

Branka Ramljak\*  
Paško Anić-Antić\*\*

UDK 336.761:658.152(497.5)  
JEL Classification E44, G14  
Izvorni znanstveni rad

## KORELACIJA TRŽIŠNE CIJENE DIONICA I USPJEŠNOSTI POSLOVANJA PODUZEĆA KOJA KOTIRAJU NA TRŽIŠTU KAPITALA REPUBLIKE HRVATSKE: POSLJEDICE ZA PROCES ODLUČIVANJA

*U uvjetima slobodne, tržišne ekonomije, sve više do izražaja dolazi proces globalizacije sa svim svojim popratnim učincima. Ključni čimbenici za tržišnu utakmicu koju proces globalizacije bezuvjetno nameće svjetskome gospodarstvu jesu količina, kvaliteta i brzina informacija prijeko potrebnih za kvalitetno upravljanje i za opstanak. Navedeni čimbenici uz zaoštravanje konkurencije prisiljavaju investitore, kreditore, trgovačka društva i sve druge sudionike na financijskim tržištima i na sve veće preuzimanje rizika. Stoga mnogi investitori na tržištu kapitala često smatraju da je tržišna cijena kotirajućega poduzeća dostatna za ocjenu o njegovom financijskom položaju i o uspješnosti poslovanja, a time i da je dostatna informacijska podloga u procesu odlučivanja.*

*Autori će u nastavku ovoga članka pokazati koliko investitorima u Republici Hrvatskoj (RH) za potrebe odlučivanja može biti dovoljno saznanje o tržišnoj cijeni dionice kotirajućeg poduzeća i njezino kretanje u određenom vremenskom intervalu. Za te će se svrhe istražiti korelacija među tržišnom cijenom dionice kotirajućeg poduzeća i ostvarenoga poslovnoga rezultata istoga poduzeća. Osnova za takav prikaz biti će istraživanje učinjeno na tržištu kapitala RH.*

*Ključne riječi: institucionalni investitori, dionice, financijski izvještaji, financijska tržišta, tržište kapitala Republike Hrvatske.*

---

\* B. Ramljak, prof. dr. sc., Ekonomski fakultet Split (bramljak@efst.hr)

\*\* P. Anić-Antić, dr. sc., Centar za računovodstvo d.o.o., Zagreb (pasko.anic-antic@zg.htnet.hr)

Prva verzija članka primljena je u uredništvo 17. 12. 2009., a definitivna u listopadu 2010. Autori zahvaljuju recenzentima na sugestijama za poboljšanje rada.

## 1. UVOD

**Financijski su izvještaji finalni proizvod računovodstvenoga procesa u poduzeću i veliki su informacijski potencijal i nezaobilazna informacijska podloga u procesu odlučivanja.** Prema Okviru za sastavljanje i prikazivanje financijskih izvještaja i MRS-u 1 i prema čl. 15. Zakona o računovodstvu financijski izvještaji moraju objektivno i istinito prikazivati financijski položaj i financijsku uspješnost. To podrazumijeva potpuno, a ne djelomično obuhvaćanje učinaka poslovnih događaja (primjena sveobuhvatnih računovodstvenih načela u procesu financijskoga izvještavanja), jer je posljedica djelomičnoga obuhvaćanja poslovnih događaja skrivanje ili precjenjivanje njihovih financijskih učinaka, a i jedno i drugo u izravnoj su suprotnosti s propisanim zahtjevom o objektivnim i istinitim financijskim izvještajima. To znači da bi elementi iskazani u financijskim izvještajima morali iskazivati ekonomski, točnije stvarni tijek poslovnih događaja nekoga poslovnoga subjekta (ekonomsku stvarnost), što u konačnici mora rezultirati njihovim **istinitim i objektivnim prikazivanjem**. Na taj način financijski izvještaji ostvaruju svoj osnovni cilj: pružanje informacija o financijskom položaju, o uspješnosti poslovanja i o promjenama financijskoga položaja subjekta širokom krugu vanjskih korisnika. No, mnoge su financijske prijevare, burzovne špekulativne aktivnosti i stečajni postupci u mnogim poduzećima, što se sve događa u posljednjim godinama, s jedne strane, a sa druge strane i nedostatak želje, vremena, ali i znanja, za potrebe kvalitativne analize financijskih izvještaja radi utvrđivanja financijskoga položaja, snage i uspješnosti poslovanja poduzeća i njihovim promjenama, utjecali su na to da mnogi investitori na financijskim tržištima tržišnu cijenu dionice smatraju dovoljnom informacijskom podlogom za potrebe odlučivanja.

