capital market is extremely small compared to our overall tourism business, which is not a favorable state of affairs. Especially because there are considerable expectations that tourism will help us to easily get out of several years of economic decline. However, the information obtained from this study, in addition to describing the current state of things, are not immutable categories, but just the

prezentirane činjenice temelj za novo promišljanje uloge koju Zagrebačka burza može imati za hrvatsko gospodarstvo, a ovaj rad također daje svoj doprinos razumijevanju šarolikosti turističke ponude, koju tek treba adekvatno valorizirati.

BILJEŠKE

* Ivor Altaras Penda je docent na prvom privatnom sveučilištu u Republici Hrvatskoj, Sveučilište Libertas te predavač na Visokoj školi za financijski menadžment RRiF. Autor ima položen brokerski ispit te je ujedno i aktivni investitor na financijskim tržištima. Spominjanje konkretnih vrijednosnih papira, stavovi i analize iznesene u ovome radu nisu namijenjeni pružanju investicijskog savjeta usvrhu provođenja investicijskih aktivnosti.

¹ O špekulaciji kao neprijatelju naroda mnogo je puta govorio predsjednik SFRJ, Josip Broz Tito (*Tito*, 1980, str. 4).

² Financijska povijest pokazala je da, u suprotnosti s vjerovanjima nekih ekonomskih struja mišljenja, tržišta nisu u potpunosti efikasni i samoregulirajući mehanizmi te da je nužno uspostaviti tržišna pravila kojih se moraju pridržavati svi sudionici tržišne utakmice i čiju će provedbu garantirati država.

³ Npr. pružanja fizičke zaštite građana, pružanja socijalne, mirovinske i zdravstvene skrbi, mogućnosti prikupljanja poreza pa sve do obrane teritorija.

⁴ To bi značilo da nam treba manja a ne veća, ali pritom u definiranim gabaritima, snažna i stabilna država.

⁵ Osobno smatram da je nedopustivo i nečuveno što ne postoji službeni podatak o ostvarenoj ukupnoj dobiti od turističkog sektora. Na temelju podatka o ostvarenom prihodu od turizma mi i dalje ne znamo je li Republika Hrvatska ostvarila pozitivan ili negativan ukupni turističko-ekonomski saldo.

⁶ Tako se primjerice u turističkim velesilama poput Francuske, Španjolske, Grčke, Italije i Turske udio turizma u nacionalnom BDP-u kreće na razini od 5 – 8%.

⁷ Sigurnost je sve vredniji resurs hrvatskoga turizma, kojice teško gradi a vrlo lako izgubi. Isto tako, dovoljna je samo jedna ekološka nesreća naftnog tankera na zatvorenom moru kao što je Jadransko ili jači potres (a mi se nalazimo na geološki izrazito trusnom području), pa da zapadnemo u ozbiljne teškoće u turističkim sektoru.

⁸ Izvješće se može pronaći na: <http://www.weforum.org/reports>

⁹ Kao naši glavni turistički konkurenti uzeti su Austrija, Bugarska, Cipar, Crna Gora, Francuska, Grčka, Italija,

opposite. I believe that the facts presented are a basis for rethinking the role that the ZSE may have for the Croatian economy, and this paper also makes its contribution to understanding the diversity of tourist offer that we are yet to adequately evaluate.

REFERENCES

* Ivor Altaras Penda is Assistant Professor at first private University in Republic of Croatia, DIU Libertas International University and a lecturer at the Libertas Business School as well as High School of Financial Management RRiF. The author has passed broker's exam and he is also an active investor in the financial markets but the mention of specific securities, opinions and analysis presented in this paper are not meant as investment advices for the conduct of investment activities.

¹ The former president of Yugoslavia, Josip Broz, often spoke about speculation as an enemy of the people (*Tito*, 1980, p. 4).

² Financial history has shown that, contrary to the beliefs of some economic lines of thought, the markets are not fully efficient and self-regulating mechanisms, and it is necessary to establish market rules that must be followed by all participants of the market competition and whose implementation would be guaranteed by the state.

³ For example, providing physical protection of citizens, providing welfare, pension and health care, opportunities for collecting taxes, and up to defense of territory.

⁴ This would mean that we need a smaller and not bigger state, but without the defined dimensions, strong and stable.

⁵ I personally believe that it is unacceptable and outrageous that there is no official data on the realized total profit from the tourism sector. Based on data on realized income from tourism, we still do not know whether Croatia has had a positive or negative overall tourist-economic balance.

