

RAČUNOVODSTVENI NASUPROT NOVČANIM FINANCIJSKIM POKAZATELJIMA: IMPLIKACIJE ZA FINANCIJSKU ANALIZU

Jelena Barlek, mag. oec.
doc. dr. sc. Aljoša Šestanović¹

Sažetak: Rad uspoređuje računovodstvene (obračunske) i novčane financijske pokazatelje te raspravlja što takva razlika znači za kvalitetu korporativne financijske analize u praksi. Polazi se od činjenice da se poslovni uspjeh često procjenjuje kroz tradicionalne obračunske pokazatelje izvedene iz računa dobiti i gubitka te bilance, iako takvi pokazatelji ne moraju nužno odražavati sposobnost poduzeća da generira novac i uredno podmiruje obveze. U teorijskom dijelu pojašnjava se razlika između obračunskog i novčanog pristupa, uz pregled uobičajenih formula po skupinama pokazatelja. Empirijski dio temelji se na primjeru te izračunu financijskih pokazatelja kroz oba pristupa. Primjer ilustrira da poduzeće može istodobno prikazivati pozitivnu dobit i primjerene obračunske omjere, dok novčani pokazatelji upućuju na ozbiljan pritisak na likvidnost. Zaključno se ističe potreba da se u standardnu analizu, uz tradicionalne pokazatelje, sustavno uključe i pokazatelji temeljeni na operativnim novčanim tokovima, osobito pri ocjeni likvidnosti, sposobnosti servisiranja duga i kvalitete dobiti.

Ključne riječi: financijska analiza; obračunski pokazatelji; novčani pokazatelji; operativni novčani tok (CFO); radni kapital; likvidnost; kvaliteta dobiti

JEL klasifikacija: G30, G32, G39

¹ Autor za korespondenciju: dr.sc. Aljoša Šestanović, EFFECTUS veleučilište, Trg J. F. Kennedy 2, 10000 Zagreb, Hrvatska, asestanovic@gmail.com

1. UVOD

Analiza financijskih izvještaja u praksi se često i dalje u velikoj mjeri oslanja na računovodstvene tj. tradicionalne pokazatelje temeljene na obračunskom računovodstvu.¹ Primjer su algoritamska rješenja na različitim portalima na kojim se kroz obračunske pokazatelje ocjenjuje poslovni uspjeh i financijski položaj nekog poduzeća, ali i interne financijske analize temeljene na obračunskim pokazateljima koje izrađuju stručne službe (najčešće kontroling funkcija) za potrebe menadžmenta. Pokazatelji profitabilnosti, likvidnosti i zaduženosti izvedeni iz računa dobiti i gubitka te bilance često se koriste kao polazište pri donošenju poslovnih i investicijskih odluka. Takav pristup ima svoje prednosti, ponajprije u pogledu standardizacije i usporedivosti podataka, no istodobno nosi i određena ograničenja koja u uvjetima dinamičnog poslovanja postaju sve izraženija, naročito u kontekstu važnosti novčanih tijekova za održivost poslovanja - likvidnost na prvom, a profitabilnost na drugom mjestu.

Sa stajališta računovodstvenih sustava, u bilježenju poslovnih transakcija primjenjuju se dva ključna računovodstvena načela. Prema načelu novčanog toka (novčano načelo), prihodi, rashodi i ostale transakcije se ne priznaju dok novac nije primljen ili plaćen. Prema obračunskom načelu (obračunskoj osnovi), koji je danas opće prihvaćeni računovodstveni princip, performanse i pozicija poduzeća mjere se priznavanjem ekonomskih događaja bez obzira na novčanu realizaciju transakcije (Šestanović i sur., 2015). Dakako, u praksi računovodstvenih sustava postoje i modificirana načela koja kombiniraju u manjoj ili većoj mjeri značajke ovih dvaju temeljnih načela mada su takva načela više rezervirana za proračunsko računovodstvo ili računovodstvo neprofitnih organizacija.

Ključno ograničenje obračunskih pokazatelja proizlazi iz činjenice da se temelje na priznavanju prihoda i rashoda neovisno o stvarnim novčanim tokovima. Poslovni rezultat može izgledati stabilno, dok se istodobno pojavljuju ili eskaliraju problemi s naplatom potraživanja, rastom zaliha ili ovisnošću o vanjskim izvorima financiranja. Upravo u takvim situacijama klasična analiza može dati iskrivljenu sliku financijskog položaja i prikriti rizike koji su iz perspektive likvidnosti i održivosti poslovanja presudni.

¹ U ovom radu će se koristiti sinonimi za računovodstvene nenovčane financijske pokazatelje – računovodstveni, obračunski ili tradicionalni financijski pokazatelji su u tom smislu istoiznačnice.