Posljedica je toga da su tako utvrđene tržišne cijene kotirajućih poduzeća u svojoj konačnici bile su „rezultat“ špekulativnih aktivnosti radi ostvarenja „ne/realizirane dobiti“ u što kraćem roku, što svakako pogoduje menadžmentu poduzeća. Na taj se način s pravom možemo zapitati kome su financijski izvještaji kao takvi potrebni, ili jesu li izgubili osnovni smisao i cilj financijskoga izvještavanja. Možemo se samo nadati da će nastala svjetska financijska kriza utjecati na to da se sudionici financijskih tržišta u svojim daljim aktivnostima oslone na informacije iz financijskih izvještaja. No, to pretpostavlja i sveobuhvatnost u primjeni računovodstvenih načela u evidentiranju poslovnih događaja poduzetnika, tj. činjenicu da se u poslovnim knjigama poduzetnika moraju evidentirati svi poslovni događaji u skladu s računovodstvenim načelima priznavanja i mjerenja iskazanima međunarodnim računovodstvenim standardima. Samo takav pristup financijskom izvještavanju pridonosi njihovoj ulozi i ciljevima u skladu s Okvirom za njihovo prikazivanje, tj. u svrhu njihove informacijske podloge širokom krugu korisnika.

Takav će pristup, kako poduzetnika, tako i regulatora tržišta kapitala RH, ali i revizora koji ih moraju revidirati, sigurno pridonijeti povratu izgubljenoga

povjerenja korisnika financijskih izvještaja u njihovu istinitost i pouzdanost u procesu odlučivanja. Smanjit će se i mogućnost špekulativnih aktivnosti “fond menadžera” „kreiranjem“ ponude i potražnje, kao trenutno jedinim parametrom, u određivanju „tržišne cijene“ dionice i bit će „zaštićen“ mali investitor.

A ono što je najvažnije, tako će biti prihvaćena i spoznaja da je neto vrijednost poduzeća iskazana u financijskim izvještajima najznačajnija (ako ne i jedina) informacija u kreiranju tržišne cijene dionice kotirajućega poduzeća. Tu činjenicu definitivno s pravom moraju spoznati i regulatori na tržištu kapitala u donošenju svojih regulacijskih propisa. Konačno, jedino se tako može vratiti vjera u financijske izvještaje, a time i u računovodstvenu struku u cjelini.

Za poduzeća koja kotiraju na burzama u Hrvatskoj, dosadašnje su spoznaje o problematici financijskoga izvještavanja i njegov proces harmonizacije zbog potreba globalne korisnosti u njima sadržanih informacija, prilično oskudne. Olakotna je okolnost za tu činjenicu to što tržište kapitala u Hrvatskoj postoji tek posljednjih petnaestak godina, pa i manje, ako se uzme u obzir činjenica da je tek pojava tzv. fondovske industrije u posljednjih nekoliko godina znatnije pridonijela njegovome razvitku.

### *1.1. Predmet istraživanja*

Mnogim je investitorima u RH za potrebe odlučivanja, ali i zbog nepoznavanja važnosti i korisnosti informacija iz financijskih izvještaja, veoma značajna „smjernica“ u procesu odlučivanja cijena dionice i njezino kretanje u određenom vremenskom intervalu. No, postavlja se pitanje koreliraju li te cijene s ostvarenim poslovnim rezultatima poduzeća o kojem se radi. **U skladu s tim ispitat ćemo kretanje cijena na hrvatskome tržištu kapitala i istražiti ćemo postojanje ili nepostojanje korelacije među promjenama tržišne cijene dionice i ostvarenim poslovnim rezultatima poduzeća kojih poslovni rezultati kotiraju na tržištu.** Analizom rezultata istraživanja želi se dokazati da informacija o kretanju tržišne cijene dionica na tržištu kapitala RH u promatranim vremenskim intervalima nije dovoljna informacijska podloga za utvrđivanje realnoga financijskoga položaja i uspješnosti poslovanja poduzeća.

### *1.2. Definiranje ciljeva istraživanja*

Utvrđiti postojanje korelacije među ostvarenim poslovnim rezultatom i kretanjem tržišne cijene dionica kotirajućega poduzeća na tržištu kapitala RH, tj.

ustvrditi ima li poboljšanje poslovnoga rezultata ostvarenim neto rezultatom poslovnog godine, u odnosu na prethodno razdoblje, za posljedicu i povećanje tržišne cijene dionice, točnije utječe li njegovo pogoršanje na pad tržišne cijene dionice.

Radi što kvalitetnije obrade istraživane problematike i radi ostvarenja naprijed istaknutoga cilja definirana je i hipoteza koja će poslužiti za dokazivanje ili opovrgavanje određenih teorijskih polazišta. Postavljena **hipoteza** glasi:

**Investitorima na hrvatskome tržištu kapitala tržišne cijene dionica kotirajućih poduzeća nisu dovoljna informacijska podloga o stvarnom financijskom položaju i uspješnosti poslovanja tih poduzeća, pa zato ne čine ni dovoljnu informacijsku podlogu u procesu odlučivanja.**

### *1.3. Definiranje metoda istraživanja*

U teorijskim dijelovima istraživanja koristit će se općim znanstvenim metodama od kojih valja istaknuti slijedeće:

- *metodu analize* (za raščlanjivanje složenijih misaonih cjelina na dijelove)
- *metodu sinteze* (za spajanje jednostavnih misaonih tvorevina u složenije)
- *metode indukcije i dedukcije* (za donošenje zaključaka)
- *metodu klasifikacije* (za raščlanjivanje složenijih cjelina u dijelove).

