
Turistički sektor na Zagrebačkoj burzi (ZSE): koliko vrijedi hrvatski turizam?

doc. dr. sc. Ivor Altaras Penda, MBA*

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 po srijedi riječ o jednom od rijetkih segmenata u kojem Hrvatska ima stanoviti uspjeh te u tom djelu 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

1. 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 drugačija 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., 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.

(<http://zse.hr/default.aspx?id=26>)

Danas znamo da je špekulacija općedruštveni fenomen koji na financijskim tržištima ima

* Ivor Altaras Penda je docent na prvom privatnom sveučilištu u Republici Hrvatskoj, *DIU Libertas međunarodno sveučilište* te predavač na Visokoj poslovnoj školi *Libertas* i Visokoj školi za financijski menadžment RRIF. Autor ima položeni 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 u svrhu provođenja investicijskih aktivnosti. E-mail: ivor.altaras@zg.ht.hr

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

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 zakažu² tada država pokazuje svoju zakonodavnu, pa i represijsku snagu.

U nedostatku definiranog opsega državnih funkcija (Fukuyama, 2004., str. 21) ili, što je još gore, 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 kojih neuređena financijska tržišta mogu dovesti – što se u vremenu krize jasno vidi i zbog čega se (barem kao izlika) 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 (a 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 pokazati 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.

2. 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 prijemčljivom za raznovrsne kulturološke, socijalne, običajne, svjetonazorske pa čak i religijske utjecaje. Biti dobar domaćin, a istovremeno 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 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.

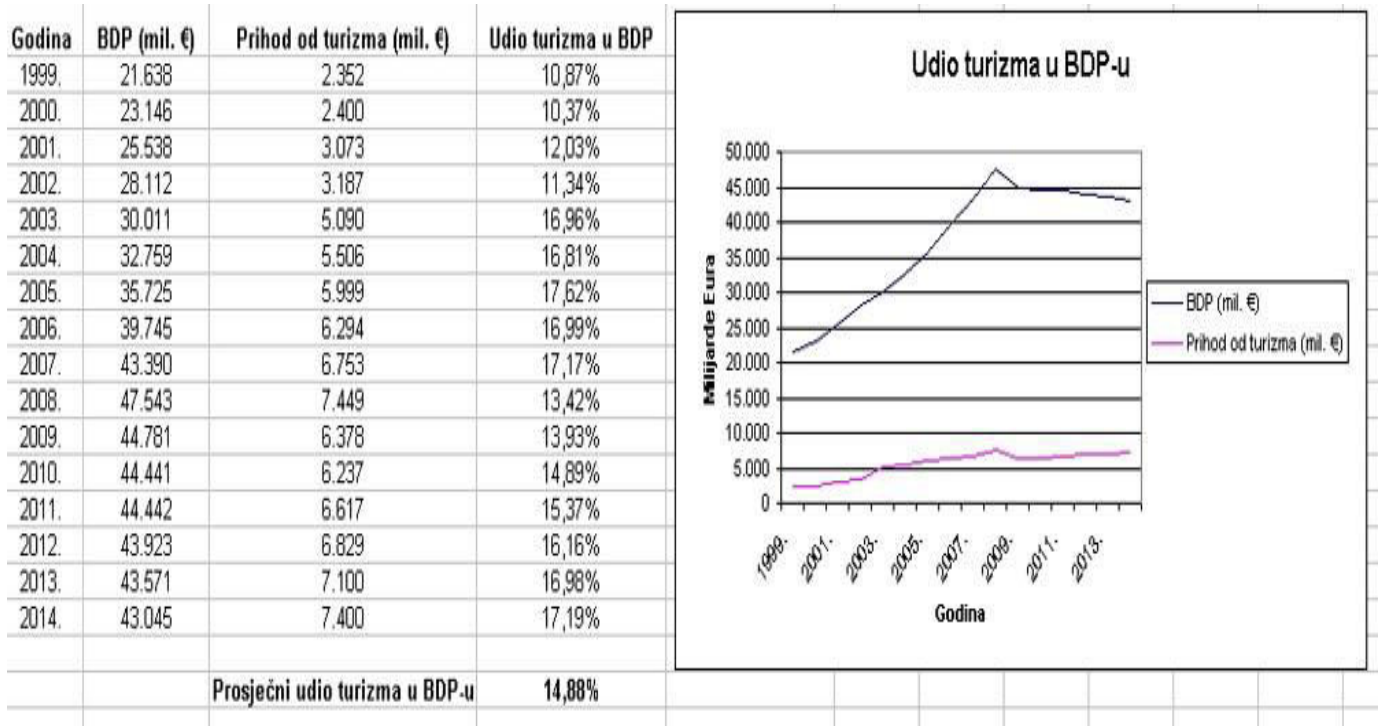
² Financijska povijest pokazala je da, u suprotnosti s vjerovanjima nekih ekonomskih struja mišljenja, tržišta nisu u potpunosti efikasni i samoregulirajući mehanizmi te da je nužno uspostaviti tržišna pravila kojih se moraju pridržavati svi sudionici tržišne utakmice i čiju će provedbu garantirati država.