Novčani financijski pokazatelji, temeljeni na operativnim novčanim tokovima (službeni izraz u svrhu eksternog računovodstvenog izvještavanja u Republici Hrvatskoj je – „Novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti“), nude drugačiji pogled na poslovanje poduzeća. Oni ne zamjenjuju tradicionalne pokazatelje, ali ih nadopunjuju informacijama o stvarnoj sposobnosti poduzeća da generira novac iz svoje osnovne djelatnosti. Usporedba obračunskih i novčanih pokazatelja često otkriva značajne razlike u ocjeni profitabilnosti, financijske stabilnosti i razine rizika, osobito kod poduzeća u fazi rasta ili onih s izraženim ciklusima u radnom kapitalu.

Cilj ovoga rada je dvojak. Prvo, prikazati će se razlika izračuna tradicionalnih (obračunskih) financijskih pokazatelja u odnosu na novčane financijske pokazatelje te drugo - demonstrirati će se kako istovremena primjena računovodstvenih i novčanih financijskih pokazatelja može unaprijediti kvalitetu financijske analize. Na temelju simuliranih financijskih izvještaja prikazuju se situacije u kojima tradicionalni pokazatelji sugeriraju zadovoljavajuće poslovanje, dok analiza novčanih tokova ukazuje na potencijalne probleme u likvidnosti i financiranju. Takav pristup omogućuje dublje razumijevanje financijskog položaja poduzeća i pruža korisne smjernice za analitičare, menadžere i ostale korisnike financijskih izvještaja.

2. PREGLED LITERATURE

Problematika ocjene obračunskih u odnosu na novčane pokazatelje bila je predmetom više radova. Primjerice, Šestanović i sur. (2015) zaključuju da je novčani tok iz operativnih aktivnosti ključni pokazatelj na koji se oslanjaju investitori u procjeni poduzeća da kreira novac, kao i njegovu kvalitetu dobiti. Barlek (2025) pojašnjava da financijski pokazatelji temeljeni na novčanom pristupu pružaju objektivniji uvid u stvarnu likvidnost i financijsku otpornost poduzeća od tradicionalnih obračunskih pokazatelja. Obrada pokazatelja likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti i profitabilnosti kroz prizmu novčanih tokova omogućava dublju evaluaciju učinkovitosti poslovanja i korištenja resursa.

Bhandari i sur. (2019) su analizom usporedili mjere temeljene na obračunskom računovodstvu i novčanim tokovima za predviđanje poslovnog neuspjeha koristeći podatke 50 bankrotiranih i 50 opstalih poduzeća tijekom recesije u razdoblju 2008. - 2010. godine. Utvrdili su da je mješoviti model koji kombinira dva obračunska i dva pokazatelja temeljena na novčanim tokovima značajno uspješniji

od modela koji koriste samo jedan od ta dva pristupa. Eyisi i sur. (2014) su analizirali pokazatelje novčanog toka kao alate za procjenu uspješnosti poduzeća te zaključili da pokazatelji temeljeni na obračunskom računovodstvu mogu biti zavaravajući za investicijske odluke, dok pokazatelji temeljeni na novčanom toku pružaju bolji uvid u održivost i likvidnost pri predviđanju propasti poduzeća.

Zeller i sur. (1994) su istraživali pokazatelje novčanog toka u proizvodnim poduzećima nakon uvođenja standarda SFAS br. 95 te zaključili da pokazatelji novčanog toka pružaju i komplementarne i jedinstvene uvide u uspješnost proizvodnih poduzeća i njihovu „sposobnost plaćanja“, preporučujući uključivanje i obračunskih i novčanih pokazatelja u analizu. Zeller i sur. (2011) su proširili ovo istraživanje na trgovačka poduzeća, utvrdivši da pokazatelji operativnog novčanog toka pružaju jedinstven uvid u odnosu na tradicionalne obračunske pokazatelje u pogledu sposobnosti plaćanja trgovačkih poduzeća, čime se podupire uključivanje pokazatelja novčanog toka u prediktivne, objašnjavajuće ili deskriptivne svrhe.

Yoder i sur. (2007) su razvili modele predviđanja novčanih tokova temeljene na obračunima te utvrdili da sofisticirani obračunski modeli bolje predviđaju buduće novčane tokove od jednostavnih modela obrata obračuna i od modela temeljenih isključivo na novčanim tokovima, što upućuje na to da obračuni sadrže informacije o budućoj prodaji koje nadilaze mehanički obrat. Mohammed (2022) je sistematizirao literaturu 14 studija iz razdoblja 2016. - 2020. godine te zaključio da su obračunska računovodstvena pravila povezana s predviđanjem budućih novčanih tokova putem potraživanja, obveza, rashoda i amortizacije.

Barth i sur. (1999) ispitivali su kako obračunske i novčane komponente dobiti pomažu u prognoziranju budućih abnormalnih dobitaka, utvrdivši da obje komponente doprinose prognoziranju i pružaju objašnjavajuću snagu za tržišnu vrijednost kapitala povrh knjigovodstvene vrijednosti i abnormalnih dobitaka. Aharony i sur. (2004) su istraživali relevantnost vrijednosti kroz životne cikluse poduzeća te zaključili da i novčane i obračunske mjere općenito pokazuju nisku relevantnost vrijednosti, ali da objašnjavajuća snaga obračunskog računovodstva premašuje onu novčanih mjera, ovisno o fazi životnog ciklusa poduzeća. Ball i sur. (2015) analizirali su prinose dionica i otkrili da operativna profitabilnost temeljena na novčanim tokovima nadmašuje mjere profitabilnosti koje uključuju obračune te da u predviđanju prosječnih prinosa po presjecima „apsorbira“ informaciju sadržanu u obračunima.