## **2. ANALIZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA**

### *2.1. Uzorak korišten u istraživanju*

Općenito gledano, uzorak se u istraživanju tržišta primjenjuje da bismo saznali osobine osnovnoga skupa, tj. onoga dijela koji smatramo svojom ciljnom skupinom i na kojem ćemo zasnivati svoja istraživanja na osnovi postavljenih ciljeva, a radi potvrđivanja ili odbacivanja problemskih pitanja postavljenih definiranom hipotezom.

Empirijski dio istraživanja nalaže prikupljanje određenih financijskih podataka, stavova eksperata, te testiranje složenoga modela u praksi. Prikupljeni će podaci biti obrađeni primjenom *statističke metode* koja će omogućiti dokazivanje ili opovrgavanje postavljene hipoteze. Za praktičnu uporabu statističke metode

koristit će se SPSS v. 13.0., tj. izračun koeficijenta korelacije, Student-ov t-test i ANOVA, kao statističke metode.

Ispitivanje je obavljeno u siječnju godine 2008. Kod istraživanja kvalitete informacija iz financijskih izvještaja i njihove dovoljnosti u procesu poslovnoga odlučivanja odabrani uzorci istraživanja bili su:

- a) *Kotirajuća poduzeća na tržištu kapitala RH, tj.*
  - *Tržišna cijena dionice*
  - *Financijski izvještaji i*
  - *Vremenski niz za razdoblje od godine 2002. do godine 2006.*

Izvor podataka za navedene uzorke za potrebe istraživanja bili su sekundarni izvori na osnovi već postojećih podataka iz knjižnice HANFE i Zagrebačke burze, koja je otvorena za stručnu javnost.

## **2.2. Dobiveni rezultati i analiza**

### *2.2.1. Povezanost ostvarenih rezultata poslovanja poduzeća sa cijenom dionica tih poduzeća u razdoblju 2002. – 2006.*

Broj poduzeća za analizu = 25

Za potrebe potvrđivanja ili opovrgavanja postavljene radne hipoteze postavljene u ovome članku osnovni je cilj istraživanja bio utvrditi analizom odabranih uzoraka postojanje korelacije među ostvarenim poslovnim rezultatima i kretanjem tržišne cijene dionice kotirajućega poduzeća na tržištu kapitala RH. Naime, htjeli smo ustvrditi ima li poboljšanje poslovnoga rezultata u odnosu na prethodno razdoblje, ostvarenim neto rezultatom poslovne godine, za posljedicu i povećanje tržišne cijene dionice, tj. utječe li njegovo pogoršanje na sniženje tržišne cijene dionice.

**a) Interkorelacija cijena dionica**

*Tablica 1.*

**INTERKORELACIJA CIJENA DIONICA**

	prosječna cijena dionice za 2002.	prosječna cijena dionice za 2003.	prosječna cijena dionice za 2004.	prosječna cijena dionice za 2005.	prosječna cijena dionice za 2006.
prosječna cijena dionice za 2002.	1,00				
prosječna cijena dionice za 2003.	0,98	1,00			
prosječna cijena dionice za 2004.	0,95	0,99	1,00		
prosječna cijena dionice za 2005.	0,91	0,93	0,96	1,00	
prosječna cijena dionice za 2006.	0,85	0,85	0,89	0,97	1,00

N=25

P<0,05

Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr); [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

Za analizu cijena dionica korišteni su podaci poduzeća koja kotiraju na burzi od godine 2002. Korišteni su podaci za 25 poduzeća, jer je toliko poduzeća uvršteno na burzu od godine 2002. To su dionice ovih poduzeća: PLIVA, PODRAVKA, ZAGREBAČKA BANKA, ARENATURIST, ATLAS TURISTIČKA AGENCIJA, ATLANSKA PLOVIDBA, BADEL 62, BELIŠĆE; CROATIA OSIGURANJE, DALEKOVOD, RABAC UGOSTIT. I TU, ISTRATURIST UMAG, JADROPLOV, JADRANSKI NAFTAVOD, KARLOVAČKA BANKA,

KRAŠ, LOLA RIBAR, PRIVREDNA BANKA ZAGREB, PLAVA LAGUNA, RIVIERA HOLDING, ŠTEDIONICA SONIC, SUNČANI HVAR, VARTEKS, ZAGREBAČKA PIVOVARA i DIONICE ZLATNOG RATA.

Kao što se i moglo očekivati korelacije među prosječnim cijenama dionica za pojedine godine prilično su visoke. Najveća je povezanost među cijenama dionica u godini 2003. i godini 2004. ( $r=0,99$ ). Dakle, na osnovi poznavanja prosječne cijene dionica za godinu 2003. moglo se gotovo u potpunosti predvidjeti prosječnu cijenu dionica u godini 2004. Najmanja je korelacija među cijenama dionica u godinama 2002. i 2003. i cijenama dionica u godini 2006. Ta je korelacija isto tako očekivana zato što je tu najveći vremenski razmak. Svi dobiveni iznosi korelacije među prosječnim cijenama dionica očekivano su visoki i značajni su na razini od 5%.

