

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV OBRATNEGA KAPITALA NA DONOSNOST IN
LIKVIDNOST PODJETIJ V PREDELOVALNI DEJAVNOSTI**

Ljubljana, maj 2026

IVA DIMEC

IZJAVA O AVTORSTVU

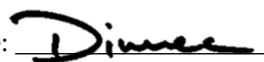
Podpisana Iva Dimec, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Vpliv obratnega kapitala na donosnost in likvidnost podjetij v predelovalni dejavnosti, pripravljenega v sodelovanju z mentorjem red. prof. dr. Aljošo Valentinčičem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo pisnih del UL EF, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo pisnih del UL EF;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Univerze v Ljubljani Ekonomske fakulteti v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi;
11. da sem preverila verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne 18.5.2026

Podpis študentke:



POVZETEK

Magistrsko delo proučuje vpliv obratnega kapitala na donosnost in likvidnost slovenskih podjetij v predelovalni dejavnosti. Vpliv je analiziran prek posameznih komponent obratnega kapitala: dnevi vezave zalog, terjatev, obveznosti in denarja. Donosnost je merjena z donosnostjo sredstev, likvidnost pa z verjetnostjo blokade bančnega računa podjetja. Glavne ugotovitve magistrskega dela se nanašajo na upravljanje zalog. Med dnevi vezave zalog ter donosnostjo sredstev in verjetnostjo blokade bančnega računa je ugotovljena negativna povezava. Vpliv upravljanja zalog na obe spremenljivki je razmeroma majhen.

KLJUČNE BESEDE: obratni kapital, upravljanje obratnega kapitala, donosnost, likvidnost, predelovalna dejavnost, analiza

CILJI TRAJNOSTNEGA RAZVOJA



ABSTRACT

This master's thesis examines the impact of working capital on the profitability and liquidity of Slovenian companies in the manufacturing sector. The impact is analyzed through the components of working capital: inventory days, accounts receivable days, accounts payable days, and cash conversion cycle. Profitability is measured by return on assets, while liquidity is measured by the probability of a company's bank account being frozen. The main findings of the thesis relate to inventory management. A negative relationship is identified between inventory days, return on assets, and the probability of a bank account freeze. The impact of inventory management on both variables is relatively small.

KEY WORDS: working capital, working capital management, profitability, liquidity, manufacturing industry, analysis

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



KAZALO

1	UVOD	1
2	OBRATNI KAPITAL	2
2.1	Komponente obratnega kapitala	3
2.1.1	Zaloge	3
2.1.2	Terjatve do kupcev	5
2.1.3	Obveznosti do dobaviteljev	7
2.1.4	Denarna sredstva.....	8
2.2	Kazalniki.....	9
2.2.1	Kazalniki plačilne sposobnosti	9
2.2.2	Kazalniki obračanja	10
2.2.3	Krogotok denarja	12
2.3	Vplivi na obratni kapital	13
2.3.1	Značilnosti podjetja	13
2.3.2	Panoga	14
2.3.3	Makroekonomski dejavniki	15
3	UPRAVLJANJE OBRATNEGA KAPITALA.....	15
3.1	Optimalni obseg obratnega kapitala	16
3.2	Financiranje obratnega kapitala	16
3.2.1	Konzervativen pristop.....	17
3.2.2	Agresiven pristop.....	18
3.2.3	Pristop usklajevanja ročnosti	18
3.3	Alternativni viri kratkoročnega financiranja	19
3.3.1	Faktoring.....	20
3.3.2	Trgovinski kredit	20
3.4	Upravljanje bančnih odnosov	21
3.4.1	Blokade bančnih računov	21
3.4.2	Zaprtja bančnih računov	23
4	ANALIZA	23
4.1	Raziskovalni vprašanji in hipoteze.....	23
4.2	Predhodne študije	24

4.3 Spremenljivke	27
4.4 Metodologija.....	29
4.4.1 Multipla linearna regresija	29
4.4.2 Binarna logistična regresija.....	30
4.5 Vzorec in zbiranje podatkov.....	32
4.6 Rezultati.....	33
4.6.1 Analiza povezanosti	34
4.6.2 Analiza vpliva obratnega kapitala na donosnost	35
4.6.3 Analiza vpliva obratnega kapitala na verjetnost blokade TRR	37
4.7 Razprava.....	39
5 SKLEP	41
SEZNAM KLJUČNE LITERATURE	42
LITERATURA IN VIRI.....	42
PRILOGE	51

KAZALO TABEL

Tabela 1: Pregled izbranih študij o upravljanju obratnega kapitala in uspešnosti podjetij .	25
Tabela 2: Spremenljivke v analizi	27
Tabela 3: Podjetja v analizi po SKD	32
Tabela 4: Rezultati multiple linearne regresije	36
Tabela 5: Rezultati binarne logistične regresije	38

KAZALO SLIK

Slika 1: Krogotok denarja	12
Slika 2: Strategija usklajevanja ročnosti	19

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Opisna statistika spremenljivk.....	1
Priloga 2: Pearsonova korelacijska matrika.	2

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

AIC – (angl. Akaike information criterion); Akaike informacijski kriterij

BLOKADA_dec24 – blokada vsaj enega TRR-ja na 31.12.2024

BLOKADA_jun25 – blokada vsaj enega TRR-ja na 30.6.2025

BLOKTRR1 – število dni blokade enega od TRR-jev

CCC – (angl. cash conversion cycle); dnevi vezave denarja

DVO – dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev

DVT – dnevi vezave terjatev do kupcev

DVZ – dnevi vezave zalog

EBITDA – (angl. earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization); poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo

EBITDAM – EBITDA marža

EOQ – (angl. economic order quantity); optimalen obseg naročil

JIT – (angl. just-in-time); proizvodnja ob pravem času

KFV – kazalnik finančnega vzvoda

MLE – (angl. maximum likelihood estimation); metoda največjega verjetja

MSP – mala in srednje velika podjetja

OLS – (angl. ordinary least square method); metoda najmanjših kvadratov

PRIH – čisti prihodki od prodaje v letu 2024

PSD2 – (angl. Payment Services Directive); Direktiva o plačilnih storitvah na notranjem trgu

r – Pearsonov korelacijski koeficient

ROA – (angl. return on assets); kazalnik čiste donosnosti sredstev

ROE – (angl. return on equity); kazalnik čiste donosnosti kapitala

SKD – Standardna klasifikacija dejavnosti

SRS – Slovenski računovodski standardi

TRR – transakcijski račun

TRRBLOK – število blokiranih TRR-jev

TRRVSI – število vseh TRR-jev

VIF – (angl. variance inflation factor); variančni inflacijski faktor

ZFPPIPP – Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju

ZGD-1 – Zakon o gospodarskih družbah

1 UVOD

Koncept obratnega kapitala se je razvijal vzporedno z razvojem trgovine in zgodnjimi oblikami podjetništva. Že v starodavnih civilizacijah so trgovci prepoznali pomen denarja in zalog za ohranjanje tekočega poslovanja. V srednjem veku je vzpon bank in finančnih institucij omogočil oblikovanje bolj sistematičnih pristopov k finančnemu upravljanju, med katere sodi tudi upravljanje obratnega kapitala. Z industrializacijo in razvojem mednarodne trgovine v 19. in 20. stoletju je obratni kapital postal eden ključnih kazalnikov finančnega zdravja podjetij, uvedba računovodskih praks, kot je dvostavno knjigovodstvo, pa je omogočila natančnejše spremljanje in načrtovanje finančnih tokov (Podjetniški naložbeni center, 2024).

Tradicionalni pristop v poslovnih financah se je dolgo osredotočal predvsem na dolgoročne odločitve, povezane s kapitalsko strukturo, dividendno politiko, naložbami in vrednotenjem podjetij, v zadnjem času pa se vse več pozornosti namenja tudi kratkoročnim odločitvam in upravljanju obratnega kapitala (Ganesan, 2007). Višina kratkoročnih sredstev je pomembna za likvidnost podjetja, saj mora podjetje, če želi nemoteno nadaljevati s poslovanjem, imeti ali ustvariti dovolj denarnih sredstev za pokrivanje svojih kratkoročnih potreb. Bolj kot kratkoročna sredstva presegajo kratkoročne obveznosti, večja je verjetnost, da je podjetje plačilno sposobno, pri čemer je to odvisno tudi od narave njegovih kratkoročnih sredstev. Upravljanje obratnega kapitala je naloga menedžerjev in drugih odločevalcev v podjetju, da v nenehno spreminjajočih se tržnih in gospodarskih razmerah najdejo in ohranijo pravo ravnovesje med likvidnostjo in maksimiranjem dobička (Watson in drugi, 2023, str. 81).

Namen magistrskega dela je na vzorcu slovenskih predelovalnih podjetij predstaviti vpliv upravljanja obratnega kapitala na donosnost in likvidnost podjetij. Z regresijsko analizo se proučujejo različne komponente upravljanja obratnega kapitala na kazalnik čiste donosnosti sredstev (angl. return on assets, v nadaljevanju ROA) in verjetnost blokade bančnega oz. transakcijskega računa (v nadaljevanju TRR) podjetja.

Cilj magistrskega dela je celovito opredeliti obratni kapital in njegovo upravljanje ter proučiti vpliv upravljanja obratnega kapitala na donosnost in likvidnost kot odraz finančne stabilnosti podjetij. V skladu s tem sta v magistrskem delu zastavljeni dve raziskovalni vprašanji:

1. Kako upravljanje z obratnim kapitalom vpliva na donosnost slovenskih predelovalnih podjetij?
2. Kako upravljanje z obratnim kapitalom vpliva na likvidnost slovenskih predelovalnih podjetij?