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.

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 Koliko je udio turizma u našem BDP-u može se vidjeti iz Prikaza br. 1.



Prikaz br. 1
Udio turizma u BDP-u

Objašnjenje 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.

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

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

osjetljiva ekonomska grana koja uvelike ovisi o promjenjivim atmosferilijama, na koje čovjek uglavnom ima mali direktni 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, razvijenu mrežu bankomata) i relativno visokog udjela 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 sa 15 do 20 %. Reklo bi se da smo na vrlo dobrom putu da dosegne taj pretpostavljeni maksimum. Takva bi argumentacija međutim mogla dovesti do krivog zaključka kako nam ne valja više ulagati u naš turizam. Istina je upravo obrnuta. Itekako nam trebaju nove investicije u turizam i turističke sadržaje, ali ono što je najvažnije jest da je potrebno povećati ukupan ekonomski obujam čime bi se udio turizma u njemu proporcionalno smanjivao, pa bi stoga nastao prostor za značajni daljnji napredak u svim ekonomskim segmentima, dakako i u turizmu.

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

3. TURIZAM I ZAGREBAČKA BURZA

Za Zagrebačku burzu, kao jedinu nacionalnu burzu kapitala u Hrvatskoj¹¹, slobodno možemo reći je ogledalo ukupne domaće ekonomije. Zagrebačka burza ujedno je, 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 djelu Europe što se može zorno vidjeti iz Prikaza br. 2

⁷ Sigurnost je sve vredniji resurs hrvatskoga turizma koji se 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.

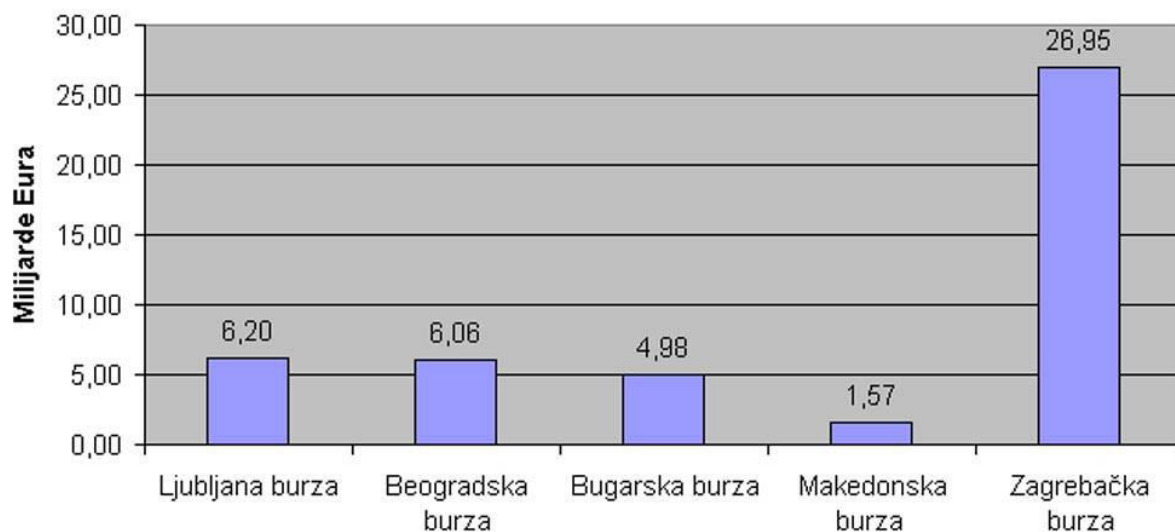
⁸ Izvješće se može pronaći na: <http://www.weforum.org/reports>

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

Tržišna kapitalizacija regionalnih burzi u 2014.