Mahyudin i sur. (2021) su usporedili obračunske i novčane pokazatelje u financijskim izvještajima koristeći mjere ROA, ROI i ROE za indonezijska

proizvodna poduzeća, ističući zabrinutosti vezane uz računovodstvene prijekave i važnost razumijevanja i novčanih tokova i obračuna u analizi financijskih transakcija.

U smislu odnosa rentabilnosti i likvidnosti koje su neosporno povezane, Šestanović i sur. (2021) su na ograničenom uzorku poduzeća s Zagrebačke burze utvrdili da postoji značajna uzročnost varijabli rentabilnosti (prinos na ukupnu imovinu i prinos na vlastiti kapital) na koeficijente tekuće i ubrzane likvidnosti. S druge strane, nije utvrđena značajna uzročnost koeficijenata likvidnosti na varijable rentabilnosti. Rezultati su u skladu s očekivanjima iz financijske teorije prema kojoj postojanje značajne likvidnosti u društvu per se ne znači i značajan utjecaj na varijable rentabilnosti. No, tu treba dodati i da je likvidnost poduzeća *conditio sine qua non* opstojnosti poduzeća, pa tako i preduvjet redovnog poslovanja.

Istraživanja zajednički upućuju na to da i pokazatelji temeljeni na obračunskom računovodstvu i oni temeljeni na novčanim tokovima pružaju vrijedne, ali različite informacije, pri čemu većina studija preporučuje kombinirani pristup umjesto oslanjanja isključivo na jednu od tih metoda.

3. TRADICIONALNI I NOVČANI FINANCIJSKI POKAZATELJI - TEORIJSKI OKVIR

Financijski pokazatelji predstavljaju jedan od temeljnih alata korporativne financijske analize, neovisno o tome promatra li se poslovanje poduzeća iz perspektive menadžmenta, kreditora ili investitora. Njihova osnovna svrha jest sažeti informacije iz financijskih izvještaja u oblik koji omogućuje bržu i jasniju procjenu uspješnosti, financijskog položaja, pa i rizika poslovanja. U praksi se pritom najčešće polazi od pokazatelja izvedenih iz bilance i računa dobiti i gubitka, odnosno pokazatelja koji se temelje na obračunskom računovodstvu.

Tradicionalni financijski pokazatelji proizlaze iz načela obračunskog računovodstva, prema kojem se poslovni događaji priznaju u razdoblju u kojem nastaju, a ne u trenutku kada dolazi do novčanog priljeva ili odljeva. Takav pristup omogućuje povezivanje prihoda i rashoda istog razdoblja te time daje smisleniju sliku ekonomske suštine uspješnosti poslovanja. Upravo zbog toga pokazatelji poput operativnih profitnih marži (EBIT marža, EBITDA marža), povrata na imovinu (eng. *return on assets*, skr. ROA) ili povrata na kapital (eng. *return on equity*, skr. ROE) zauzimaju središnje mjesto u analizi poslovnog rezultata i često se koriste kao osnovni kriteriji uspješnosti.

Ipak, iako su obračunski pokazatelji korisni i široko prihvaćeni, njihova interpretacija nije uvijek jednoznačna. Dobit, kao temeljna računovodstvena kategorija na kojoj se mnogi pokazatelji zasnivaju, podložna je utjecaju različitih računovodstvenih politika (npr. izbora metoda amortizacije, priznavanja rezerviranja, načina priznavanja prihoda), prosudbi koje su također u domeni menadžmenta (npr. iznos vrijednosnih usklađenja zaliha i potraživanja, razdoblje amortizacije i dr.). Posljedica toga jest da dva (teorijski istovjetna) poduzeća s istom razinom računovodstvene dobiti mogu imati bitno različitu sposobnost podmirivanja obveza i financiranja svakodnevnog poslovanja. U takvim situacijama analiza koja se oslanja isključivo na obračunske pokazatelje može dovesti do pogrešnih zaključaka.

Za razliku od tradicionalnih pokazatelja, novčani financijski pokazatelji polaze od novčanih tokova, prije svega operativnog novčanog toka. Njihov je fokus na stvarnim novčanim priljevima i odljevima koji proizlaze iz osnovne djelatnosti poduzeća. Time se naglasak s računovodstvenog rezultata premješta na pitanje može li poduzeće generirati dovoljno novca za podmirenje obveza, financiranje investicija i isplatu vlasnicima, bez oslanjanja na dodatno zaduživanje, stavljajući u fokus likvidnost kao pretpostavku opstanka poduzeća, pa tek onda profitabilnost kao mjeru poslovnog uspjeha i prinosa na uložena sredstva ili imovinu s kojom poduzeće raspolaže.