Magistrsko delo je sestavljeno iz teoretičnega in empiričnega dela. V teoretičnem delu so na podlagi obstoječe literature in raziskav predstavljene komponente obratnega kapitala, opredeljeni so kazalniki, ki se najpogosteje uporabljajo pri proučevanju vpliva obratnega kapitala na različne vidike poslovanja podjetij, ter opisani so dejavniki, ki vplivajo na obratni kapital. V poglavju o upravljanju obratnega kapitala so zajete teme optimalne ravni obratnega kapitala, njegovega financiranja, alternativnih virov kratkoročnega financiranja in upravljanja bančnih odnosov. Empirični del predstavlja statistično analizo in zajema opredelitev raziskovalnih vprašanj in hipotez, predstavitev izbranih predhodnih študij, opis analiziranih spremenljivk, metodologije, vzorca in zbiranja podatkov ter rezultate, ki so podrobneje predstavljeni v razpravi.

2 OBRATNI KAPITAL

Obratni kapital je merilo poslovne učinkovitosti, ki odraža, kako podjetje upravlja s svojimi denarnimi prilivi in odlivi (Da Rin in Hellmann, 2020, str. 110). Meri likvidnost, operativno učinkovitost in kratkoročno finančno zdravje podjetja (Pazarskis in drugi, 2024), zato se pogosto uporablja pri analizah likvidnostnega položaja podjetij (Zimon in Tarighi, 2021).

Obstajata dva načina razumevanja obratnega kapitala. Dolgoročni pristop, ki izhaja iz starejše računovodske perspektive (Preve in Sarria-Allende, 2010, str. 15), je opredeljen kot presežek kapitala nad dolgoročnimi naložbami (Slovenski inštitut za revizijo, brez datuma). Enačba (1) prikazuje izračun obratnega kapitala v skladu s tem pristopom.

$$\text{Obratni kapital} = \text{Kapital} + \text{Dolgoročne obveznosti} - \text{Dolgoročna sredstva} \quad (1)$$

Drugi, kratkoročni pristop temelji na bilanci stanja, ki obratni kapital prikazuje neposredno (Zimon, 2021). Ta pristop je pogostejši od dolgoročnega pristopa (Preve in Sarria-Allende, 2010, str. 15). Izračun obratnega kapitala, skladen s to definicijo, je prikazan v enačbi (2). Ta podaja enako vrednost obratnega kapitala kot enačba (1).

$$\text{Obratni kapital} = \text{Kratkoročna sredstva} - \text{Kratkoročne obveznosti} \quad (2)$$

Pojem obratnega kapitala se uporablja v bruto in neto smislu. Bruto obratni kapital pomeni celotna kratkoročna sredstva podjetja (Dar in Dar, 2017). Neto obratni kapital predstavlja razliko med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi (Preve in Sarria-Allende, 2010, str. 15; Dahlquist in Knight, 2022, str. 566; Beaver, 2025). V strokovni literaturi se izraz obratni kapital najpogosteje nanaša na neto obratni kapital, ki se izračuna na podlagi postavk bilance stanja in je prikazan z enačbo (2). V skladu s tem je v magistrskem delu izraz obratni kapital uporabljen v neto pomenu.

2.1 Komponente obratnega kapitala

Glavni sestavini obratnega kapitala predstavljajo kratkoročna sredstva in kratkoročne obveznosti. Kratkoročna sredstva so denarna sredstva in sredstva, ki se lahko v roku enega leta pretvorijo v denar, kratkoročne obveznosti pa so obveznosti, ki jih je treba poravnati v roku enega leta (Berk in DeMarzo, 2017, str. 59-60).

Neto poslovni obratni kapital vključuje kratkoročna sredstva kot so npr. zaloge, terjatve do kupcev, tržni vrednostni papirji, kratkoročne naložbe, ki jih podjetje namerava prodati v roku enega leta, prejemki iz naslova kratkoročnih posojil strankam ali dobaviteljem, ki zapadejo v roku enega leta, vračila davka na dohodek, zavarovalne terjatve, vnaprej plačani stroški, kot so zavarovalne premije ter predplačila za prihodnje nakupe. Med kratkoročne obveznosti, zajete v neto poslovnem obratnem kapitalu, spadajo npr. obveznosti do dobaviteljev, obveznosti do zaposlenih iz naslova plač, obveznosti iz naslova davkov, obveznosti iz naslova obresti na posojila ter glavnice posojil, ki morajo biti plačane v roku enega leta (Beaver, 2025).

2.1.1 Zaloge

V Slovenskih računovodskih standardih (Uradni list RS, št. 129/23 z dne 15.11.2023, v nadaljevanju SRS) so zaloge obravnavane v SRS 4 – Zaloge. Zaloge so opredmetena sredstva, namenjena porabi pri proizvodnji, opravljanju storitev ali prodaji v okviru rednega poslovanja. Organizacije morajo posebej voditi evidence zalog, ki so bile predmet lastne porabe.

Skladno s SRS 4 se stvar v zalogi v knjigovodskih razvidih in bilanci stanja pripozna, če jo organizacija obvladuje, ji omogoča doseganje gospodarskih koristi in če je njeno nabavno vrednost oz. stroškovno vrednost ali pošteno vrednost mogoče zanesljivo izmeriti. Pripoznanje stvari v zalogi kot sredstva v knjigovodskih razvidih in bilanci stanja se odpravi, ko je porabljena, prodana ali kako drugače preneha obstajati.

SRS 4 zaloge deli glede na fazo poslovnega procesa. V skladu s to delitvijo obstajajo naslednje vrste zalog:

- zaloge materiala, ki zajemajo količine v skladišču, dodelavi in predelavi ter na poti od dobavitelja, če jih je organizacija že prevzela oz. jih že obvladuje,
- zaloge v postopku proizvodnje, ki zajemajo nedokončano proizvodnjo in polproizvode,
- zaloge, namenjene prodaji, ki zajemajo dokončane proizvode in trgovsko blago v skladišču, količine na poti do kupca, dokler jih ta ne prevzame v obvladovanje, ter trgovsko blago in količine na poti od dobavitelja, če jih je organizacija že prevzela oz. jih že obvladuje.

Peterlin in Glavina (2007, str. 72-73) zaloge razdelita glede na njihovo vlogo v poslovanju. Pri tem je obseg posameznih vrst zalog odvisen od vrste proizvodnega procesa:

- serijske zaloge, ki nastanejo zaradi nabave in proizvodnje v ekonomsko optimalnih količinah, saj omogočajo razporeditev stroškov naročanja in priprave proizvodnje na več enot,
- sezonske zaloge, ki so povezane s sezonskimi nihanji v povpraševanju ter neskladji med proizvodnimi zmogljivostmi in potrebami trga,
- varnostne zaloge, ki predstavljajo predvsem zaščito pred tveganji glede obsega povpraševanja, dobave ali proizvodnje. Varnostne zaloge materiala varujejo pred tveganji, povezanimi z dobavitelji, kot so negotovi dobavni roki in kakovost dobavljenih materialov,
- špekulativne zaloge, ki se oblikujejo ob pričakovanju pomembnih sprememb na trgu, kot je npr. zvišanje cen materialov ali pomanjkanje določenih materialov v prihodnosti.

Upravljanje zalog je specializirano področje poslovnega upravljanja, ki zajema strateško načrtovanje in nadzor z namenom ohranjanja optimalnih količin za posamezne izdelke (Mohamed, 2024). Obstaja več metod, ki jih podjetja uporabljajo za učinkovito upravljanje zalog. Te se med seboj razlikujejo glede na namen, panogo in značilnosti poslovanja podjetja.

Metoda ABC temelji na predpostavki, da kritičnejši in vrednejši artikli zahtevajo natančnejše upravljanje in več nadzora kot manj pomembni, oz. da vsa zaloga ni enako vredna (Drakeley, 2024). Metoda ABC razvršča zaloge v tri osnovne skupine glede na njihov pomen in vrednost. Razred A zajema najpomembnejše artikle, ki so pogosto povezani z večjimi naložbami ali katerih pomanjkanje lahko vpliva na ugled in stroške podjetja. Tem sledijo artikli razreda B, razred C pa vključuje manj vredne in lažje zamenljive artikle, ki zahtevajo najmanj pozornosti (Michalski, 2023).

Metoda proizvodnje ob pravem času (angl. just-in-time, v nadaljevanju JIT) temelji na pravočasni dostavi komponent, kar znatno zmanjša zaloge v spodnjem delu dobavne verige. Podjetja, ki uporabljajo to metodo, so zato zelo odvisna od svojih dobaviteljev. Da bi zmanjšala tveganje izčrpanja ali odpisov zalog, morajo podjetja napovedovati povpraševanje strank in se hitro odzivati na spremembe na trgu (Yang in drugi, 2021). Cilj upravljanja z zalogami po sistemu JIT je, da se zaloge nabavljajo le, kadar je to nujno potrebno za proizvodni proces (Lijuan in drugi, 2023).

Optimalen obseg naročil (angl. economic order quantity, v nadaljevanju EOQ) se osredotoča na določitev obsega naročila pri katerem so stroški naročanja in stroški držanja zalog najnižji (Javed, 2023). Tehnika EOQ je zelo poenostavljena in temelji na vrsti predpostavk, ki jih v praksi težko zagotoviti. Te predpostavke so, da se nabavna cena ne spreminja z obsegom nabav, da je povpraševanje enakomerno in znano, celotno naročilo je odstavljeno v istem trenutku, dobavni rok je znan in zanesljiv, strošek posameznega naročila je stalen ne glede

na obseg naročila in stroški zaloge so linearna funkcija obsega zaloge (Peterlin in Glavina, 2007, str. 78).