Izvor: Godišnja izvješća o poslovanju regionalnih burzi za 2014. g. dostupne na njihovim službenim internetskim stranicama

Prikaz br. 2

Tržišna kapitalizacija pojedinih regionalnih burzi 31. 12. 2014.

Opseg turističkog sektora na ZSE

Prema Zakonu o trgovačkim društvima svako dioničko društvo (d. d.) pri svojoj registraciji mora ujedno i registrirati 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 je ujedno i 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 procijene opsega hrvatskog turizma na ZSE. Taj podatak bi se mogao saznati ako se postavi upit SKDD-u. Međutim, prema podacima sa ZSE trenutno je u segmentu turizma (djelatnosti koji se službeno naziva "Djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane"¹² i koja nosi oznaku "I", a radi se gotovo isključivo o hotelskim kućama) na uređenom tržištu izlistano 33 vrijednosna papira. Dakako, broj dioničkih društava iz turističkog sektora je znatno veći, a razliku između ukupnog broja d.d.-ova 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 u sektoru turizma ovaj sektor po broju dionica predstavlja najveći pojedinačni sektor na ZSE¹⁴, što se može vidjeti iz Prikaza br. 3.

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), prestanka postojanja samih hotela, njihovih preuzimanja, neudovoljavanje temeljnim uvjetima za sudjelovanje da uređenom tržištu, promjenama u vlasničkoj strukturi tj. moguće je došlo do tzv. istiskivanja malih dioničara te se većinski vlasnik odlučio povući sa ZSE kako bi smanji 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=I>

Oznaka	Naziv	Broj uvrštenih vrijednosnica	Tržišna kapitalizacija (kn)
I	Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane	33	15.363.570.807
K	Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja	26	31.064.824.179
CA	Proizvodnja prehrambenih proizvoda, pića i duhanskih proizvoda	21	11.172.202.128
G	Trgovina na veliko i na malo; popravak motornih vozila i motocikala	17	4.429.136.072
H	Prijevoz i skladištenje	14	8.067.188.724

Izvor: Zagrebačka burza

Prikaz br. 3
Prvih pet najvećih klasificiranih sektora na ZSE po broju dionica u sektoru i njihovom tržišnom kapitalizacijom 1. kolovoza 2015.

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 jer postoji i onaj dio turizma koji se ne nalazi na ZSE. Temeljna je činjenica svakog uređenog 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): minimalni temeljni kapital tvrtke, minimalni broj dioničara, objavljen prospekt izdanja dionice, obaveza 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 obaveze prema državnim tijelima, vlastitim dioničarima (*shareholders*) i ostaloj široj zainteresiranoj investicijskoj javnosti (*stakeholders*). Stoga je jasno da s burze u samom startu treba izostaviti cijelu vanpansionsku uslugu (putne agencije, razni specifični oblici turizma – kao npr. rafting, planinarenje, letenje, sportski ribolov, agroturizam, kampovi – osim ako su dio većih hotelskih kuća, restorani te svi oblici malih uslužnih radnji koje su uglavnom registrirane kao obrti, j.d.o.o., d.o.o. i drugo) kao i hosteli 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 usluživanje hrane.

Nasuprot definiciji turističke djelatnosti koju nam nudi ZSE, Državni zavod za statistiku (DZS) pod turizmom smatra puno širi dijapazon 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 niti 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 jednom 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 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 kako 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, po 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 mjeri uspješnost i rizik (beta vrijednost) neke investicije. Prvi dionički indeks Zagrebačke burze je bio CROBEX kojem je kao bazi datum postavljen 1.7.1997. godine, a bazna vrijednost na taj datum je bila 1.000 bodova. Od tada pa do danas ZSE je uveo osam dioničkih i dva obveznička indeksa čiji se temeljni podaci nalaze u Prikazu br.4:

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 procijene smjera kretanja ukupnog obujma tj. broja turista u Hrvatskoj) u biti sasvim beskorisni jer ne otkrivaju niti jednu ekonomski relevantnu veličinu od kojih je najvažnija ostvarena potrošnja tj. ostvarena dobit hrvatskog turizma, a do takvih podataka nije moguće doći.