U teorijskom smislu, novčani pokazatelji ne predstavljaju zamjenu za tradicionalne financijske pokazatelje, već su komplementarni obračunskim pokazateljima. Dok obračunski pokazatelji bolje odražavaju ekonomsku uspješnost u određenom razdoblju, novčani pokazatelji pružaju jasniji uvid u financijsku održivost poslovanja. Razlike između ta dva pristupa posebno dolaze do izražaja u razdobljima rasta, kada povećanje prihoda (pa često i profitabilnosti) često prati i rast potraživanja i zaliha negativno utječući na novčane tokove unatoč pozitivnom poslovnom rezultatu.

Iz perspektive financijske analize, istodobno korištenje tradicionalnih i novčanih pokazatelja omogućuje potpunije razumijevanje financijskog položaja poduzeća. Usklađenost operativne dobiti i operativnog novčanog toka upućuje na stabilno poslovanje (naravno, njihova dugoročna konvergencija jer te dvije kategorije u pravilu nikada neće biti iste), dok njihovo odstupanje može signalizirati potencijalne probleme koji zahtijevaju dodatnu analizu. Upravo na toj komplementarnosti dvaju pristupa temelji se teorijski okvir ovoga rada, koji u nastavku povezuje računovodstvene i novčane pokazatelje s konkretnim primjerima iz financijskih izvještaja. U Tablici 1. prikazana je razlika formulacija između obračunskih i novčanih pokazatelja.

Tablica 1 – Usporedba obračunskih i novčanih financijskih pokazatelja (pregled formula)

Pokazatelj	Obračunski financijski pokazatelji	Novčani (cash-flow) pokazatelji
1) Profitabilnost		
Operativna marža	EBIT / Prihodi	CFO / Prihodi
Neto profitna marža	Neto dobit / Prihodi	CFO / Prihodi
ROA (return on assets)	Neto dobit / Prosječna imovina	CFO / Prosječna imovina
ROE (return on equity)	Neto dobit / Prosječni kapital	CFO / Prosječni kapital
2) Likvidnost		
Tekući omjer (current)	Kratkotrajna imovina / Kratkoročne obveze	CFO / Kratkoročne obveze
Brzi omjer (quick)	(Kratkotrajna imovina – Zalihe) / Kratkoročne obveze	CFO / Kratkoročne obveze
Novčani omjer (cash ratio)	Novac i ekvivalenti / Kratkoročne obveze	(CFO + Novac) / Kratkoročne obveze
3) Zaduzenost i solventnost		
Omjer duga i kapitala	Ukupne obveze / Kapital	Ukupni dug / CFO
Omjer obveza i imovine	Ukupne obveze / Ukupna imovina	Ukupni dug / CFO (ili Neto dug / CFO)
Pokriće kamata	EBIT / Trošak kamata	CFO / Trošak kamata
4) Aktivnost i učinkovitost		
Obrt imovine	Prihodi / Prosječna imovina	CFO / Prosječna imovina
Obrt potraživanja	Prihodi (na kredit) / Prosj. potraživanja	Naplaćeni prihodi / Prosj. potraživanja
Obrt zaliha	COGS / Prosj. zalihe	Novčani izlazi za nabavu / Prosj. zalihe
5) Kvaliteta dobiti		
Kvaliteta dobiti	—	CFO / Neto dobit
Konverzija dobiti u novac	—	CFO / EBITDA
6) Investicijska sposobnost		
Pokrivenost CAPEX-a	Neto dobit / CAPEX	CFO / CAPEX
Slobodni novčani tok	—	FCF = CFO – CAPEX

Napomena: (skraćenica CFO će označavati operativne novčane tokove, FCF će označavati slobodne novčane tokove, a CAPEX će označavati kapitalna ulaganja odnosno ulaganja u dugotrajnu imovinu).

Izvor: Priprema Autora.

4. METODOLOGIJA I PRIMJER: KONSTRUKCIJA SIMULIRANIH IZVJEŠTAJA I USPOREDBA POKAZATELJA

U ovom poglavlju konstruira se jedan konzistentan (povezan) skup financijskih izvještaja za zamišljeno poduzeće te se na istim podacima izračunavaju obračunski i novčani pokazatelji. Logika je jednostavna: račun dobiti i gubitka

može izgledati “dobro”, dok novčani tokovi (posebno zbog radnog kapitala) mogu pokazati suprotnu sliku. Za pokazatelje ROA i ROE koristi se prosjek (početak + kraj godine / 2).