Zaradi različnih značilnosti in okoliščin podjetij ni univerzalno sprejete metode upravljanja zalog, ki bi bila primerna za vsa podjetja. Učinkovit pristop je najpogosteje kombinacija različnih metod, prilagojenih panogi, dinamiki povpraševanja, velikosti podjetja in drugim dejavnikom poslovanja.

Po mnenju Peterlin in Glavina (2007, str. 72) so sredstva, ki so vezana v zalogah, neproduktiven del podjetja, ker sama po sebi ne prinašajo dobička. Pozitiven denarni tok ustvari prodaja, zato mora podjetje stremeti k minimalnim, če ne celo ničelnim zalogam, kar pa je v praksi težko dosegljivo in lahko tvegano. Zato morajo podjetja iskati ravnotežje med prednostmi in slabostmi prevelikih ali premajhnih zalog oz. ravnotežje med minimalno ravno zalog potrebno za nemoten proizvodni proces in obsegom sredstev, vezanih v zalogah. Za proizvodna podjetja je značilna težnja po velikih zalogah v vsaki fazi proizvodnega procesa, saj to podjetjem omogoča, da se izognejo zastojem v proizvodnji.

S prekomernimi zalogami so povezani različni stroški. Med njimi so tudi oportunitetni stroški alternativnih kapitalskih naložb, saj so denarna sredstva vezana v zalogah, zaradi česar podjetje izgublja potencialne prihodke, ki bi jih sicer lahko ustvarilo. Med druge stroške, povezane s prekomernimi zalogami, sodijo še stroški skladiščenja, davki in zavarovanja ter tveganja poškodb, poslabšanja kakovosti in zastarelosti (Kolias in drugi, 2011).

2.1.2 Terjatve do kupcev

Terjatve so na premoženjskopравnih in drugih razmerjih zasnovane pravice od določene osebe zahtevati plačilo dolga, dobavo blaga ali opravljanje storitve. Večinoma se pojavljajo v obliki terjatev do kupcev iz naslova prodanih proizvodov in opravljenih storitev. Če podjetje prejme plačilo takoj ob prodaji, se terjatev do kupca ne pripozna, saj se transakcija evidentira kot prejemek in prihodek od prodaje, kadar pa podjetje kupcu omogoči odloženo plačilo oz. sprejme obljubo o plačilu na dogovorjeni prihodnji datum, mu s tem odobri kredit, ki se evidentira kot terjatev do kupca (Peterlin in Glavina, 2007, str. 80).

Glede na zapadlost v plačilo po SRS 5 – Terjatve ločimo dolgoročne in kratkoročne terjatve. Kratkoročne terjatve se predvidoma udenarijo v letu dni, vse druge terjatve pa so dolgoročne. Zapadle dolgoročne terjatve, ki še niso poravnane, in dolgoročne terjatve, ki bodo zapadle v plačilo v letu dni po dnevu bilance stanja, so v bilanci stanja prikazane med kratkoročnimi terjatvami.

20. člen Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (v nadaljevanju ZFPPIPP) vsebinsko terjatve deli na finančne in poslovne. Finančne terjatve po ZFPPIPP nastanejo na podlagi kreditne pogodbe, pogodbe o izdaji

bančne garancije, pogodbe o finančnem leasingu, posojilne pogodbe, poročta ali drugega posla enakih značilnosti ter na podlagi izvedenega finančnega instrumenta, katerega izdajatelj je dolžnik. Poslovne terjatve SRS 5 definira kot terjatve, ki niso povezane s financiranjem ali investiranjem, ampak s poslovanjem. Standard obravnava naslednje poslovne terjatve:

- terjatve do kupcev prodanih proizvodov in blaga ter opravljenih storitev,
- terjatve do dobaviteljev za dane predujme,
- terjatve do države, kot je npr. vstopni davek na dodano vrednost, za priznane podpore in za plačane akontacije davkov,
- terjatve do zaposlenih, njim dani predujmi in odškodninske obremenitve,
- nekatere terjatve, ki so povezane z nastankom finančnih prihodkov, čeprav niso finančne naložbe, kamor spadajo npr. terjatve za obresti, dividende in deleže v dobičku.

Upravljanje s terjatvami poteka v več zaporednih korakih. Prvi korak je ocena kreditne sposobnosti novega ali obstoječega kupca, ki temelji na računovodskih izkazih in analizi izbranih kazalnikov. Rezultati se primerjajo med obdobji, s konkurenti v isti panogi ali s panožnim povprečjem. Ocena se opravi na podlagi javno dostopnih virov, kot so objavljena poročila, reference skupnih dobaviteljev in bank ter bonitetnih poročil pripravljenih s strani bonitetnih hiš ali t.i. rating podjetij, ki se ukvarjajo z ocenjevanjem kreditnih tveganj posameznih podjetij in držav (Peterlin in Glavina, 2007, str. 81-91).

Drugi korak je oblikovanje kreditne politike. Gre za sistematičen proces, ki zahteva usklajevanje prodajne, nabavne in finančne službe glede obsega in oblik kreditiranja ter vključuje dolžino plačilnega roka, morebitne popuste za hitro plačilo, omejitve kreditnih zneskov, načine zavarovanja terjatev in kazni za zamude pri plačilih. V okviru kreditne politike se določijo kreditni pogoji, ki zajemajo pravila odloženega plačila za blago ali storitve. Plačilni pogoji so sestavni del kupoprodajne pogodbe (Peterlin in Glavina, 2007, str. 81-91).

Sledi analiza gibanja terjatev v izbranem obdobju, v okviru katere se pridobi podatke o gibanju celotnih terjatev do kupcev. Vključuje oceno in prepoznavanje vzrokov za odmike od načrtovane višine in odstopanja od načrtovanih prejemkov. Spremljanje terjatev je v pristojnosti finančne službe, ugotavljanje vzrokov za odmike pa poteka v sodelovanju s prodajno službo, ki ima poglobljeno razumevanje kupcev in tržnih razmer (Peterlin in Glavina, 2007, str. 81-91).

Zadnji korak upravljanja terjatev predstavlja politika izterjave, v okviru katere podjetje s kupcem v primeru neplačil vzpostavi osebni stik ali pisno komunikacijo s postopnim pritiskom (Peterlin in Glavina, 2007, str. 81-91). Velja, da z naraščajočo starostjo terjatev postaja njihova izterjava vse zahtevnejša in manj učinkovita. V praksi se uporabljajo različni načini izterjave, npr. pisni opomini, telefonska izterjava ali vključitev izterjevalne agencije. Končno fazo lahko predstavlja izterjava po sodni poti (Rakovec, 2009, str. 792).

Terjatve do kupcev so manj likvidne kot denar ali kratkoročne finančne naložbe. Njihova pretvorba v denar zahteva čas, zato so napačne kreditne odločitve dražje kot napake pri upravljanju denarnih sredstev. Prodaja na kredit prinaša stroške financiranja, administrativne stroške spremljanje terjatev in stroške t.i. neizterljivih terjatev v obliki odpisov terjatev. Poleg tega pri prodaji na kredit nastajajo oportunitetni stroški, ker so sredstva vezana v terjatvah in jih, dokler terjatve niso poravnane, ni mogoče uporabiti za bolj donosne naložbe (Peterlin in Glavina, 2007, str. 81-91).

2.1.3 Obveznosti do dobaviteljev

SRS 9 – Dolgovi opredeljuje obveznosti kot sedanje obveze organizacije za prenos sredstev ali drugih gospodarskih virov, ki izhajajo iz preteklih dogodkov. Večina obveznosti izvira iz dogovorov med subjekti, nekatere pa naložijo vlada ali sodišča.

Obveznosti se glede na zapadlost po SRS 9 delijo na kratkoročne in dolgoročne. Dolgoročna obveznost je dolg, ki v skladu s pogodbo ali drugim pravnim aktom dokončno zapade v plačilo v obdobju, daljšem od leta dni. Kratkoročna obveznost v plačilo zapade najkasneje v letu dni ali je na dan sestavitve bilance stanja v plačilo že zapadla.

Z vsebinskega vidika SRS 9 deli obveznosti na finančne in poslovne. Finančne obveznosti nastanejo, ker posojilodajalci v organizacijo vnašajo denarna sredstva ali ker z denarjem poplačujejo njene poslovne dolgove. Poslovne obveznosti nastajajo, ker dobavitelji v organizacijo vnašajo prvine, potrebne za ustvarjanje proizvodov, opravljanje storitev, prodajo trgovskega blaga oz. za izvajanje osnovnega poslovanja podjetja. Kot navajajo Igličar in drugi (2017, str. 202-203), se poslovne obveznosti izkazujejo z zneski, ki izhajajo iz ustreznih listin o njihovem nastanku, kar so običajno računi, dobropisi in pogodbe. Med poslovne obveznosti spadajo:

- obveznosti do zaposlenih,
- obveznosti do države,
- obveznosti do dobaviteljev,
- obveznosti za prejete predujme,
- druge obveznosti.

Pomemben del kratkoročnih obveznosti podjetja predstavljajo obveznosti do zaposlenih in do države. Obveznosti do zaposlenih večinoma zajemajo obveznosti obračunanih, vendar še ne izplačanih stroškov plač in drugih stroškov dela. Podjetje jih izkazuje od trenutka obračuna do trenutka izplačila plače. Obveznosti do države zajemajo obveznosti iz naslova obračunanih ampak še ne plačanih dajatev, ki so predpisane kot splošno obvezne. Mednje sodijo obveznosti za dohodnino in prispevke za socialno varnost, obračunane na plače zaposlenih, obveznosti za davek na dodano vrednost, obveznosti za davek od dobička in druge davčne obveznosti (Igličar in drugi, 2017, str. 203).