¹⁶ Konkretno broj smještajnih kapaciteta koji su obuhvaćeni kotacijom na ZSE se može 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“

Dionički indeksi ZSE	Bazni datum	Bazna vrijednost	Vrsta indeksa
CROBEX	1.7.1997.	1.000	Cjenovni bez dividende
CROBEX10	31.7.2009	1.000	Cjenovni bez dividende
CROBEXindustrija	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende
CROBEXkonstrukt	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende
CROBEXnutris	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende
CROBEXplus	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende
CROBEXtr	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende
CROBEXtransport	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende
CROBEXturist	21.2.2013.	1.000	Cjenovni bez dividende
Obveznički indeksi ZSE			
CROBIS	30.9.2002.	100	Cjenovni
CROBISTR	1.12.2012.	100	Indeks ukupnog prinosa

Izvor: Zagrebačka burza

Prikaz br. 4 **Indeksi Zagrebačke burze**

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. 2. 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 je samo pokazatelj kako se olako odnosimo prema turističkom sektoru, a da ga zapravo 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 njom bave, a čijim se dionicama trguje najmanje 70% dana od promatranog razdoblja. Promatrano razdoblje je također definirano. Računa se trgovanje dionicama unatrag pola godine, s time da se revizija indeksa vrši polugodišnje i to trećeg petka u svibnju i studenom. Ovaj indeks postoji nešto više od dvije godine od kada je pisan ovaj rad. U tom periodu revizija indeksa je vršena pet puta redovno te je tri puta izvršena izvanredna revizija indeksa (25. 7. 2013.; 21. 8. 2014. i 19. 1. 2015.) zbog izlistavanja ili delistanja dionica sastavnica indeksa. Znakovito je da je u razdoblju od 8. 11. 2013. do 8. 5. 2014. godine *CROBEXturist* bio konstruiran od svega 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

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 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

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 spomenutih 33 hotelskih kuća, već je po srijedi riječ o holdingu koji upravlja vlastitim portfeljem od kojih je znatan dio upravo u sektoru turizma, pa je zato ušao u sastav indeksa turističkog sektora. Dakle, možemo zaključiti da se od ukupno izlistanih 33 turističkih dionica 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 djela turizma koji nije prezentiran kroz burzovno trgovanje, nakon ovakvog saznanja o trgovanju turističkim dionicama slobodno si možemo postaviti pitanje na obrnuti 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 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 (Prikaz br. 5):

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 nastaje ovaj rad 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 od spomenutih čiji je dio djelatnosti također povezan s turizmom.

Simbol	Izdavatelj	Djelatnost
ADRS-P-A	Adris grupa dioničko društvo za upravljanje i ulaganje	MA 7010
KORF-R-A	Valamar Adria Holding dioničko društvo za upravljačke djelatnosti holding-društava	MA 7022
LCDS-R-A	Lucidus dioničko društvo za usluge	MA 7022
PRFC-R-A	Proficio dioničko društvo za usluge	MA 7022
SNHO-R-A	SN Holding dioničko društvo za usluge	MA 7010
VLHO-R-A	Valamar grupa dioničko društvo za razvoj turizma	MA 7010
ATPL-R-A	Atlantska plovdba d.d.	H 5020
LPLH-R-A	Lošinjska plovdba - holding. dioničko društvo za pomorski prijevoz. brodogradnju i turizam	H 5010
ACI-R-A	Adriatic Croatia International club d. d.	R 9329

Izvor: Zagrebačka burza

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

Prikaz br. 5 „Kvazi“ turističke dionice na ZSE

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 nezaobilazni 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. Istovremeno, ukupna tržišna kapitalizacija turističkog sektora je iznosila 15,3 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 bi nam to dalo realnu procjenu vrednovanja turističkih kompanija na ZSE. Međutim, kako imamo samo podatak o ukupnom ostvarenom prihodu od hrvatskog turizma (a ne o ostvarenoj dobiti) za daljnju ću analizu uzeti podatak o ostvarenom prihodu od prodaje²³ (koje u nastavku rada nazivam “prihod“) tvrtki iz sastava sektora “I“ sa ZSE.