⁶ For example, the tourist superpowers such as France, Spain, Greece, Italy and Turkey share of tourism in their national GDP's are moving at the level of 5-8%.

⁷ Security is increasingly becoming a valuable resource of Croatian tourism which is difficult to gain and very easy to lose. Also, it takes only one oil tanker accident in the closed sea like the Adriatic or a stronger earthquake (and we are in a very geologically unstable area), to get us into serious difficulties in the tourism sector.

⁸ The report can be found at: <http://www.weforum.org/reports>

⁹ We consider our main tourism competitors to be Austria, Bulgaria, Cyprus, Montenegro, France, Greece, Italy, Malta, Germany, Portugal, Spain, Turkey and the United Kingdom.

Malta, Njemačka, Portugal, Španjolska, Turska i Ujedinjeno Kraljevstvo.

¹⁰ S obzirom na ekonomsku razvijenost, geografsku poziciju i ostale elemente ekonomskih politika.

¹¹ Do 2007. godine u Hrvatskoj su postojala čak dva tržišta kapitala: Zagrebačka burza (ZSE) i Varaždinska burza (VSE). 19. ožujka 2007. godine Zagrebačka burza pripojila je Varaždinsku burzu te je učinjena revizija CROBEX-a, najstarijeg indeksa ZSE u koji su uključene i neke dionice s Varaždinske burze.

¹² Zagrebačka burza kao temelj za svoju klasifikaciju djelatnosti koristi nacionalni okvir tj. Nacionalnu klasifikaciju djelatnosti iz 2007. (NN 58/07 i 72/07), a koju provodi i Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske.

¹³ Razlozi za to mogu biti raznovrsni: nikada izvršene inicijalne javne ponude dionica (IPO), prestanak postojanja samih hotela, njihovo preuzimanje, neudovoljavanje temeljnim uvjetima za sudjelovanje na uređenom tržištu, promjene u vlasničkoj strukturi, tj. moguće je da je došlo do tzv. istiskivanja malih dioničara te se većinski vlasnik odlučio povući sa ZSE kako bi smanjio troškove i sl.

¹⁴ Cjelokupni popis klasificiranih sektora na ZSE s pripadajućim statistikama moguće je pronaći na web stranici: <http://zse.hr/default.aspx?id=34349&sektor=1>

¹⁵ Ali zato Državni zavod za statistiku uredno vodi podatke i kroz svoje biltene obavještava javnost o broju dolazaka i ostvarenih noćenja u komercijalnim smještajnim objektima u Hrvatskoj. Ti su podaci (osim činjenice procjene smjera kretanja ukupnog obujma turizma, tj. broja turista u Hrvatskoj) u biti sasvim beskorisni, jer ne otkrivaju ni jednu ekonomski relevantnu veličinu, od kojih je najvažnija ostvarena potrošnja, tj. ostvarena dobit hrvatskog turizma, a do takvih podataka nije moguće doći.

¹⁶ Konkretna broj smještajnih kapaciteta koji su obuhvaćeni kotacijom na ZSE može se dobiti i tako da se zbroje svi podaci o smještajnim kapacitetima kompanija koje su izlistane na ZSE.

¹⁷ *Ticker* predstavlja jedinstvenu dioničku oznaku. Npr. *ticker* za Liburnija hotele iz Opatije je: "LRH-R-A".

¹⁸ Simpatično zvuči stavak 3 članka 4 "Odluke o indeksu CROBEXplus i sektorskim indeksima", koji navodi da će se u slučaju da pojedinom indeksu bude zastupljeno manje od dvije dionice privremeno obustaviti mjerenje tog sektorskog indeksa. Donositelj odluke je očito unaprijed očekivao da bi se mogla dogoditi situacija u kojoj mu prestaje potreba za indeksom jer nema dionica koje bi u njega mogle ući. U takvim okolnostima ima smisla umjetno trgovati pojedinom dionicom (dovoljno je da jedan kupac izvrši kupnju i prodaju vrijednosnog papira, a što je inače protuzakonito jer predstavlja manipulaciju tržištem prema Zakonu o tržištu

¹⁰ With regard to economic development, geographical position and other aspects of economic policy.

¹¹ By 2007, there were two capital markets in Croatia: Zagreb Stock Exchange (ZSE) and Varazdin Stock Exchange (VSE). On the 19th March 2007 the Zagreb Stock Exchange took over the Varazdin Stock Exchange and CROBEX, the oldest ZSE index, underwent revision that included some shares from the Varazdin Stock Exchange.