### b) Interkorelacija ostvarenih rezultata poslovanja poduzeća

Tablica 2.:

#### INTERKORELACIJA REZULTATA POSLOVANJA PODUZEĆA

	rezultat poslovanja za 2002.	rezultat poslovanja za 2003.	rezultat poslovanja za 2004.	rezultat poslovanja za 2005.	rezultat poslovanja za 2006.
rezultat poslovanja za 2002.	1,00				
rezultat poslovanja za 2003.	0,97	1,00			
rezultat poslovanja za 2004.	0,88	0,96	1,00		
rezultat poslovanja za 2005.	-0,01	0,20	0,43	1,00	
rezultat poslovanja za 2006.	0,31	0,49	0,68	0,92	1,00

N=25

Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr); [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

Korišteni su prosječni rezultati poslovanja za navedenih 25 poduzeća. Najveće su korelacije dobivene za rezultate poslovanja kada se promatraju rezultati poslovanja među dvjema godinama zaredom (ostvareni rezultat poslovanja među godinama 2002. i 2003.) na razini korelacije  $r=0,97$ ; među godinama 2003. i 2004. na razini  $r=0,96$ ; među godinama 2005. i 2006. na razini  $r=0,92$  itd). Najmanja povezanost dobivena je među rezultatom poslovanja za godinu 2002. i rezultatom poslovanja u godini 2005. ( $r=-0,01$ ). Općenito su korelacije nešto niže u godini 2005. kao što se vidi iz tablice 2. Može se pretpostaviti da su razlike u rezultatima poslovanja poduzeća u godini 2005. rezultat nekih čimbenika drugačijih od onih kakvi su bili u ostalim godinama.

**c) Korelacije cijena dionica i ostvarenih rezultata poslovanja u pojedinim godinama**

Tablica 3.:

KORELACIJA CIJENE DIONICA I REZULTATA POSLOVANJA

	prosječna cijena dionice za 2002.	prosječna cijena dionice za 2003.	prosječna cijena dionice za 2004.	prosječna cijena dionice za 2005.	prosječna cijena dionice za 2006.
Rezultat poslovanja za 2002.	0,20	0,18	0,19	0,18	0,20
Rezultat poslovanja za 2003.	0,23	0,21	0,25	0,27	0,29
Rezultat poslovanja za 2004.	0,24	0,21	0,27	0,34	0,37
Rezultat poslovanja za 2005.	0,19	0,19	0,28	0,40	0,41
Rezultat poslovanja za 2006.	0,24	0,23	0,31	0,41	0,45

N=25

Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr); [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)



Ako promatramo korelacije prosječnih cijena dionica i ostvarenih rezultata poslovanja u pojedinim godinama, zaključujemo da su te korelacije relativno niske i za godine 2002., 2003. i za godinu poslovanja 2004., te se korelacije kreću oko iznosa 0,2 i nisu statistički značajne na razini značajnosti od 5%.

Vremenski gledano, u posljednjim je godinama, tj. u godinama 2005. i 2006. korelacija među prosječnim cijenama dionica poduzeća i ostvarenim rezultatom poslovanja tih istih poduzeća nešto viša u odnosu na korelacije među cijenama dionica i ostvarenim rezultatom poslovanja u prijašnjim godinama (u godinama 2002., 2003. i 2004.) i za godinu 2005. iznosi  $r=0,4$  a za godinu 2006. iznosi  $r=0,45$ . Iako su ove korelacije još uvijek prilično niske, vidi se da je cijena dionica, bar donekle, odraz rezultata poslovanja poduzeća. Ovo pogotovo vrijedi za razdoblje među godinama 2005. i 2006.. Ako se takav trend nastavi može se očekivati da će na Zagrebačkoj burzi slijedećih godina cijena dionica sve više biti pod utjecajem rezultata poslovanja poduzeća.

Da bi se dobila jasnija slika povezanosti među cijenom dionica poduzeća i ostvarenim rezultatom poslovanja koristili smo se multiplom regresijskom metodom. Budući da postoji određena povezanost među korištenim varijablama opravdano su kao prediktori cijene dionice za godinu 2006., korišteni rezultati poslovanja iz godina 2002., 2003., 2004., 2005. i 2006.

Tablica 4.:

KORELACIJA PREDIKTORSKIH VARIJABLI I KRITERIJA (N=25)

	prosječna cijena dionice za godinu 2006. (kriterij)	
rezultat poslovanja za 2002.	0,20 =	(4%)
rezultat poslovanja za 2003.	0,29 =	(8,41%)
rezultat poslovanja za 2004.	0,37 =	(13,69%)
rezultat poslovanja za 2005.	0,41** =	(16,81%)
rezultat poslovanja za 2006.	0,45** =	(20,25%)

N=25

\*\* Korelacija je značajna uz  $p < 0.05$

Izvor: www.zse.hr; www.hanfa.hr

Analiza pokazuje da se prosječna cijena dionice za godinu 2006. može najbolje predvidjeti rezultatom poslovanja za 2006., nešto slabija prognoza može

se postići rezultatom poslovanja za godinu 2005.. Rezultat poslovanja za 2006. povezan je sa cijenom dionica u 2006. sa 0.45, što objašnjava 20,25% razlika u cijeni dionica u godini 2006. (tablica 3).