Obveznosti do dobaviteljev spadajo med kratkoročne poslovne obveznosti. So posledica nabav materiala, osnovnih sredstev in opravljanja storitev s strani drugih podjetij. Podjetje jih izkazuje, dokler prejeti dobaviteljev račun za prodano blago ali opravljeno storitev ni poravnan (Igličar in drugi, 2017, str. 203). Glede na plačilo se obveznosti do dobaviteljev zmanjšajo za znesek, dogovorjen med upnikom in dolžnikom, v določenih primerih pa tudi iz drugih razlogov, npr. kasnejših dobropisov, vračil prodanega blaga ali reklamacij. Če se obveznost do dobaviteljev odpiše, kar je mogoče na podlagi privolitve upnika ali končnega sodnega postopka, se to prikaže med prevrednotovalnimi poslovnimi prihodki (Vuković in drugi, 2021).

Podjetja ne morejo aktivno vplivati na obseg obveznosti do zaposlenih in države, ker so ta plačila zakonsko urejena, lahko pa oblikujejo politiko do dobaviteljev (Peterlin in Glavina, 2007, str. 93). Mnoga podjetja izvajajo strategijo, da čim dlje odlagajo plačila, da bi tako povečala prosti denarni tok. To ni vedno uspešno, saj lahko zamujanje s plačili oslabi dobro voljo dobaviteljev in kot posledico prinese počasnejše dobave ali bolj obremenjujoče plačilne pogoje. Na drugi strani zgodnje plačevanje za podjetje včasih prinaša koristi v obliki popustov ali rabatov za zgodnje plačilo (Mallick, 2020).

2.1.4 Denarna sredstva

Denarna sredstva vključujejo gotovino in knjižni denar. Gotovina predstavlja fizični denar v blagajni podjetja, knjižni denar pa dobroimetje na računih pri bankah ali drugih finančnih institucijah, ki se lahko uporablja za izvajanje plačilnih transakcij. Ker je plačevanje z gotovino zakonsko omejeno, se večina plačilnega prometa med podjetji izvaja brezgotovinsko. Med denarna sredstva se knjigovosko izkazujejo tudi denarni ustrezniki. To so naložbe, ki jih je mogoče hitro ali v kratkem času pretvoriti v vnaprej znani znesek denarnih sredstev. Mednje spadajo kratkoročni depoziti, vloge pri bankah, dolžniški vrednostni papirji z nizko stopnjo tveganja, ki so uvrščeni na organiziranih trgih ter druge naložbe, katerih primarna funkcija je zagotavljanje likvidnosti podjetja (Igličar in drugi, 2017, str. 178).

Kadar podjetje posodi denar drugemu podjetju ali mu odobri odlog plačila, prevzame tveganje, da posojilojemalec oz. kupec dolgovanega zneska ne bo poravnal pravočasno ali v celoti. Pomanjkanje denarnih sredstev lahko pri dolžniku povzroči zamude pri poravnavi obveznosti do upnikov, kar vodi v nastanek oportunitetnih stroškov, saj zapadlih denarnih sredstev ni mogoče ponovno investirati. Za upnike to lahko pomeni delno ali popolno izgubo glavnice, hkrati pa so lahko prisiljeni v dodatno zadolževanje za pokrivanje lastnih likvidnostnih potreb. Čeprav je takšno nezadostno stanje denarnih sredstev najpogosteje začasne narave, lahko v skrajnih primerih privede tudi do stečaja podjetja (Mramor in Valentinčič, 2003).

Stroški hranjenja denarnih sredstev vključujejo nižjo stopnjo donosa teh sredstev zaradi likvidnostne premije in morebitnih davčnih neugodnosti, koristi hranjenja denarnih sredstev

pa so dvojne. Prvič, ob zbiranju sredstev se prihranijo transakcijski stroški in drugič, likvidna sredstva se lahko uporabijo za financiranje dejavnosti in naložb, v kolikor so drugi viri financiranja zelo dragi ali niso na voljo. Da bi uravnotežila koristi in stroške hranjenja denarnih sredstev, podjetja stremijo k optimalni ravni likvidnosti, kar Oluoch (2016) opredeljuje kot teorijo kompromisa likvidnosti (angl. trade-off theory of liquidity). Preve in Sarria-Allende (2010, str. 66-67) navajata, da je za določena podjetja priporočljivo ohranяти višjo raven denarnih sredstev. Med takšna podjetja spadajo manjša podjetja, podjetja z visoko stopnjo gotovinskih transakcij, podjetja z volatilnimi denarnimi tokovi, podjetja z visokim razmerjem med kratkoročnimi in dolgoročnimi obveznostmi, podjetja z velikimi naložbami v raziskave in razvoj ter podjetja, ki imajo šibke odnose z bankami in drugimi finančnimi vlagatelji.

2.2 Kazalniki

Za zagotavljanje ključnih informacij finančnim menedžerjem, bankirjem, vlagateljem in drugim zainteresiranim stranem o podjetju se uporabljajo različne postavke v računovodskih izkazih. Analiza razmerij preko računovodskih izkazov omogoča hitro oceno uspešnosti podjetja skozi čas ali v primerjavi s konkurenti ter nudi primerjalno osnovo glede na panogo in pretekle rezultate. Kazalniki so strateška orodja, ki omogočajo sistematičen način organiziranja obsežnih podatkov vsebovanih v računovodskih izkazih (Kotane in Kuzmina-Merlino, 2012).

2.2.1 Kazalniki plačilne sposobnosti

Likvidnostni kazalniki ocenjujejo sposobnost podjetja, da izpolni kratkoročne obveznosti. Primerjajo postavki sredstev in obveznosti iz bilance stanja in podajajo pregled finančnega položaja podjetja v danem trenutku. Ker bilance stanja odražajo stanje na določen presečni datum, je za natančno primerjavo likvidnosti smiselno uporabljati podatke iz istega časovnega trenutka (Einstein, 2025a).

Kratkoročni koeficient (angl. current ratio) je prikazan z enačbo (3) in kaže razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Večja kot je vrednost kratkoročnega koeficienta, manjša je verjetnost plačilne nesposobnosti podjetja. Ker vse vrste kratkoročnih sredstev niso enako likvidne, kratkoročni koeficient ne velja za najboljšega pokazatelja plačilne sposobnosti, poleg tega pa je njegova vrednost močno vezana na panogo v kateri podjetje deluje (Igličar in drugi, 2017, str. 425-426).

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{Kratkoročna sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (3)$$

Pospešeni koeficient (angl. quick ratio), kot kaže enačba (4), je test likvidnosti podjetja, ki primerja samo denarna sredstva ali kratkoročna sredstva, ki se bodo kmalu pretvorila v denarno obliko, s tekočimi obveznostmi. Izključuje manj likvidne bilančne postavke, kot so

zaloge, saj ta sredstva niso hitro pretvorljiva v gotovino po polni vrednosti (Berk in DeMarzo, 2017, str. 71).

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{Denarna sredstva} + \text{Kratkoročne finančne naložbe} + \text{Kratkoročne poslovne terjatve}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (4)$$

Hitri koeficient (angl. cash ratio) je strožji kazalnik od kratkoročnega in pospešenega koeficienta. Izključuje vsa sredstva razen najbolj likvidnih sredstev, to so denarna sredstva in tržni vrednostni papirji, zaradi česar je najbolj primeren za analizo v času finančnih težav ali krize (Barnes in drugi, 2023). Njegov izračun prikazuje enačba (5).

$$\text{Hitri koeficient} = \frac{\text{Denarna sredstva} + \text{Kratkoročne finančne naložbe}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (5)$$

Likvidnostni kazalniki imajo določene omejitve, saj zajemajo zgolj tekoča sredstva podjetja, kar pomeni, da je kljub nizkim vrednostim teh kazalnikov podjetje lahko zelo likvidno, če je sposobno hitro ustvarjati denarna sredstva iz svojih tekočih dejavnosti. Zato je pri presoji plačilne sposobnosti poleg kazalnikov smiselno upoštevati tudi druge dejavnike, med katerimi ima pomembno vlogo denarni tok iz poslovnih in investicijskih dejavnosti, prikazan v izkazu denarnih tokov (Berk in DeMarzo, 2017, str. 71).

2.2.2 Kazalniki obračanja

Kazalniki obračanja odražajo učinkovitost posloводства pri upravljanju sredstev in prikazujejo, kako hitro se obračajo posamezne vrste sredstev. Hitrejše obračanje pomeni manj vezanih sredstev in posledično manjšo potrebo po financiranju poslovnih dejavnosti. Pri izračunu kazalnikov obračanja je treba upoštevati, da temeljijo na razmerju med postavkami izkaza poslovnega izida, ki se nanašajo na določeno obdobje, in postavkami bilance stanja, ki prikazujejo stanje na določen presečni datum. Zato se pri bilanci stanja običajno uporablja povprečno stanje posamezne vrste sredstev, ki se izračuna kot aritmetična sredina začetnega in končnega stanja. Notranji uporabniki, ki razpolagajo z več podatki, lahko izračun povprečja opravijo natančneje (Igličar in drugi, 2017, str. 429).