¹² Zagreb Stock Exchange uses the national framework as the basis for its classification activities, i.e. the National Classification of Economic Activities from 2007 (Official Gazette 58/07 and 72/07), conducted by the Croatian Central Bureau of Statistics.

¹³ The reasons for this may be various: never completed initial public offering (IPO) of shares, the termination of the hotels themselves, their acquisitions, not complying with the basic requirements for participation on the regulated market, changes in the ownership structure, i.e. possible squeezing out of small shareholders, whereby the majority owner decided to withdraw from the ZSE in order to reduce costs, etc.

¹⁴ The full list of classified sectors on the ZSE with associated statistics can be found on the website: <http://zse.hr/default.aspx?id=34349&sektor=1>

¹⁵ But the Central Bureau of Statistics regularly collects information and through its newsletters informs the public about the number of arrivals and overnight stays in commercial accommodation facilities in Croatia. These data is completely useless (except for assessment of the direction of the total number of tourists in Croatia) because it does not reveal any economically relevant measure, of which the most important is the realized consumption i.e. realized profit of Croatian tourism, and is not possible to find such data.

¹⁶ The specific number of accommodations that are covered by the ZSE quotation can be obtained by totaling all the information on accommodation capacities of companies that are listed on the ZSE.

¹⁷ *Ticker* is a unique shareholder ID. For example, the *ticker* for Liburnija hotels from Opatija is: "LRH-R-A".

¹⁸ Paragraph 3 of Article 4 of the Decision on CROBEXplus index and sectoral indices sounds lovely, noting that in the event that a particular index is represented by less than two shares, the measurement of that sectoral index will be temporarily suspended. The decision maker has clearly expected that a situation could occur where there is no longer a need for the index because there are no shares that may enter it. In such circumstances, it makes sense to artificially trade with individual shares (it is enough that one customer completes the purchase and sale of securities, which is otherwise illegal because it presents market manipulation under the Capital Market Act), which would "keep alive" the sectoral index itself. In terms of investment

kapitala), čime bi “održavao na životu” i sam sektorski indeks. U smislu investicijskog potencijala dionica bitna je razlika je li vaša dionica sastavnica nekog indeksa ili nije. Ako jest, to ju čini vjerodostojnijom investicijskom klasom te bez obzira na to tko bi eventualno činio ovakve radnje one bi svakako išle na ruku postojećim dioničarima kompanija, koje bi zbog toga ušle u sastav indeksa.

¹⁹ U međuvremenu, dok ovaj rad nastaje i čeka objavljivanje, mogli smo svjedočiti da je indeks CROBEXturist bio sastavljen od svega (ili čak) 3 dionice (ARNT-R-A; HUPZ-R-A i HIMR-R-A), da bi kasnije u njegovom sastavu ipak bilo uključeno 9 dionica (ARNT-R-A; HIMR-R-A; HMST-R-A; HUPZ-R-A; LRH-R-A; MAIS-R-A; PLAG-R-A; RIVP-R-A i TUHO-R-A).

²⁰ Možda je moguće pronaći i neku drugu dodatnu dionicu iz nekog drugog sektora na ZSE osim spomenutih čiji je dio djelatnosti također povezan s turizmom.

²¹ Možda je (uz “izvedbu” dionice na godišnjoj razini) ovo jedan od razloga zašto je baš ova dionica dvije godine za redom javnim glasanjem putem *on line* ankete na internetskim stranicama Zagrebačke burze izabrana za najbolju dionicu godine. 28.8.2014. ova dionica nestaje sa ZSE, jer se spaja s dionicama oznake VLHO-R-A i RIVP-R-A.

²² Usporedimo li udio turističkog sektora u tržišnoj kapitalizaciji ZSE, koji iznosi 7,56%, s udjelom kojeg ukupni turizam ima u hrvatskoj ekonomiji (17,19%) u 2014. godini, posredno možemo naslutiti da postoji značajna razlika između ukupnog hrvatskog turizma i turizma koji je ponuđen na ZSE.

²³ Kao relevantan podatak uzimam prihod od prodaje ostvaren u nekoj kompaniji, a ne ukupne poslovne prihode, jer prema međunarodnim računovodstvenim standardima u ukupne poslovne prihode ulaze i oni ostali, tj. izvanredovni prihodi (poput: prihodi od prodaje dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine; prihodi od otpisa obveza; prihodi od naknadno odobrenih popusta dobavljača; prihodi od otpisanih potraživanja koja su naknadno naplaćena; prihodi od viškova; prihodi od naplaćenih penala i nagrada; prihodi od prodaje sirovina, materijala kao i rezervnih dijelova; te prihodi iz prethodnih godina), koji imaju više knjigovodstveni nego poslovni karakter.