U svih pet promatranih godina, rezultati poslovanja međusobno su prilično povezani (tablica 2.), a slabo su povezani sa cijenom dionica u godini 2006. (tablica 4.). To umanjuje konačan uspjeh prognoze, pa konačna prognoza uspjeha sa svih pet prediktora zajedno na razini korelacije iznosi 0,47 (tablica 5.), što čini 22% objašnjenja razlika u cijenama dionica u godini 2006.

Tablica 5.:

USPJEŠNOST PROGNOZE NA OSNOVI REZULTATA POSLOVANJA IZ  
RAZDOBLJA 2002. - 2006.

R	R <sup>2</sup>
0,47	0,22

N=25

Izvor: www.zse.hr; www.hanfa.hr

Set prediktorskih varijabli, dakle, uspješno objašnjava samo 22% kriterijske varijable. Zaključujemo da se 22% varijance cijena dionica može pripisati djelovanju nekih istih faktora koji uvjetuju varijabilitet u ostvarenim rezultatima poslovanja.

Tablica 6.:

ANOVA - ZNAČAJNOST REGRESIJSKOG MODELA

	SS	df	MS	F	p
Regresija	24420544	5	4884108,9	1,10	>0,05
Rezidual	84666666	19	4456140,3		
Total	109087210	24			

N=25

Izvor: www.zse.hr; www.hanfa.hr

Iz tablice 6. možemo vidjeti da dio varijance objašnjen regresijskim modelom nije statistički značajan ( $F=1,10$  uz  $p>0,05$ ). Naime, brojnik F-omjera pred-

stavlja onaj dio varijance kriterijske varijable koji se može objasniti na temelju prediktora, a nazivnik predstavlja neobjašnjeni dio varijance-rezidual.

Provedenom analizom dobivamo statistički neznačajan iznos koji upućuje na zaključak da rezultati dobiveni na uzorku ne pružaju dovoljno dokaza da bi se mogla odbaciti hipoteza o nepostojanju stvarne povezanosti među prediktorskim i kriterijskim varijablama, drugim riječima, povezanost među setom rezultata poslovanja i cijenama dionica u godini 2006. nije dovoljno visoka da bismo je mogli proglasiti statistički značajnom.

**d) Stupanj povezanosti među verižnim indeksima prosječnih cijena dionica na ZSE I indeksom ostvarenih neto rezultata**

Tablica 7.:

PRIKAZ KOEFICIJENATA KORELACIJE  
ZA POJEDINE GODINE POSLOVANJA

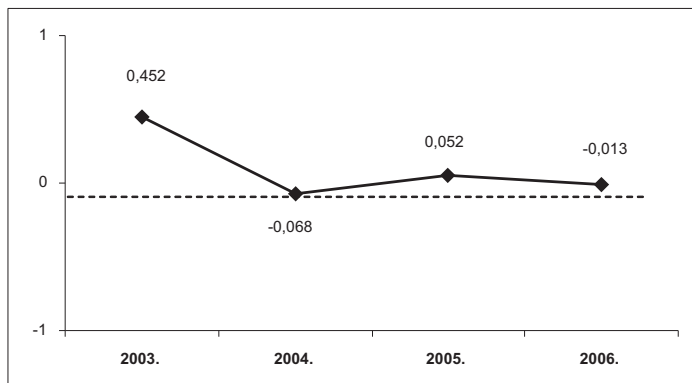
N=25	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
<b>Iznos korelacije</b>	-	0,452	-0,068	0,052	-0,013

Izvor: www.zse.hr; www.hanfa.hr

Grafički se to može prikazati kako slijedi:

Grafikon 1.:

KOEFICIJENT KORELACIJE TRŽIŠNE CIJENE DIONICE I REZULTATA  
POSLOVANJA ZA RAZDOBLJE 2002. - 2006.