Tablica 2 – Simulirani financijski izvještaji

<i>Račun dobiti i gubitka</i>	
	EUR
Prihodi od prodaje	10.000.000
Trošak prodane robe i proizvoda	(6.800.000)
Bruto dobit	3.200.000
Operativni troškovi	(2.400.000)
EBITDA	800.000
Amortizacija	(300.000)
EBIT	500.000
Trošak kamata	(150.000)
Dobit prije poreza (EBT)	350.000
Porez (20%)	(70.000)
Neto dobit	280.000

<i>Bilanca</i>		
	2024	2025
AKTIVA		
A. Dugotrajna imovina		
I. Nematerijalna imovina	650.000	670.000
II. Materijalna imovina	2.100.000	2.300.000
A. Ukupno dugotrajna imovina	2.750.000	2.970.000
B. Kratkotrajna imovina		
I. Zalihe	1.050.000	1.600.000
II. Potraživanja od kupaca	1.200.000	2.100.000
III. Ostala kratkotrajna imovina	180.000	210.000
IV. Novac i novčani ekvivalenti	450.000	120.000
B. Ukupno kratkotrajna imovina	2.880.000	4.030.000
UKUPNO AKTIVA (A+B)	5.630.000	7.000.000
PASIVA	2024	2025
A. Kapital	2.030.000	2.500.000
B. Rezerviranja	0	0
C. Obveze		
I. Dugoročne obveze (dugoročni dug)	1.900.000	2.200.000
II. Kratkoročne obveze		
– Kratkoročni dug	600.000	900.000
– Obveze prema dobavljačima	800.000	1.050.000
– Ostale kratkoročne obveze	300.000	350.000
II. Ukupno kratkoročne obveze	1.700.000	2.300.000
C. Ukupno obveze	3.600.000	4.500.000
UKUPNO PASIVA (A+B+C)	5.630.000	7.000.000

<i>Izvještaj o novčanim tokovima</i>		EUR
Novčani tok iz poslovnih aktivnosti (CFO)		
Neto dobit		280,000
+ Amortizacija		300,000
– Povećanje potraživanja		(900,000)
– Povećanje zaliha		(550,000)
– Povećanje ostale kratkotrajne imovine		(30,000)
+ Povećanje obveza prema dobavljačima		250,000
+ Povećanje ostalih kratkoročnih obveza		50,000
NETO CFO		(600,000)
Novčani tok iz investicijskih aktivnosti (CFI)		
CAPEX i ulaganja (PPE + nematerijalno)		(520,000)
NETO CFI		(520,000)
Novčani tok iz financijskih aktivnosti (CFF)		
Neto povećanje dugova i dokapitalizacija		790,000
NETO CFF		790,000
Promjena novca		(330,000)
Novac na početku godine		450,000
Novac na kraju godine		120,000

Napomena - skraćenice označavaju: CFO operativni novčani tokovi, CFI investicijski novčanu tokovi, CFF financijski novčani tokovi.

Izvor: Priprema Autora.

Tablica 3 – Usporedba pokazatelja: obračunski vs novčani (na simuliranim podacima)

Skupina	Pokazatelj	Obračunski – formula	Obračunski	Novčani – formula	Novčani
Profitabilnost					
	Neto marža	Neto dobit / Prihodi	2,80%	CFO / Prihodi	-6,00%
	ROA	Neto dobit / Prosj. imovina	4,43%	CFO / Prosj. imovina	-9,50%
	ROE	Neto dobit / Prosj. kapital	12,36%	CFO / Prosj. kapital	-26,49%
Likvidnost					
	Tekući omjer	KI / KO	1,75	CFO / KO	-0,26
	Brzi omjer	(KI – Zalihe) / KO	1,06	CFO / KO	-0,26
	Cash ratio	Novac / KO	0,05	—	
Zaduženost					
	Obveze / Kapital	Uk. obveze / Kapital	1,80	Uk. dug / CFO	-5,17
	Dug / Kapital	Dug / Kapital	1,24	—	
Pokrića					
	Pokriće kamata	EBIT / Kamate	3,33	CFO / Kamate	-4,00
Kvaliteta dobiti					
	CFO / Neto dobit	—		CFO / Neto dobit	-2,14
<p><i>Napomena: Kad je CFO negativan, omjeri tipa Dug/CFO služe kao alarmni signal (ne kao “godine otplate”) i praktično služe kao alarm (poduzeće ne generira operativni novac za servisiranje duga)</i></p>					

Izvor: Priprema Autora.

Kad se promatra samo račun dobiti i gubitka, ovo poduzeće na prvi pogled izgleda zadovoljavajuće. Prodaja je 10 milijuna eura, neto dobit je pozitivna (280 tisuća), marža nije velika, ali nije ni preniska. ROE od oko 12% je dobar signal: kapital donosi povrat, poduzeće nije u minusu. I bilanca isto može ostaviti dojam reda - tekući omjer 1,75 znači da kratkotrajna imovina pokriva kratkoročne obveze, a brzi omjer oko 1,06 kaže da i bez zaliha firma, barem na papiru, nije kratka s likvidnošću.

Međutim, čim se prebaci fokus na novčane tokove, slika je posve drugačija. Operativni novčani tok (CFO) je -600 tisuća eura. Operativno poslovanje promatrano kroz prizmu novčanih tokova može se uočiti da je poduzeće više trošilo nego generiralo novac. Ovo je klasičan slučaj gdje poduzeće nije izgubilo tržište ili se prodaja urušila, već situacija gdje je ovakav rast ili način poslovanja „ugrozio“ likvidnost.