Koeficient obračanja zalog, prikazan z enačbo (6), meri, kako hitro se zaloge pretvorijo v terjatve do kupcev ali denar. Izračuna se kot razmerje med čistimi prihodki od prodaje v določenem obdobju in povprečno vrednostjo zalog v istem obdobju. V števcu se namesto čistih prihodkov od prodaje lahko uporabi tudi nabavno vrednost prodanega blaga, strošek porabljenega materiala ali drugo ustrezno postavko. Izbira je odvisna od namena analize in razpoložljivosti podatkov, saj uporaba različnih postavk privede do različnih vrednosti kazalnika (Peterlin in Glavina, 2007, str. 76).

$$\text{Koeficient obračanja zalog} = \frac{\text{Čisti prihodki od prodaje}}{\text{Povprečno stanje zalog}} \quad (6)$$

Dnevi vezave zalog (v nadaljevanju DVZ) kažejo, koliko dni so sredstva v povprečju vezana v zalogah oz. koliko časa jih je treba financirati, preden se prodajo. Višji koeficient obračanja zalog pomeni nižjo vrednost DVZ in hkrati krajše obdobje financiranja sredstev v zalogah (Peterlin in Glavina, 2007, str. 76). Izračun DVZ je prikazan z enačbo (7).

$$Dnevi\ vezave\ zalog = \frac{365}{Koeficient\ obračanja\ zalog} \quad (7)$$

Koeficient obračanja terjatev, prikazan z enačbo (8), daje informacijo kolikokrat v letu se terjatve do kupcev preoblikujejo v denar (Peterlin in Glavina, 2007, str. 83). Višja vrednost kazalnika pomeni hitrejšo obračanje terjatev oz. krajši povprečni plačilni rok kupcev, zato se kazalnik uporablja pri analizi sposobnosti posloводства pri izterjavi terjatev in plačilne discipline kupcev (Igličar in drugi, 2017, str. 430).

$$Koeficient\ obračanja\ terjatev\ do\ kupcev = \frac{\text{Čisti prihodki od prodaje}}{\text{Povprečno stanje terjatev do kupcev}} \quad (8)$$

Dnevi vezave terjatev do kupcev (v nadaljevanju DVT) predstavljajo povprečno število dni, ki pretečejo od prodaje blaga ali opravljene storitve do prejema plačila (Kumar in Singh, 2023). Krajše kot je to obdobje, manj sredstev mora podjetje nameniti za financiranje terjatev (Peterlin in Glavina, 2007, str. 83). Izračun DVT prikazuje enačba (9).

$$Dnevi\ vezave\ terjatev\ do\ kupcev = \frac{365}{Koeficient\ obračanja\ terjatev\ do\ kupcev} \quad (9)$$

Koeficient obračanja obveznosti do dobaviteljev se izračuna kot razmerje med čistimi prihodki od prodaje v določenem obdobju in povprečnimi obveznostmi do dobaviteljev, kot prikazuje enačba (10). Podobno kot pri koeficientu obračanja zalog se, odvisno od razpoložljivih podatkov in namena analize, lahko v števcu namesto čistih prihodkov od prodaje uporabijo nabavna vrednost prodanega blaga, stroški porabljenega materiala ali katera druga ustrezna vrednost (Peterlin in Glavina, 2007, str. 94-95).

$$Koeficient\ obračanja\ obveznosti\ do\ dobaviteljev = \frac{\text{Čisti prihodki od prodaje}}{\text{Povprečno stanje obveznosti do dobaviteljev}} \quad (10)$$

Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev (v nadaljevanju DVO) kažejo, koliko dni podjetje v povprečju potrebuje za poravnavo obveznosti dobaviteljem. Višja vrednost DVO in z njo povezani daljši plačilni roki so v teoriji ugodnejši kot nižji, saj podjetju omogočajo daljše financiranje z obveznostmi do dobaviteljev (Kumar in Singh, 2023). Enačba (11) prikazuje izračun DVO.

$$Dnevi\ vezave\ obveznosti\ do\ dobaviteljev = \frac{365}{Koeficient\ obračanja\ obveznosti\ do\ dobaviteljev} \quad (11)$$

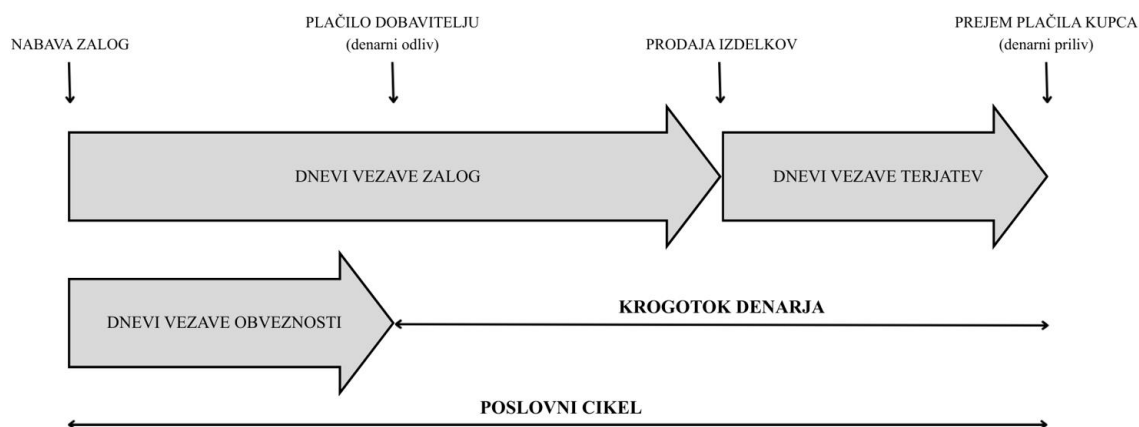
Preve in Sarria-Allende (2010, str. 49) poudarjata omejitev kazalnikov obračanja, saj so ti odvisni od specifičnih računovodskih meril podjetja. To je lahko problematično zlasti pri vrednotenju osnovnih sredstev, ker računovodska načela pogosto zahtevajo prikaz dolgoročnih sredstev po zgodovinski vrednosti ali po vrednosti, prilagojeni za inflacijo. Zaradi omejene sposobnosti teh meril, da odražajo gospodarsko realnost in prakse v panogi, lahko kazalniki obračanja, ki vključujejo osnovna sredstva, podajajo zavajajoč prikaz finančnega stanja podjetja.

2.2.3 Krogotok denarja

Poslovni cikel (angl. operating cycle) podjetja je povprečen čas, ki preteče med nabavo zalog in prejemom denarja od prodaje izdelkov. Krogotok denarja (angl. cash cycle) je časovno obdobje med trenutkom, ko podjetje plača za začetne zaloge, in trenutkom, ko prejme denar od prodaje proizvodov izdelanih iz teh zalog. Gre za obdobje med trenutkom, ko denar zapusti podjetje na začetku proizvodnega procesa in trenutkom, ko se vrne. Prejete zaloge v obliki surovin ali končnih izdelkov lahko pred prodajo ostanejo v skladišču, po prodaji pa podjetje pogosto kupcem odobri odlog plačila, zaradi česar se dejanski prejem denarja še dodatno zamakne (Berk in DeMarzo, 2017 str. 951-952).

Če podjetje za zaloge plača z gotovino, je poslovni cikel enak krogotoku denarja podjetja, če gre za nakup zaloge na kredit, kjer ni potrebno takojšnje plačilo, pa se krogotok denarja skrajša (Berk in DeMarzo, 2017 str. 951-952). Krogotok denarja v podjetju je predstavljen na sliki 1.

Slika 1: Krogotok denarja



Vir: prirejeno po Ross in drugi (2002, str. 643).

Krogotok denarja kot proces opisuje denarni tok, ki nastane pri pretvorbi zalog in terjatev v denar (Glantz, 2015), ponazarja pa se z dnevi vezave denarja (angl. cash conversion cycle, v nadaljevanju CCC). Ti predstavljajo število dni, ki pretečejo od dneva nastanka izdatka

zaradi nakupa potrebnih resursov do dne, ko podjetje prejme priliv denarnih sredstev iz prodaje proizvodov ali storitev (Gill in drugi, 2010; Asman in drugi, 2022; Banerjee in Dutta, 2023). Enačba (12) prikazuje izračun CCC.

$$\begin{aligned} \text{Dnevi vezave denarja} = & \text{Dnevi vezave zalog} + \\ & \text{Dnevi vezave terjatev} - \text{Dnevi vezave obveznosti} \end{aligned} \quad (12)$$

Cilj podjetja je skrajšanje časa vezave obratnega kapitala v poslovnem procesu. Hitrejša unovčitev terjatev in hitrejšo obračanje zalog omogočata hitrejšo pretvarjanje sredstev, vezanih v terjatvah in zalogah, v denar. Na drugi strani podaljšanje plačilnih rokov do dobaviteljev pomeni daljše financiranje teh sredstev z obveznostmi do dobaviteljev (Peterlin in Glavina, 2007, str. 66).

Z denarnega vidika je optimalno, da podjetje dosega negativen obratni kapital, pri čemer obveznosti do dobaviteljev poleg zalog in terjatev do kupcev financirajo tudi del stalnih sredstev. Takšno stanje nastane, kadar podjetje od dobaviteljev pridobi daljše plačilne roke, kot jih samo nudi svojim kupcem. To pomeni, da podjetje kratkoročne terjatve in zaloge financira s kratkoročnimi obveznostmi do dobaviteljev oz. da financiranje prodajnega procesa, od nabave do končne prodaje, v večji meri nosijo dobavitelji (Peterlin, 2016).

2.3 Vplivi na obratni kapital

Na višino in strukturo obratnega kapitala vpliva več dejavnikov. Banerjee in Dutta (2023) jih razvrščata v tri skupine: dejavnike, specifične za posamezno podjetje, dejavnike, povezane s panogo ter širše makroekonomske dejavnike.

2.3.1 Značilnosti podjetja

Eden izmed dejavnikov, ki so specifični za posamezno podjetje in vplivajo na obratni kapital, je velikost podjetja. Večja podjetja običajno potrebujejo več obratnega kapitala zaradi večjega obsega poslovnih dejavnosti. To se povezuje s tem, da daljši proizvodni cikel pomeni večje potrebe po obratnem kapitalu, saj je treba surovine, nedokončano proizvodnjo in končne izdelke hraniti dlje časa (Peterlin in Glavina, 2007, str. 70). Daljši proizvodni cikel pomeni večjo vezavo sredstev v zalogah in večje potrebe podjetja po obratnem kapitalu, krajši pa obratno (Francis, brez datuma a).