Izvor: www.zse.hr; www.hanfa.hr

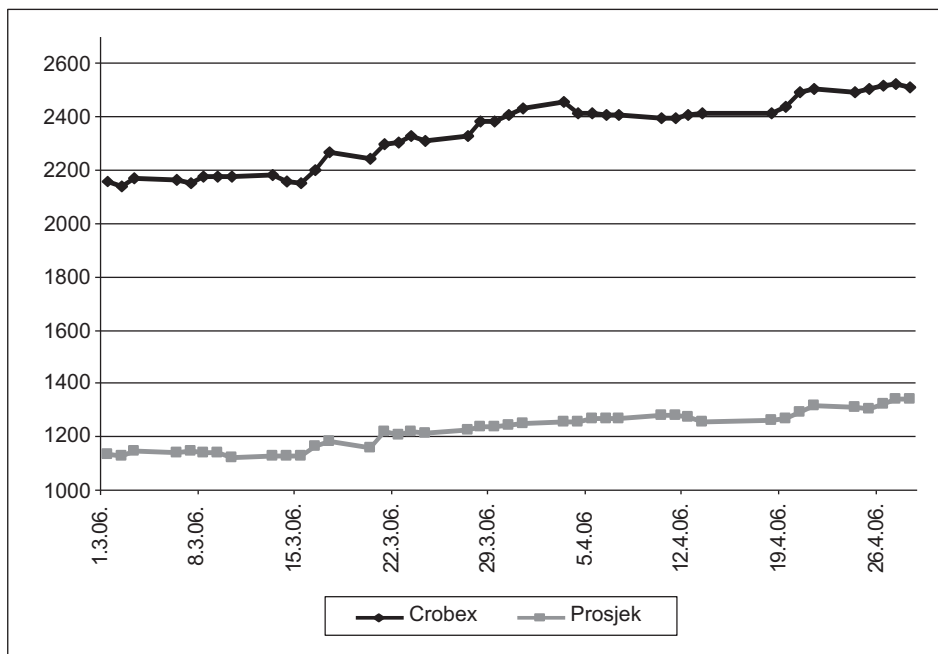
### 2.2.2. Event study analiza

Za potrebe event study analize prikazana su kretanja cijena pojedinih dionica u razdoblju od dva mjeseca (sredina veljače do sredine travnja godine 2006.). Taj je interval određen da bi se vidjelo *kako cijene reagiraju prije objave rezultata*. Ispitano je postojanje mogućnosti „curenja“ informacija tako da cijena ne reagira na datum objave jer je već anticipirala kod tog mogućeg "curenja" informacija.

Da bi se utvrdilo postoje li generalne promjene na razini svih korištenih 25 dionica zajedno, izračunali smo aritmetičku sredinu tih 25 dionica za svaki dan poslovanja na Zagrebačkoj burzi. Dobivene aritmetičke sredine prikazane su zajedno sa službenim indeksom zagrebačke burze (Crobex) na grafičkom prikazu 2. Lagani porast cijena dionica prati kretanje Crobexa. Nema značajnijih, naglih kretanja prosječnih cijena dionica u ta dva mjeseca.

Grafikon 2.:

#### KRETANJE PROSJEČNIH CIJENA KORIŠTENIH 25 DIONICA INDEXA CROBEX



Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr); [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

Tablica 8.:

## PRIKAZ DESKRIPTIVNIH PODATAKA KORIŠTENIH 25 DIONICA

	N	Minimum	Maksimum	Aritmetička sredina	Standardna devijacija
28.4.2006.	25	85,21	7000,00	1342,0280	1940,55279
27.4.2006.	25	85,22	7000,00	1343,1600	1936,60061
26.4.2006.	25	85,01	6990,00	1323,5860	1906,08371
25.4.2006.	25	85,01	6799,99	1306,7348	1866,68949
24.4.2006.	25	85,00	6799,99	1307,8048	1870,27810
21.4.2006.	25	85,01	6799,99	1314,1908	1885,18095
20.4.2006.	25	85,01	6700,00	1295,4612	1894,07125
19.4.2006.	25	85,00	6600,00	1268,5184	1831,02917
18.4.2006.	25	85,00	6600,00	1260,7464	1809,76490
13.4.2006.	25	85,00	6550,00	1257,1516	1801,10117
12.4.2006.	25	85,00	6550,00	1275,8248	1823,22949
11.4.2006.	25	85,00	6550,00	1281,5664	1826,02744
10.4.2006.	25	85,02	6600,00	1278,7912	1832,20273
7.4.2006.	25	85,01	6501,00	1266,6588	1815,64599
6.4.2006.	25	87,00	6500,00	1266,3392	1813,77512
5.4.2006.	25	92,00	6500,00	1268,7468	1810,97842
4.4.2006.	25	87,00	6400,00	1258,8636	1798,45395
3.4.2006.	25	84,51	6250,00	1256,7776	1782,91576
31.3.2006.	25	85,00	6200,00	1252,8456	1770,05588
30.3.2006.	25	85,99	6106,00	1246,0448	1761,71817
29.3.2006.	25	82,01	6100,01	1240,2024	1758,93661
28.3.2006.	25	82,01	6100,01	1238,2420	1747,77944
27.3.2006.	25	82,01	6100,01	1225,6420	1725,49040
24.3.2006.	25	85,00	6200,00	1214,4692	1703,87271
23.3.2006.	25	86,02	6115,00	1219,6000	1740,54941
22.3.2006.	25	87,00	6115,00	1209,3596	1740,94592
21.3.2006.	25	85,52	6350,00	1217,3984	1765,32619
20.3.2006.	25	85,16	6100,02	1157,8100	1625,46865
17.3.2006.	25	85,02	6200,00	1182,2752	1675,88604
16.3.2006.	25	85,00	6200,00	1162,8880	1653,61015
15.3.2006.	25	90,00	5997,00	1130,5104	1579,72913
14.3.2006.	25	86,00	5990,00	1129,0928	1578,72935
13.3.2006.	25	86,00	5800,00	1125,3168	1560,97299
10.3.2006.	25	90,00	5850,00	1120,7180	1555,34458
9.3.2006.	25	90,00	5920,00	1140,0044	1605,58589
8.3.2006.	25	93,98	5850,00	1137,9592	1598,95174
7.3.2006.	25	89,99	5850,00	1144,2720	1602,97166
6.3.2006.	25	84,93	5850,00	1139,6848	1599,01142
3.3.2006.	25	84,93	5850,00	1146,1752	1606,06532
2.3.2006.	25	77,21	5850,00	1126,5908	1580,16619
1.3.2006.	25	77,50	5850,00	1133,3052	1585,77087
Valid N (listwise)	25				

Iz tablice se vidi da nema značajnih dnevnih promjena u kretanju prosječne cijene dionica zato što su sve razlike, osim jedne, neznačajne na razini od 5%. Jedina značajna razlika u prosječnoj cijeni dionica dogodila se između 2.03.2006 i 3.03.2006 ( $t=2,11$   $p<0,05$ ). Crobex je na dan 3.03.2006. porastao za 1,49 % u odnosu na prethodni dan.