Kad se pogleda struktura promjena u radnom kapitalu, vidi se gdje je novac „nestao“. Potraživanja su narasla za 900 tisuća eura. Drugim riječima, poduzeće je ostvarilo prodaju, ali potraživanja ostaju nenaplaćena. Paralelno s tim zalihe rastu za 550 tisuća eura, što znači su zalihe na sebe „vezale“ novac. To su dvije uobičajene stavke koje u računu dobiti i gubitka nije moguće identificirati na prikazani način (baš zbog računovodstvenog načela nastanka događaja), ali u novčanom toku evidentno pokazuju probleme s likvidnošću. Dakle, iako su dobavljači financirali dio poslovanja (obveze prema dobavljačima su narasle +250 tisuća eura), i ostale kratkoročne obveze su porasle (+50 tisuća eura), ali to je bilo premalo da bi se kompenzirao rast potraživanja i zaliha.

Zbog toga se pojavljuje svojevrsni “paradoks” - ROE je pozitivan i relativno solidan, no istovremeno novčani ROE (CFO/prosječni kapital) je značajno negativan. Slično je i s profitnom maržom: neto marža je 2,8%, ali novčana marža je -6%. U praksi, to znači da poduzeće može čak i uredno prikazivati dobit, a da je u stvarnosti „gladno“ novca kojim bi financiralo tekuće poslovanje (isplata dobavljača, plaća, poreza, kamata i sl.) budući da se takve obveze podmiruju u novcu. Posebno je osjetljiva točka pokrće kamata. Obračunski, EBIT pokriva kamate 3,33 puta i taj pokazatelj je solidan, odnosno kao da nema problema sa servisiranjem duga. Ali promatrano na novčanoj osnovi, omjer CFO/kamate je -4×, što je iznimno loše - u toj godini poduzeće ne ostvaruje dovoljno novca iz operativnog poslovanja za kamate, a kamoli za glavnice. Odgovor je u financijskom toku: dug je povećan i pojavila se i dokapitalizacija, što znači da se poduzeće održava vanjskim financiranjem, a ne internim generiranjem novca iz operativnog poslovanja.

Ovakav obrazac je tipičan za poduzeća koja rastu prebrzo, imaju preduge rokove plaćanja prema kupcima, nesustavno upravljaju zalihama ili jednostavno nemaju disciplinu naplate. Ako uz navedeno banke kao vanjski financijeri postrože uvjete i kupci otežu s podmirenjem duga ili pak ako dobavljači skrate rokove plaćanja, sve se brzo prelijeva u problem likvidnosti i direktno ugrožava opstanak poduzeća. Zato je glavna pouka ovog primjera jednostavna: tradicionalni pokazatelji daju koristan okvir, ali bez izračuna novčanih pokazatelja može se dobiti oprečan dojam da je poslovanje stabilno dok je su stvarnosti daljnje poslovanje poduzeća izravno ugroženo.

Upravo zbog ovakvih situacija usporedba obračunskih i novčanih pokazatelja predstavlja alat za rano prepoznavanje rizika. Kada operativna dobit i operativni novčani tok idu u različitim smjerovima, potrebno je proniknuti u strukturu radnog kapitala, dinamiku naplate i politike zaliha, kao i u način financiranja rasta. U nastavku rada razmatraju se implikacije ovakvih odstupanja za financijsku.

5. RASPRAVA REZULTATA I ANALITIČKE IMPLIKACIJE

Ako se pogleda primjer, obračunski financijski pokazatelji mogu izgledati uredno, a da je poduzeće istovremeno oskudno s novcem, što nije neuobičajeno u praksi naročito kod poduzeća koja rastu, posluju s dugim rokovima naplate ili drže visoke zalihe. U smislu obračunskih pokazatelja, poduzeće iz primjera ostavlja utisak stabilnosti: postoji dobit, profitabilnost je pozitivna, ROE je solidan, a tekući omjer sugerira da kratkotrajna imovina pokriva kratkoročne obveze, što može navesti na pogrešan zaključak da je poduzeće zdravo.

U stvarnosti, obračunski pokazatelji prvenstveno mjere ekonomski rezultat, a tek posredno financijsku izdržljivost. Oni su prikladni kad želimo uspoređivati poduzeća unutar industrije, pratiti trendove kroz godine ili procijeniti koliko je poslovni model profitabilan. No, kada se postavi pitanje plaćanja obveza i financiranja rasta bez dodatnog zaduživanja, obračunska slika nije dovoljna. Drugim riječima, poduzeće može imati pristojan ROE i urednu maržu, a da pri tom ima značajnih problema s likvidnošću.

Novčani pokazatelji u primjeru otkrivaju da je operativni novčani tok negativan. Kad je CFO negativan, to mijenja interpretaciju - novčana marža postaje negativna, i to znači da prodaja, u neto smislu, ne donosi novac nego ga troši. Novčani ROA i novčani ROE postaju negativni, što poručuje da imovina i kapital

u promatranoj godini ne generiraju operativnu gotovinu. CFO/kamate je posebno loš signal jer pokazuje da se kamate ne pokrivaju iz operativnog poslovanja, nego najčešće novim zaduženjem, odgodama plaćanja ili dokapitalizacijom ili mogućom prodajom neoperativne imovine.