²⁴ Prema cijenama promatranih dionica na dan 1. kolovoza 2015.

²⁵ Podatke o deset najbogatijih ljudi na svijetu moguće je pronaći na sljedećoj web stranici: <http://www.luxmagazine.hr/business/top-10-najbogatijih-ljudi-na-svijetu>

²⁶ Kao npr. Državni zavod za statistiku, Ministarstvo turizma, pojedini instituti ili privatne revizorske kuće koje su se specijalizirale za turističku djelatnost.

²⁷ IPO – *Initial Public Offering* ili Inicijalna javna ponuda dionica

potential of shares an important difference is whether your share is a component of an index or not. If so it makes it a more authentic investment class and regardless of who would eventually do these actions, they would certainly go in hand with the existing shareholders of the company because they would therefore enter into the index.

¹⁹ In the meantime, while this work occurs and it is waiting for the publication, we were able to witness that the CROBEXturist index, was composed of only (or even) 3 shares (ARNT-R-A; HUPZ-R-A and HIMR-R-A), and later its composition is included 9 shares (ARNT-R-A; HIMR-R-A; HMST-R-A; HUPZ; LRH-R-A; MAIS-R-A; PLAG; PUNT-R-A and VERN-R-A).

²⁰ It may be possible to find some other additional share from another sector of the ZSE whose activities are also partially associated with tourism.

²¹ Perhaps this is (along with “performance” of the share on an annual basis) one of the reasons why this particular stock has for two consecutive years been voted by public via an online survey on the website of the Zagreb Stock Exchange as the best stock of the year. 08/28/2014. these stock will be delisted from ZSE because it will merge with shares VLHO-R-A and RIVP-R-A.

²² If we compare the share of the tourism sector in market capitalization of ZSE, which is 7,56%, with the total share of tourism in Croatian economy (17,19%) in 2014, we get indirect evidence that there is a significant difference between the total Croatian tourism and tourism offered at the ZSE.

²³ I take sales revenue as the relevant data and not total business revenue generated in a company because according to international accounting standards the overall business revenue also includes the so called extraordinary revenues (such as income from sale of tangible and intangible assets, income from write-downs liabilities, income from subsequently approved supplier discounts; income from written-off receivables that were subsequently charged; income from surplus, income from penalties and rewards; income from sales of raw materials and spare parts, as well as income from previous years), who have more of an accounting than business character.

²⁴ According to the stock prices observed at August 1, 2015.

²⁵ Data on the ten richest people in the world can be found at the following website: <http://www.luxmagazine.hr/business/top-10-najbogatijih-ljudi-na-svijetu>

²⁶ For example, Bureau of Statistics, Ministry of Tourism, individual institutes or private auditing companies that are specialized for the tourism industry.

²⁷ IPO – *Initial Public Offering* or Initial Public Offering of Shares

LITERATURA / LITERATURE

Knjige i znanstveni časopisi/

Books and scientific magazines

*** Državni zavod za statistiku (2015), *Turizam u lipnju 2015. – priopćenje*. Zagreb

*** ZSE (2015), *Godišnje financijsko izvješće za 2014. godinu*. Zagreb

ALTARAS PENDA, IVOR (2014), "Planinarstvo i njegov doprinos hrvatskom turizmu". *Acta Turistica Nova*, Vol 8 (2014) No. 1, May 2014, str. 95-117

BROZ TITO, JOSIP (1980), "Tito (1892. – 1980.): O poljoprivredi i selu". *Sociologija sela*, 18 (67/68), str. 1-6

FUKUYAMA, FRANCIS (2004), *Izgradnja države*. Zagreb: Izvori

PARDOE, JAMES (2006), *Kako to radi Buffett?* Zagreb: Poslovni dnevnik

Internetski izvori / Internet resources

www.zse.hr – Zagrebačka burza

www.dzs.hr – Državni zavod za statistiku

www.mint.hr – Ministarstvo turizma RH

www.iztg.hr – Institut za turizam

www.skdd.hr – Središnje klirinško depozitarno društvo

www.mojedionice.com – Portal za investicije "Moje dionice"

PREGLEDNI RAD REVIEW ARTICLE