Pomembna dejavnika sta tudi starost in ugled podjetja. Mlajša podjetja pogosto niso zmožna pridobiti zunanjega financiranja ali pa je to oteženo. S staranjem se ugled podjetij in njihova kreditna sposobnost na zunanjem trgu povečujejo (Banerjee in Dutta, 2023).

Dodatne potrebe po obratnem kapitalu se pogosto pojavijo pri podjetjih, ki se nahajajo v fazi rasti ali načrtujejo širitev poslovanja. V takšnih primerih podjetje potrebuje dodatna sredstva za financiranje povečanih zalog, večjih terjatev do kupcev ter razširjenih operativnih

dejavnosti. Zadostna raven obratnega kapitala tako omogoča nemoteno izvajanje novih projektov in ohranjanje likvidnosti v obdobjih širitve (SuperfastCPA, brez datuma).

Obseg obratnega kapitala posredno določajo tudi prodajni in nabavni trgi na katerih je podjetje prisotno. Podjetja, ki poslujejo na tujih trgih, se soočajo z različnimi plačilnimi praksami, ki lahko bistveno odstopajo od praks na domačem trgu. Pomembno vlogo igra tudi konkurenčni položaj podjetja oz. njegova pogajalska moč v odnosih s kupci in dobavitelji. Na manj konkurenčnih trgih imajo podjetja praviloma večjo možnost vplivanja na prodajne cene in pogoje poslovanja, kar lahko ugodno vpliva na obseg obratnega kapitala (Peterlin in Glavina, 2007, str. 70-71).

Operativna učinkovitost podjetja pomeni optimalno izkoriščanje virov ob minimalnih stroških. Če podjetje učinkovito nadzoruje operativne stroške ter racionalno uporablja svoja kratkoročna sredstva, lahko ohranja nižjo raven obratnega kapitala. Višja operativna učinkovitost tako prispeva k boljšemu izkoriščanju obratnega kapitala in omogoča hitrejšo pretvarjanje sredstev v denarne prilive (Francis, brez datuma a).

Na raven obratnega kapitala lahko vpliva tudi ohranjanje stabilne dividendne politike podjetja. Povezava med dividendno politiko in obratnim kapitalom je dobro uveljavljena, saj redka podjetja izplačajo dividende, ne da bi predhodno ocenila vpliv takšnega izplačila na denarna sredstva. Spremembe v obratnem kapitalu zato pogosto zahtevajo prilagoditve dividendne politike. Pomanjkanje obratnega kapitala je najpogostejši razlog za zmanjšanje ali začasno ukinitve izplačila dividend, medtem ko stabilna finančna pozicija omogoča njihovo nadaljnje izplačevanje (Francis, brez datuma a).

2.3.2 Panoga

Različne vrste poslovanja imajo različne potrebe po obratnem kapitalu, ki so po mnenju Kumar in Singh (2023) odvisne od stopnje odpornosti dobavne verige v različnih panogah. Podjetja v panogi trgovine na drobno, katerih zaloge so največkrat sestavljene iz končnih izdelkov, ponavadi potrebujejo več obratnega kapitala za vzdrževanje visoke ravni zalog (SuperfastCPA, brez datuma). Med proizvodnimi podjetji, ki imajo velik del sredstev vezan v zalogah surovin, polizdelkov in dokončanih proizvodov, obstajajo določene razlike. Podjetja s širokim proizvodnim programom in raznolikim asortimentom imajo običajno višje stroške upravljanja zalog kot podjetja z enostavnejšimi asortimenti. Na drugi strani so storitvena podjetja, ki zalog pogosto nimajo, zato praviloma ne potrebujejo dodatnih virov za njihovo financiranje. Poslovanje v takšnih storitvenih podjetjih je osredotočeno predvsem na obvladovanje terjatev in obveznosti do dobaviteljev, zaradi česar je njihov krogotok denarja običajno krajši (Peterlin in Glavina, 2007, str. 66, 70-71).

Pomemben dejavnik so tudi sezonski poslovni cikli. V času nizke sezone lahko pride do likvidnostnih težav, če podjetja ne predvidijo upada prihodkov in upravljanja denarnega toka ne prilagodijo pravočasno. V takih primerih se prihodki zmanjšajo ali zamaknejo, medtem

ko fiksni odhodki, kot so najemnine ali plačila dobaviteljem, ostajajo nespremenjeni (Herskovitz, brez datuma).

2.3.3 Makroekonomski dejavniki

Z makroekonomskega vidika na obratni kapital vpliva več dejavnikov, eden pomembnejših so ekonomski pogoji. V času krize denar in likvidnost igrajo ključno vlogo. Ko pride do gospodarskega vzpona, se prodaja poveča, s čimer se povečajo tudi naložbe podjetja v zaloge in terjatve. Na drugi strani se ob gospodarskem upadu prodaja zmanjša in s tem tudi raven zalog in terjatev. Hkrati stranke za poravnavo obveznosti potrebujejo več časa, kar dodatno poveča potrebe po obratnem kapitalu (Francis, brez datuma a).

Pomemben makroekonomski dejavnik je tudi inflacija, saj rast cen surovin in višji stroški povečujejo obveznosti do dobaviteljev in upnikov. Poleg tega lahko povišane vrednosti zalog navidezno ustvarijo dobiček, vendar brez ustreznih denarnih prilivov podjetja kljub temu plačujejo višje davke, dividende in bonuse, kar lahko povzroči likvidnostne težave in oteži izpolnjevanje obveznosti. V inflacijskih razmerah se obratni kapital običajno poveča, saj se z višanjem cen zmanjša povpraševanje, kar povzroči kopičenje zalog in posledično povečanje obratnega kapitala. Inflacija običajno privede tudi do višjih obrestnih mer, kar pomeni višje stroške financiranja obratnega kapitala (Francis, brez datuma b).

3 UPRAVLJANJE OBRATNEGA KAPITALA

Upravljanje obratnega kapitala je ključnega pomena za učinkovito vodenje podjetja, saj v večini podjetij kratkoročna sredstva predstavljajo največji delež vseh sredstev, poleg tega pa je bogastvo delničarjev tesneje povezano z ustvarjanjem denarnih sredstev kot z računovodskim dobičkom. Neuspešno nadzorovanje obratnega kapitala in s tem upravljanje likvidnosti je pogosto glavni vzrok za propad podjetij (ACCA, brez datuma b).

Svetovna finančna kriza je v letih 2008 in 2009 pri mnogih menedžerjih povzročila boljše zavedanje o pomenu učinkovitega upravljanja obratnega kapitala za preživetje podjetij. Ob zamrznitvi kreditnih trgov zaradi krize se je ozaveščenost glede dostopov do gotovine in likvidnih finančnih instrumentov povečala. Brennan (2020) ugotavlja tudi, da so podjetja danes nekoliko bolj previdna pri obvladovanju tveganju ter da vzdržujejo večje gotovinske rezerve in višje razmerje denarnih sredstev kot pred krizo. Pandemija COVID-19 in njeni učinki v letu 2020 so še dodatno povečali zavedanje o pomembnosti gotovine ter poudarili pomen učinkovitega upravljanja kratkoročnih sredstev in obveznosti.

V upravljanje obratnega kapitala so zajete vse odločitve, ki zadevajo kratkoročna sredstva in kratkoročne obveznosti podjetja. Dobro vodena podjetja učinkovito uporabljajo kratkoročne obveznosti za financiranje optimalne ravni kratkoročnih sredstev in vzdrževanje zadostnih denarnih sredstev za izpolnjevanje kratkoročnih operativnih ciljev in kratkoročnih

obveznosti. Učinkovito upravljanje obratnega kapitala podjetju zagotovi nemoteno delovanje in zmanjšuje tveganje nelikvidnosti (Dahlquist in Knight, 2022, str. 567).

Odločitve o višini zalog, terjatvah do kupcev in obveznostih do dobaviteljev imajo neposreden vpliv na denarni tok. Zaradi takšnih vsakodnevnih odločitev, ki vplivajo na višino obratnega kapitala, lahko podjetje z aktivno politiko obvladovanja obratnega kapitala razmeroma hitro spreminja sestavo bilance stanja (Peterlin, 2016).

3.1 Optimalni obseg obratnega kapitala

Eno ključnih vprašanj pri upravljanju obratnega kapitala je, kakšna je najbolj primerna raven obratnega kapitala. Visok obratni kapital lahko pomeni večjo udeležbo lastniškega kapitala pri financiranju tekočega poslovanja, a če temelji na dolgoročnih posojilih, prinaša tudi višje finančne stroške. Nizka raven obratnega kapitala kaže, da pomemben delež obratnih sredstev financirajo kratkoročne obveznosti, kar zahteva hitro izterjavo terjatev. Takšna politika lahko izboljša učinkovitost, a hkrati povečuje tveganje izgube likvidnosti (Zimon, 2021).

Kot je predstavljeno v poglavju 4.2, so nekatere študije med CCC in dobičkonosnostjo ugotovile negativno povezavo, kar pomeni da krajši CCC oz. nižja raven obratnega kapitala za podjetje pomenita boljšo dobičkonosnost, druge pa med istima spremenljivkama ugotavljajo pozitiven odnos. Baños-Caballero in drugi (2012) trdijo, da med ravno obratnega kapitala in donosnostjo obstaja konkavna povezava, kar nakazuje, da obstaja optimalna raven obratnega kapitala, pri kateri podjetje izenačuje stroške in koristi imetja obratnega kapitala ter maksimira donosnost. Ker lahko vsaka sprememba v obratnem kapitalu bistveno vpliva na uspešnost, podjetja stremijo k ohranjanju njegove optimalne ravni.