U primjeru, negativan CFO nije posljedica lošeg poslovnog modela u smislu marže ili pada prodaje, nego posljedica dinamike radnog kapitala - prije svega rasta potraživanja i zaliha. Poduzeće raste, prihodi su već, ali kupci plaćaju sporije ili im se odobravaju neprimjereno dugi rokovi plaćanja istovremeno dok zalihe rastu (zbog pogrešne strukture zaliha ili sporog obrtaja). U tom smislu se postavljanu pitanja poput: jesu li potraživanja rasla zato što je porasla prodaja ili zato što se pogoršala naplata; koliko su koncentrirana potraživanja (par velikih kupaca ili disperzija); ima li zaliha koje stoje predugo, jesu li zastarjele, radi li se o svjesnoj strategiji ili o slaboj kontroli.

Ovo su pitanja na koja se može dobiti odgovor kombinacijom pokazatelja i čitanjem bilješki, strukture potraživanja, dospijuća obveza i sl.

Nadalje, kreditori (banke, leasing kuće) će u ovakvoj situaciji obično postati oprezniji. Ako operativni novac ne pritječe, raste ovisnost o refinanciranju. To predstavlja rizik za sve financijere.

Menadžmentu je ovo možda i najkorisnije jer pokazuje gdje je potrebno intervenirati. Ako je problem u naplati, rješenja su u kreditnoj politici, limitima kupaca, popustima za ranije plaćanje, strožem praćenju dospijuća. Ako je problem u zalihama, onda je to nabava, planiranje, proizvodnja, logistika. Novčani pokazatelji ne služe samo za ocjenu, nego i kao signal koja vodi prema konkretnim operativnim mjerama.

Primjer potvrđuje da su obračunski i novčani pokazatelji zapravo dva različita aspekta koje prikazuju poslovanje iz različitog kuta. Prvi aspekt dobro procjenjuje poslovnu (obračunsku) uspješnost u razdoblju, dok druga uzima u obzir financijsku izdržljivost i kratkoročnu realnost. Kada ta dva aspekta prikazuju različitu sliku, kao u ovom primjeru, tada ovakva analiza kroz novčane financijske pokazatelje postaje najvrjednija, jer otkrivaju rizik koji dovodi u pitanje opstojnost poduzeća.

6. ZAKLJUČAK

Ovaj rad polazi od jednostavne, ali u praksi zanemarene činjenice: dobit i novac nisu istoznačnice. Korporativna financijska analiza koja se oslanja samo na obračunske pokazatelje može dati sliku dobrog poslovanja i onda kad je već dugo prisutan problem s likvidnošću. U teorijskom dijelu rad je razgraničio obračunske (računovodstvene) pokazatelje od novčanih pokazatelja temeljenih na operativnim novčanim tokovima (CFO), pri čemu je naglašeno da se ti pristupi ne isključuju, nego se nadopunjuju što je i u skladu s nekim prethodnim istraživanjima. U empirijskom dijelu, kroz simulirane izvještaje i usporedne izračune pokazatelja, demonstrirano je kako isti poslovni sustav može izgledati “solidno” prema klasičnim omjerima, a istodobno pokazivati ozbiljne znakove napetosti kad se analizira novčana komponenta poslovanja.

Rezultati primjera posebno jasno ističu ulogu radnog kapitala kao mjesta gdje se obračunska i novčana slika mogu razilaziti. U prikazanom primjeru poduzeće ostvaruje dobit, ROE i klasični pokazatelji likvidnosti djeluju prihvatljivo, dok je operativni novčani tok negativan. Razlog nije pad prodaje ni gubitak tržišta, nego činjenica da su se sredstva vezala u potraživanjima i zalihama, dok rast obveza prema dobavljačima nije bio dovoljan da taj pritisak amortizira. Time se potvrđuje ono što se već dugo zna u korporativnoj praksi - rast može biti “skuplji” nego što izgleda na RDG-u, a stupanj naplate i kvaliteta upravljanja s zalihama kao ključnim elementima radnog kapitala presudno utječu na to hoće li poduzeće dugoročno financijski opstati. U tom smislu, dovoljna likvidnost bi trebala uvijek biti na prvom mjestu kao preduvjet ostvarenja profitabilnosti, a profitabilnost promatrati iz kuta likvidnosti.

Stoga, kod ocjene profitabilnosti i stabilnosti nije dovoljno zadržati se na neto dobiti, EBIT-u ili ROE-u, nego je nužno provjeriti kvalitetu dobiti kroz omjere CFO-a i pojedinih kategorija dobiti (EBITDA, EBIT) te kroz dinamiku radnog kapitala. Drugo, pokazatelji pokrića (osobito kamata) na novčanoj osnovi često su konzervativniji i realniji, jer obveze se podmiruju novcem. Ako je CFO loš ili negativan, poduzeće se u pravilu oslanja na vanjske izvore (novi dug, refinanciranje, dokapitalizaciju, odgode plaćanja), što može biti prihvatljivo kratkoročno, ali povećava ranjivost na promjene uvjeta financiranja i ponašanja kupaca/dobavljača. Kod interpretacije omjera tipa Dug/CFO treba zadržati oprez: kad je CFO negativan, takvi omjeri prestaju biti mjera “godina otplate” i postaje alarm za menadžment poduzeća.