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 sa dionicama oznake VLHO-R-A i RIVP-R-A.

²² Usporedimo li udio turističkog sektora u tržišnoj kapitalizaciji ZSE koji iznosi 7,56% sa 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 relevantni podatak uzimam prihod od prodaje, a ne ukupne poslovne prihode, ostvarene u nekoj kompaniji jer prema međunarodnim računovodstvenim standardima u ukupne poslovne prihode ulaze i oni ostali tj.

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

Red. br.	Ime tvrtke	Oznaka	Prihod od prodaje u milijunima kuna
1	Apartmani Medena dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam	AMDN-R-A	8,79
2	Arenaturist dioničko društvo za turizam i ugostiteljstvo	ARNT-R-A	314,70
3	Dubrovačko primorje hotelsko-turističko i trgovačko dioničko društvo	DUPM-R-A	31,65
4	Hoteli Brela dioničko društvo	HBRL-R-A	92,67
5	Hoteli Baška voda dioničko društvo	HBVD-R-A	34,78
6	Hotel Dubrovnik, dioničko društvo za hotelijerstvo i ugostiteljstvo	HDUZ-R-A	43,89*
7	Helios Faros, dioničko društvo za ugostiteljstvo	HEFA-R-A	19,76*
8	Hoteli Haludovo Malinska dioničko društvo za hoteljerstvo i turizam	HHLD-R-A	1,17
9	Imperial hoteljerstvo, ugostiteljstvo i turizam d.d.	HIMR-R-A	113,64
10	Hoteli Jadran dioničko društvo za hotelijerstvo	HJDR-R-A	35,37
11	Hoteli Makarska. dioničko društvo	HMAM-R-A	70,86
12	Hotel Medena dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam	HMDN-R-A	26,48
13	Hoteli Maestral dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam	HMST-R-A	49,02
14	Hoteli Podgora. dioničko društvo	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	HTPK-R-A	40,74
17	HTP Orebić - dioničko društvo za ugostiteljstvo. turizam. trgovinu i pružanje ostalih usluga	HTPO-R-A	16,28
18	HUP - Zagreb dioničko društvo hotelijerstvo. ugostiteljstvo i turizam	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	HZVG-R-A	35,18

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.

22	Ilirija dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam	ILRA-R-A	118,99
23	Jelsa dioničko društvo za hotelijerstvo	JLSA-R-A	21,45*
24	Liburnia Riviera Hoteli dioničko društvo	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	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	SLRS-R-A	242,49
31	Sunčani Hvar dioničko društvo za hotelijerstvo. ugostiteljstvo i turizam	SUNH-R-A	146,33
32	Turisthotel dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam	TUHO-R-A	187,25
33	VIS. dioničko društvo za hotelijerstvo. ugostiteljstvo i turizam u stečaju	VIS-R-A	0,11
UKUPNO			4.236,75 mil. kn tj. 0,56 milijardi €

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

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

Prikaz br. 6
Iskazani prihodi od prodaje u 2014. g. (u milijunima kuna)
za tvrtke iz turističkog sektora na Zagrebačkoj burzi

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

1. ako znamo koliki je ukupni prihod hrvatskog turizma, prihod turističkih 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 turističkih dionica na ZSE u visini od 4,23 milijardi kuna tj. 0,56 milijardi € (uz tečaj 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 Zagrebačkoj 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 novac mogao bih dati dvije usporedbe.

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

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

Ili, još slikovitija usporedba bi bila slijedeća: procjenjuje se da imovina trenutno drugog najbogatijeg čovjek na Zemlji, Billa Gatesa, 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 niti 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 se mijenja svaki trgovinski dan na burzi te dodatno pokazuje kako 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 što slijedi (Prikaz br. 7) donosim podatak o tržišnoj kapitalizaciji turističkog sektora na ZSE (prema sektorskoj klasifikaciji dionica ZSE) i to na datum 1. kolovoz pojedine godine. Valja primijetiti kako se iz godine u godinu broj dionica smanjuje dok se njihova tržišna kapitalizacija kontinuirano povećava (s iznimkom 2012. g). Ovo je dodatni argument za tvrdnju kako sve manje poduzetnika iz sektora turizma vrše svoje investicijske aktivnosti kroz Zagrebačku burzu, a oni koji to ipak čine, njima tržišna kapitalizacija (cijena dionica) značajno raste.