Optimiziranje obratnega kapitala ne pomeni zgolj pretiranega omejevanja zalog in terjatev do kupcev ali podaljševanja plačilnih rokov dobaviteljem, temveč predstavlja sistematičen proces obvladovanja zalog, terjatev in obveznosti z namenom doseganja učinkovite uporabe vloženih sredstev v poslovnem procesu ter s tem večje donosnosti kapitala. Pri optimiziranju obsega obratnega kapitala se tehta med dvema skrajnostima, in sicer najmanjšim obsegom kratkoročnih sredstev, ki ne prinašajo dodatnih prihodkov, ampak le dodatne stroške za njihovo financiranje, in obsegom kapitala, potrebnim za poravnavo kratkoročnih obveznosti (Peterlin in Glavina, 2007, str. 67-69).

3.2 Financiranje obratnega kapitala

Potreba po obratnem kapitalu predstavlja znesek sredstev, ki jih podjetje potrebuje za financiranje svojega poslovanja. Način financiranja je odvisen predvsem od dejavnikov, kot so npr. dostop do kapitalskega trga, pogajalske moč podjetja ter njegova finančna stabilnost (Hill in drugi, 2010).

Kadar obveznosti do dobaviteljev ne zadoščajo za financiranje kratkoročnih terjatev in zalog, mora podjetje pridobiti dodatne vire financiranja. Financiranje obratnega kapitala predstavlja vez med dolgoročnim in kratkoročnim finančnim načrtovanjem, s katero se določa finančno sestavo podjetja. V kolikor ni skladno s strategijo podjetja, lahko pride do težav pri zagotavljanju plačilne sposobnosti (Peterlin in Glavina, 2007, str. 65).

Glede na potrebe podjetja po obratnem kapitalu obstaja delitev na stalni in začasni obratni kapital. Stalni obratni kapital predstavlja minimalno raven kratkoročnih sredstev, ki morajo biti vedno na voljo za pokrivanje dnevnih stroškov in je običajno financiran iz dolgoročnih virov kot so npr. delniški kapital, obveznice, javni depoziti, ponovno vloženi dobički in posojila finančnih institucij. Začasni obratni kapital nastane ob sezonskem povpraševanju ali posebnih nujnih potrebah, podjetja pa ga praviloma financirajo s kratkoročnimi viri, kot so npr. bančna posojila, trgovinski krediti, obročni krediti, predplačila, faktoring in menice (Kanti Mishra, 2013).

Eno od ključnih vprašanj pri upravljanju obratnega kapitala je, kateri del obratnega kapitala financirati z dolgoročnimi in kateri s kratkoročnimi viri. Za določitev ustrezne kombinacije financiranja obratnega kapitala se uporabljajo trije pristopi: konzervativni, agresivni in pristop izenačevanja ročnosti (Weinraub in Visscher, 1998; Kanti Mishra, 2013; Michałowski, 2024). Izbira med pristopi je odvisna od tolerance podjetja do tveganja, ciljev glede rasti in dinamike panoge. Podjetja financiranje obratnega kapitala pogosto prilagajajo skladno s spreminjajočimi finančnimi okoliščinami in tržnimi razmerami (Bajaj Finserv, brez datuma).

3.2.1 Konzervativen pristop

Pri konzervativni strategiji podjetje ohranja visoka kratkoročna sredstva in relativno nizke kratkoročne obveznosti. Ta strategija je povezana z visoko ravno likvidnosti, saj imajo kratkoročna sredstva znatno prednost pred kratkoročnimi obveznostmi (Zimon, 2021).

Konzervativen pristop vključuje financiranje obratnega kapitala z dolgoročnimi finančnimi viri, ki se osredotočajo na povečanje kratkoročnih sredstev na račun dobička. Temelji na večjih naložbah v kratkoročna sredstva, kar se odraža v višjih zalogah, učinkovitejšem upravljanju obveznosti in terjatev ter v večjem obsegu denarnih sredstev v bilanci stanja. To podjetju omogoča, da poravna obveznosti in pokrije nepričakovane potrebe po obratnem kapitalu brez zbiranja dodatnih sredstev (Ghosh in drugi, 2023). Pri konzervativnem pristopu se dolgoročni viri poleg financiranja stalnih potreb po obratnih sredstvih uporabljajo tudi za kritje nekaterih sezonskih potreb. Del teh sezonskih potreb lahko podjetje pokriva tudi z zagotavljanjem likvidnosti v obliki tržnih vrednostnih papirjev (Brigham in Daves, 2007, str. 743).

Za ta pristop so značilne nižje stopnje donosnosti zaradi visokih stroškov financiranja, tveganja neizkoriščenih sredstev in potencialne neučinkovitosti kapitala, ker bi

neizkoriščena denarna sredstva podjetju prinesla večji donos, če bi bila uporabljena drugje. Podjetja, ki izvajajo to strategijo, morajo zato oceniti kompromis med dobičkonosnostjo ter višjo stopnjo likvidnosti in solventnosti, ki jo konzervativna strategija omogoča v primerjavi z ostalimi pristopi (Ghosh in drugi, 2023). Hill in drugi (2010) med podjetja, ki sledijo konzervativni politiki upravljanja obratnega kapitala, uvrščajo predvsem tista, ki so notranje finančno močnejša in imajo boljši dostop do kapitalskih trgov.

3.2.2 Agresiven pristop

Agresivna strategija temelji na vzdrževanju razmeroma nizke ravni kratkoročnih sredstev glede na kratkoročne obveznosti oz. da se kratkoročna sredstva ohranjajo na rahlo višji ravni kot kratkoročne obveznosti. Značilnosti agresivne strategije so visoka raven terjatev in obveznosti ter nizka raven zalog in kratkoročnih naložb (Zimon, 2021).

V okviru agresivnega pristopa podjetje financira del svojih kratkoročnih sredstev s kratkoročnimi obveznostmi. To pomeni, da se le del stalnega obratnega kapitala financira z dolgoročnim financiranjem, preostanek in začasni obratni kapital, vključno s sezonskimi nihanji, pa se krijejo s kratkoročnim zadolževanjem (Francis, brez datuma c).

Tak pristop je običajno povezan z višjo donosnostjo in hkrati večjim tveganjem, zlasti tveganjem likvidnosti in solventnosti. Uporablja se, ko poslovni model omogoča hitrejšo obračanje terjatev v primerjavi z obveznostmi, kar podjetju omogoča prevzem večjega tveganja. Ker visoka odvisnost od kratkoročnih virov povečuje ranljivost ob nenadnih tržnih spremembah, morajo podjetja, ki uporabljajo ta pristop, razviti učinkovite napovedne modele in politike upravljanja tveganj. Glavna nevarnost v okviru agresivnega pristopa upravljanja obratnega kapitala je omejena sposobnost absorbiranja nepričakovanih dogodkov, kot so npr. nenadne spremembe povpraševanja ali šoki v oskrbni verigi, ki lahko povzročijo izgubo prihodkov, povečane stroške ali dodatno zadolževanje. Zaradi tega velja, da je agresiven pristop primeren zgolj za podjetja, ki poslujejo na stabilnih trgih in imajo zanesljiv dostop do kratkoročnih virov financiranja (Ghosh in drugi, 2023).

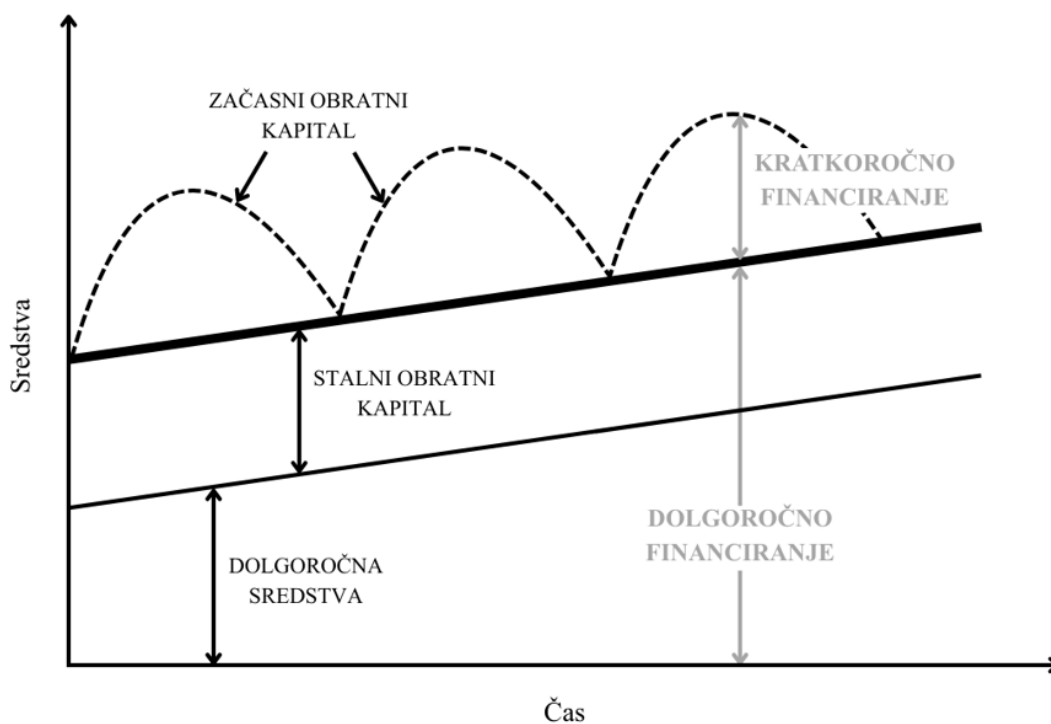
3.2.3 Pristop usklajevanja ročnosti

Pristop usklajevanja ročnosti temelji na usklajevanju zapadlosti sredstev in obveznosti (angl. maturity matching), zato ima delitev obratnega kapitala na stalni in začasni pri tej strategiji pomembno vlogo. V skladu s tem pristopom se stalni obratni kapital oz. stalne potrebe po obratnem kapitalu financirajo iz dolgoročnih virov, začasni kapital oz.časne ali sezonske potrebe po obratnem kapitalu pa s kratkoročnimi obveznostmi (Francis, brez datuma c).