Za praksu, rad sugerira jednostavno pravilo: obračunske pokazatelje treba koristiti za sliku uspješnosti, a novčane pokazatelje za sliku izdržljivosti. Tek kad se ta dva pogleda stave jedan uz drugi, dobiva se pouzdanija procjena rizika i održivosti poslovanja. U kontekstu bonitetnih procjena, kreditnih analiza i internog kontrolinga to znači da bi u standardne pokazatelje trebalo uključiti barem CFO maržu, omjer CFO/kamate, omjer CFO/neto dobit ili CFO/EBIT te osnovne pokazatelje slobodnog novčanog toka (FCF), uz obveznu kratku interpretaciju promjena radnog kapitala.

Na kraju, vrijedi naglasiti i ograničenje rada. Ovaj primjer je namjerno pojednostavljen kako bi se jasno uočila razlika pristupa pa se nalazi ne smiju uočavati na sve industrije i sve faze životnog ciklusa poduzeća. Kao nastavak, buduća istraživanja mogu proširiti analizu na stvarne uzorke poduzeća te ispitati u kojoj mjeri novčani pokazatelji u pojedinim industrijama poboljšavaju prediktivnu snagu modela boniteta, insolventnosti ili kreditnog rizika u odnosu na isključivo obračunske financijske pokazatelje.

LITERATURA

1. Aharony, J., Falk, H., & Yehuda, N. (2004). Corporate Life Cycle and the Value Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information.
2. Ball, R., Gerakos, J. J., Linnainmaa, J. T., & Nikolaev, V. V. (2015). Accruals, Cash Flows, and Operating Profitability in the Cross Section of Stock Returns.
3. Barlek, J. (2025). Analiza financijskih izvještaja – novčani pristup financijskim pokazateljima, Diplomski rad, Effectus veleučilište.
4. Barth, M. E., Beaver, W., Hand, J. R. M., & Landsman, W. (1999). Accruals, Cash Flow and Equity Values.
5. Bhandari, S., & Bradley. (2019). A Comparison: Accrual Versus Cash Flow Based Financial Measures' Performance in Predicting Business Failure. *Journal of Accounting and Finance*.
6. Eyisi, A. S., & Okpe. (2014). The Impact of Cash Flow Ratio on Corporate Performance.
7. Mahyudin, M., Hendri, S., Waskito, I., & Fikri, M. A. (2021). Comparison of Accrual Ratio and Cash Ratio Accuration in Financial Reports. *Prisma Sains : Jurnal Pengkajian Ilmu dan Pembelajaran Matematika dan IPA IKIP Mataram*.
8. Mohammed, R. M. H. (2022). Accrual accounting basis and cash flow future predictions. *Journal of Global Economics and Business*.
9. Šestanović, A., Tomić, B. Pušar Banović, D. (2021). Međuzavisnost rentabilnosti i likvidnosti primjenom panel var modela, *Ekonomski pregled* Vol. 72, No. 6
10. Šestanović, A., Vukas, J., Stojanović, M. (2015). Važnost novčanog toka kao pokazatelja kvalitete poduzetničkog uspjeha, *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E* Vol. 5, No. 1
11. Yoder, T. R. (2007). The Incremental Predictive Ability of Accrual Models With Respect to Future Cash Flows.
12. Zeller, T., & Stanko, B. (1994). Cash Flow and the New Taxonomy of Financial Ratios for Manufacturing Firms.
13. Zeller, T., & Stanko, B. (2011). Operating Cash Flow Ratios Measure A Retail Firms Ability To Pay.

ACCRUAL-BASED VERSUS CASH-FLOW-BASED FINANCIAL RATIOS: IMPLICATIONS FOR FINANCIAL ANALYSIS

Abstract: The paper compares accounting (accrual-based) and cash-flow-based financial ratios and discusses what this difference implies for the quality of corporate financial analysis in practice. It starts with the observation that business performance is often assessed through traditional accrual-based ratios derived from the income statement and the balance sheet, even though such ratios do not necessarily reflect a firm's ability to generate cash and meet its obligations on time. The theoretical section explains the distinction between the accrual and cash-flow approaches and provides an overview of commonly used formulas across key ratio categories. The empirical section is based on an illustrative example and the calculation of financial ratios under both approaches. The example shows that a company may report positive earnings and seemingly adequate accrual-based ratios, while cash-flow-based ratios point to significant liquidity pressure. The paper concludes by emphasizing that, alongside traditional ratios, standard analysis should systematically incorporate ratios based on operating cash flows, particularly when assessing liquidity, debt-servicing capacity, and earnings quality.

Keywords: financial analysis; accrual-based ratios; cash-flow-based ratios; operating cash flow (CFO); working capital; liquidity; earnings quality