Godina	Broj uvrštenih vrijednosnica	Tržišna kapitalizacija (kn)
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

Prikaz br. 7
Tržišna kapitalizacija turističkog sektora (sektor I) na ZSE
na datum 1. kolovoz pojedine godine

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

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

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 o tome je li turistički sektor ponuđen na ZSE u investicijskom 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 je turistički sektor na ZSE (ne)realno prezentira cjelokupni hrvatski turizam te pokušati pronaći razloge zašto je tomu tako i koja su moguća rješenja.

4. ŠTO NAPRAVITI?

Sada kada smo stekli uvid u to koliko turizam prema ZSE ne prezentira stvarni 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 bi bila da u startu odustanemo od ideje da bi nam naše tržište kapitala moglo (ili trebalo) dati neku vrijednu informaciju o cjelokupnom ekonomskom sektoru (bilo kojem, pa i onom turističkom). Naprosto da u budućnosti više ne nastojimo uzimati podatke s burze kao relevantno mjerilo, već podatke raznih drugih državnih ili privatnih institucija koje se bave turizmom.²⁶ Osobno ovakav stav ne bih podržao, niti ga zastupam, ali je legitimna mogućnost. Naročito 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 niti za čime kako bi stekli “brz i lak novac”. Pritom su ti isti mediji itekako doprinijeli javnoj euforiji za vrijeme dioničkog buma na ZSE 2007. – 2008. godine kada su svakodnevno izvještavali o tome kako cijene dionica rasu i kako 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 drugačija. 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 je o tome kako investirati lakonski, ali istovremeno tako istinito odgovorio: “Cijela mudrost u investiranju je 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 da imaju sasvim drugačiji 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 da hrvatsko tržište kapitala ne može napredovati dok postoji institut *skrbničkog računa* kojim se skriva pravi identitet vlasnika dionica ili je omogućeno korištenje tzv. *skrivenih naloga* (h-nalog) kojim se prikriva prava količina dionica koje stoje u

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

nalogu za kupuju ili podaju. Sve su to dopuštene prakse pri kojima je manipulacija očekivani oblik ponašanja.

4) Bilo bi uistinu korisno kada bi i izdavatelji (dakle, same kompanije) Zagrebačku burzu doživjeli i iskoristili za prikupljanje kapitala kojeg će upotrijebiti za razvoja kompanija te time doprinijeti blagostanju svojih dioničara. Danas, međutim, to nije tako već upravo obrnuto. 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 novac 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 kako ne vjeruje domaćem tržištu kapitala. Ili, s druge strane, domaće tržište ima nerealne zahtjeve, što je također vrijedna informacija.

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

6. LITERATURA

KNJIGE I ZNANSTVENI ČASOPISI

1. *** Državni zavod za statistiku (2015.) *Turizam u lipnju 2015. – priopćenje*. Zagreb
2. *** ZSE (2015.) *Godišnje financijsko izvješće za 2014. godinu*. Zagreb
3. Altaras Penda, Ivor (2014.) *Planinarstvo i njegov doprinos hrvatskom turizmu*. Acta Turistica Nova, Vol 8 (2014.) No. 1, May 2014., str. 95-117
4. Broz Tito, Josip (1980.) *Tito (1892. – 1980.): O poljoprivredi i selu*. Sociologija sela, 18 (67/68) str.1–6
5. Fukuyama, Francis (2004.) *Izgradnja države*. Zagreb: Izvori
6. Pardoe, James (2006.) *Kako to radi Buffett?*. Zagreb: Poslovni dnevnik

INTERNETSKI IZVORI

1. www.zse.hr – Zagrebačka burza
2. www.dzs.hr – Državni zavod za statistiku
3. www.mint.hr – Ministarstvo turizma RH
4. <http://www.iztg.hr> – Institut za turizam
5. www.skdd.hr – Središnje klirinško depozitarno društvo
6. www.mojedionice.com – Portal za investicije “Moje dionice“