Tablica 9.:

ZNAČAJNOST DNEVNIH PROMJENA ARITMETIČKE SREDINE  
 KORIŠTENIH 25 DIONICA

		Razlika aritmetičkih sredina	t	df	p
Pair 1	28.4.2006 - 27.4.2006	-1,13200	-,296	24	,769
Pair 2	27.4.2006 - 26.4.2006	19,57400	1,751	24	,093
Pair 3	26.4.2006 - 25.4.2006	16,85120	1,741	24	,094
Pair 4	25.4.2006 - 24.4.2006	-1,07000	-,267	24	,792
Pair 5	24.4.2006 - 21.4.2006	-6,38600	-,583	24	,565
Pair 6	21.4.2006 - 20.4.2006	18,72960	,720	24	,478
Pair 7	20.4.2006 - 19.4.2006	26,94280	1,308	24	,203
Pair 8	19.4.2006 - 18.4.2006	7,77200	,974	24	,340
Pair 9	18.4.2006 - 13.4.2006	3,59480	1,154	24	,260
Pair 10	13.4.2006 - 12.4.2006	-18,67320	-1,228	24	,231
Pair 11	12.4.2006 - 11.4.2006	-5,74160	-,880	24	,387
Pair 12	11.4.2006 - 10.4.2006	2,77520	,399	24	,694
Pair 13	10.4.2006 - 7.4.2006	12,13240	1,322	24	,199
Pair 14	7.4.2006 - 6.4.2006	,31960	,209	24	,836
Pair 15	6.4.2006 - 5.4.2006	-2,40760	-,259	24	,798
Pair 16	5.4.2006 - 4.4.2006	9,88320	1,397	24	,175
Pair 17	4.4.2006 - 3.4.2006	2,08600	,181	24	,858
Pair 18	3.4.2006 - 31.3.2006	3,93200	1,000	24	,327
Pair 19	31.3.2006 - 30.3.2006	6,80080	1,418	24	,169
Pair 20	30.3.2006 - 29.3.2006	5,84240	,647	24	,524
Pair 21	29.3.2006 - 28.3.2006	1,96040	,294	24	,771
Pair 22	28.3.2006 - 27.3.2006	12,60000	1,209	24	,239
Pair 23	27.3.2006 - 24.3.2006	11,17280	,958	24	,348
Pair 24	24.3.2006 - 23.3.2006	-5,13080	-,225	24	,824
Pair 25	23.3.2006 - 22.3.2006	10,24040	2,018	24	,055
Pair 26	22.3.2006 - 21.3.2006	-8,03880	-,699	24	,491
Pair 27	21.3.2006 - 20.3.2006	59,58840	1,586	24	,126
Pair 28	20.3.2006 - 17.3.2006	-24,46520	-1,431	24	,165
Pair 29	17.3.2006 - 16.3.2006	19,38720	1,535	24	,138
Pair 30	16.3.2006 - 15.3.2006	32,37760	1,695	24	,103
Pair 31	15.3.2006 - 14.3.2006	1,41760	,857	24	,400
Pair 32	14.3.2006 - 13.3.2006	3,77600	,399	24	,693
Pair 33	13.3.2006 - 10.3.2006	4,59880	,921	24	,366
Pair 34	10.3.2006 - 9.3.2006	-19,28640	-1,197	24	,243
Pair 35	9.3.2006 - 8.3.2006	2,04520	,426	24	,674
Pair 36	8.3.2006 - 7.3.2006	-6,31280	-,681	24	,502
Pair 37	7.3.2006 - 6.3.2006	4,58720	,934	24	,360
Pair 38	6.3.2006 - 3.3.2006	-6,49040	-1,066	24	,297
Pair 39	3.3.2006 - 2.3.2006	19,58440	2,113	24	,045
Pair 40	2.3.2006 - 1.3.2006	-6,71440	-1,356	24	,188

Izvor: www.zse.hr; www.hanfa.hr

### 3. ZAKLJUČAK

**Analiza učinjena statističkim paketom SPSS pokazuje da je korelacija među verižnim indeksima prosječnih cijena dionica računana za 25 poduzeća na ZSE i indeksa ostvarenih neto rezultata istih u odgovarajućim godinama poslovanja, generalno gledajući veoma niska.**

Naime, s iznimkom godine 2003., iznosi Pearsonovog koeficijenta korelacije kreću se u rasponu od -0,068 do +0,052, a to upućuje na veoma nisku povezanost među verižnim indeksima prosječnih cijena dionica na ZSE i indeksom ostvarenih neto rezultata u pojedinim godinama poslovanja. U narednim godinama, tj. za godine 2004., 2005. i 2006., povezanost među verižnim indeksima prosječnih cijena dionica na ZSE i indeksom ostvarenih neto rezultata veoma je niska i za 2004. godinu iznosi  $r = -0,068$ , za godinu 2005. iznosi  $r = 0,052$  a za godinu 2006. iznosi  $-0,013$ .

Na osnovi tako niske korelacije možemo **zaključiti** slijedeće:

– **investitori na tržištu kapitala RH ne mogu zaključivati o promjenama u financijskom položaju i financijskoj uspješnosti na osnovi poznavanja tržišnih cijena dionica tih poduzeća. Naime, povećanje tržišne cijene dionice ne znači da je poduzeće u prethodnoj poslovnoj godini ostvarilo i bolje rezultate i obrnuto.**

– **sudionici financijskih tržišta u svojim daljnim aktivnostima moraju se osloniti na informacije iz financijskih izvještaja.**

– **da bi financijski izvještaji mogli biti korisni za potrebe sudionika financijskih tržišta, potrebno ih je kreirati tako da se koriste sveobuhvatnim načelima sadržanima u međunarodnim standardima financijskog izvještavanja / međunarodnim računovodstvenim standardima za potrebe priznavanja i mjerenja njihovih elemenata. Na taj način financijski izvještaji u ostvarenju svojih osnovnih ciljeva djeluju u skladu s Okvirom za njihovo prikazivanje, tj. na tragu su stvaranja informacijske podloge prijeko potrebne širokom krugu korisnika na financijskim tržištima.**

### 4. Literatura

1. Bailey, R. A., Bailey, M.C. (2005.). *International Accounting*, 5. izdanje, Prentice Hall.
2. Brown, P., Howieson, B. (1998.). "Capital markets research and standards setting", Accounting and Finance.

3. Barth, M., Clinch, G. (1996.). "International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices. Evidence from U.K. Australian and Canadian Firms", Contemporary Accounting Research, Vol. 13, No. 1.
4. Barth, M., Clinch, G. (2003.). *Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research*.
5. Cheng, R., H., Dunne, K., M., Nathan, K., S. (1997.). "Target Shareholder's Returns: The Effect of Diversity in Accounting Standards and Tax Treatments in Cross-Border Acquisition", Journal of Accounting and Public Policy, No. 16.
6. Gaa C., Ogrodnick R., Thurlow P., Lumpkin S.A. (2001.). „Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centres, Financial Market Trends“, No 78 , Paris.
7. Gulin, D. (2006.). „Prilagodavanje regulative financijskog izvještavanja u cilju povećanja efikasnosti profitnog sektora Hrvatske“, zbornik radova XLI. Simpozija HZRiF, Pula, str. 31-56.
8. Greuning, H., V. (2006.). *Međunarodni standardi financijskog izvješćivanja*, Zagreb, MATE.
9. Grupa autora (2003.). *Računovodstvo*, Zagreb, HZRiF.
10. Grupa autora (2006.). *Računovodstvo trgovačkih društava uz primjenu MSFI/MRS i poreznih propisa*, Zagreb, HZRiF.
11. Meigs R. F., Meigs W. B. (1999.). *Računovodstvo: Temelj poslovnog odlučivanja*, Zagreb, MATE.
12. Mishkin, F.S. (2004.). *Eakins, S.G.: Financijska tržišta + institucije*, četvrto izdanje, Zagreb, MATE.
13. Nobes, C., Parker, R. (2004.). *Comparative International Accounting*, Eighth Edition, Prentice Hall.
14. Ramljak, B., Anić-Antić, P. (2009.). *Potrebe za informacijama institucionalnih investitora na tržištu kapitala Republike Hrvatske u procesu donošenja odluka o investiranju u dionice kotirajućih poduzeća*, Ekonomski pregled, br. 7-8, Zagreb, 2009.
15. Žager, K., Ramljak, B. (2002.). *Potrebe i iskustva drugih zemalja u razvoju računovodstva malih poduzeća*, zbornik radova XXXVII. Simpozija HZRiF, Pula, str. 107-118.
16. [www.iasb.org](http://www.iasb.org)
17. [www.iasb.org.uk](http://www.iasb.org.uk)
18. [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)
19. [www.zse.hr](http://www.zse.hr)



CORRELATION OF SHARE MARKET PRICE AND PERFORMANCE OF  
COMPANIES QUOTED ON THE CROATIAN CAPITAL MARKET:  
IMPLICATIONS FOR DECISION MAKING PROCESS

Summary

The globalization process and its effects characterize the modern economy. Key factors in market competition become quantity and speed of getting information needed for successful management and survival on the market. Set forth factors and market competition oblige investors, creditors, companies and other participants on financial markets to get a risk. Therefore, many investors take a market price of share of listed company as enough information in investors' decision-making process about its financial position.

Authors of the paper present how much information about market price share of listed company and its movement in the decided period of time may be enough in decision-making process by participants on Croatian capital market. For that purpose was researched correlation between market price of share and operating result of listed company. The research was done on the Croatian capital market.

Key-words: Institutional investors, Financial market, Shares, Financial statements, Market price of share, Croatian capital market.