Slika 3 prikazuje kako podjetje uporablja različne vire financiranja za pokrivanje kratkoročnih in dolgoročnih kapitalskih potreb, v kolikor se poslužuje pristopa usklajevanja ročnosti. Minimalna raven kratkoročnih sredstev, ki je potrebna za nemoteno nadaljevanje

poslovanja, se skupaj z dolgoročnimi sredstvi financira z dolgoročnimi viri financiranja, preostali del kratkoročnih potreb pa se pokriva s kratkoročnimi viri (Ghosh in drugi, 2023; Francis, brez datuma c).

Slika 2: Strategija usklajevanja ročnosti



Vir: prirejeno po Ghosh in drugi (2023, str. 53).

Pristop usklajevanja ročnosti zmanjšuje slabosti konzervativnega in agresivnega pristopa ter povečuje njune prednosti. S tem ko podjetje dolgoročna sredstva in stalni del obratnega kapitala financira z dolgoročnimi viri, hkrati pa začasne potrebe pokriva s kratkoročnim financiranjem, ohranja ravnovesje med likvidnostjo, tveganjem in donosnostjo. Takšna politika omogoča stabilno poslovanje brez presežne vezave sredstev, obenem pa zmanjšuje nevarnost likvidnostnih težav, značilnih za agresiven pristop. V smislu tveganja in donosnosti pristop usklajevanja ročnosti predstavlja kompromis med konzervativno in agresivno strategijo (Zimon, 2021).

3.3 Alternativni viri kratkoročnega financiranja

Mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju MSP) se pri financiranju tradicionalno zanašajo na banke, bančno posojanje pa ostaja najpogostejša oblika zunanjega financiranja. Vendar je svetovna finančna kriza močno poslabšala njihov dostop do finančnih virov, saj so banke po krizi postale previdnejše pri prevzemanju tveganj. To je še posebej prizadelo

določene skupine podjetij, kot so inovativna, hitro rastoča in nova podjetja, ki so se že pred krizo soočala z omejenim dostopom do financiranja (Thompson in drugi, 2018).

V tem kontekstu postajajo alternativni viri financiranja in trgi zasebnega kapitala zaradi svojih prilagodljivih pogojev vse pomembnejši za financiranje podjetij, predvsem MSP-jev. Financiranje prek kapitalskih trgov z uporabo celotnega nabora dolžniških in lastniških instrumentov ne nadomešča bančnega financiranja, ampak ga dopolnjuje. Bančno financiranje je namreč pogosto usmerjeno predvsem v kratkoročno financiranje obratnega kapitala, hkrati pa banke pogosto sodelujejo z vlagatelji pri usmerjanju podjetij k ustrezni kombinaciji finančnih produktov, ki najbolj ustreza njihovim potrebam (Thompson in drugi, 2018).

3.3.1 Faktoring

Faktoring je prodaja terjatev tretji osebi ali ponudba popusta kupcem, da svojo obveznost poravnajo pred zapadlostjo v plačilo (Peterlin in Glavina, 2007, str. 116). Faktor odkupi terjatve, ki jih ima upnik do svojega dolžnika, s čimer prevzame njihovo upravljanje, pravico do prejema s tem povezanega plačila in odgovornost za izterjavo plačila (Da Rin in Hellmann, 2020, str. 393).

Za glavno prednost faktoringa kot obliko financiranja Sarigül (2012) izpostavlja, da podjetju omogoča hitro pridobivanje obratnega kapitala brez povečanja zadolženosti. To podjetju ob povečanju likvidnosti omogoča lažje osredotočanje na rast proizvodnje in širitev poslovanja, saj faktoring za razliko od bančnih posojil ne zahteva posebnega namena uporabe sredstev. Poleg tega je postopek faktoringa običajno hitrejši in administrativno manj zahteven kot pri bančnih posojilih.

Faktoring ima tudi določene slabosti, eno od teh je tveganje za ugled podjetja. Način, kako faktor vodi izterjavo, lahko vpliva na odnos podjetja z njegovimi strankami. Če so pri izterjavi preveč agresivni, lahko faktorji poslovnim odnosom škodujejo ali jih oslabijo. Poleg tega je faktoring v nekaterih primerih lahko dražji kot tradicionalna bančna posojila, saj vključuje provizije in diskontne stopnje, te pa zmanjšujejo dobičkonosnost podjetja (Sarigül, 2012).

3.3.2 Trgovinski kredit

Trgovinski kredit je sporazum o nakupu blaga ali storitev brez takojšnjega plačila (ACCA, brez datuma a). Vključuje različne dogovore, v skladu s katerimi dobavitelji proizvodov ali storitev svojim strankam omogočajo odlog plačila za določeno obdobje (Cosci in drugi, 2019).

Dve od prednosti trgovinskega kredita sta dokaj enostavna in hitra sklenitev v primerjavi z nekaterimi drugimi načini financiranja in njegovo enostavno vzdrževanje. Za trgovinski kredit

je značilno tudi, da je primeren za večino podjetij, razen nekaterih izjem, kot so npr. spletni trgovci (ACCA, brez datuma a).

Ob določitvi trgovinskega kredita se podjetju običajno ponudi popust za predčasno plačilo. V kolikor takega popusta podjetje ne izkoristi, lahko trgovinski kredit predstavlja dražjo možnost kot bi jo predstavljalo bančno posojilo (European Central Bank, 2011, str. 25). Ko podjetje presoja o prevzemu trgovinskega kredita, mora zato oceniti njegov strošek, kar vključuje izračun efektivne obrestne mere in primerjavo ponujenih kreditnih pogojev z obrestnimi merami, ki jih nudijo banke (Berk in DeMarzo, 2017, str. 954-955). Za podjetje sta lahko v zvezi s trgovinskim kreditom problematični tudi situaciji, ko neto učinek prejemanja in zagotavljanja trgovinskega kredita povzroči negativno stanje obratnega kapitala podjetja ali ko se odnosi z dobavitelji poslabšajo in podjetje sodelovanja z njimi prekine. Do slednjega največkrat pride, če pogoji trgovinskega kredita niso upoštevani (ACCA, brez datuma a).

3.4 Upravljanje bančnih odnosov

Banke ponujajo različne produkte in storitve, ki jih podjetja uporabljajo za upravljanje likvidnosti in obratnega kapitala. Zlasti velika in srednje velika podjetja imajo pogosto odprtih več bančnih računov v različnih valutah, geografskih območjih in davčnih jurisdikcijah. Kljub temu pa se podjetja, čeprav lahko sodelujejo z različnimi bankami, pri upravljanju obratnega kapitala praviloma osredotočajo na omejeno število ključnih bančnih partnerjev (Calenda, 2023).

Upravljanje bančnih računov (angl. bank account management) se nanaša na politike, postopke, sisteme in ukrepe, ki jih podjetje uporablja za vodenje svojih računov pri finančnih institucijah. Vključuje nadzor nad stanjem in prometom na računih ter zagotavljanje varnosti, preglednosti in skladnosti z notranjimi politikami in regulativnimi zahtevami (Calenda, 2023).

Z upravljanjem obratnega kapitala so povezane določene vrste tveganj. Mednje spadajo operativna tveganja, ki so povezana s splošnim poslovanjem podjetij, kreditna tveganja, ki se nanašajo na neplačevanje dolgovan in zapadlih zneskov s strani strank, ter likvidnostna tveganja, ki pomenijo nezmožnost podjetja poravnati obveznosti ob njihovi zapadlosti (Sagner, 2011, str. 200-201).

3.4.1 Blokada bančnih računov

Leta 2015 je bila sprejeta revidirana direktiva o plačilnih storitvah, to je Direktiva 2015/2366 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 25. novembra 2015 o plačilnih storitvah na notranjem trgu (v nadaljevanju PSD2), UL EU L 337/35, ki v 68. členu obravnava omejitve uporabe plačilnega instrumenta in dostopa do plačilnih računov s strani ponudnikov plačilnih

storitev. Blokada plačilnega instrumenta ali dostopa do TRR-ja nastopi v primeru znatno povečanega tveganja, da plačnik ne bo mogel izpolniti svoje obveznosti plačila v primeru plačilnega instrumenta z uporabo kreditne linije ali ko obstaja utemeljen sum o neodobreni ali goljufivi uporabi plačilnega instrumenta.

Blokiranje bančnih računov pravnih oseb in samostojnih podjetnikov je eden od ukrepov, ki jih državni organi uporabljajo v boju proti davčnim utajam, pranju denarja in financiranju terorizma. Za povečanje učinkovitosti država v ta proces vključuje tudi banke in druge finančne institucije. Te so na podlagi zakonodaje pooblašene, da začasno blokirajo TRR, dokler ni potrjena zakonitost posamezne transakcije (Global Law Experts, 2020).

Razlogov za blokado TRR-ja je več. Richmond Blackwood (brez datuma) kot najpogostejše navaja:

- Zahteve glede skladnosti z zakonodajo: Banke morajo v skladu s pravili o pranju denarja (angl. anti-money-laundering) in poznavanju strank (angl. know your customer) redno spremljati poslovanje svojih strank. TRR lahko blokirajo v primeru zaznave morebitne sumljive aktivnosti.
- Nenavadne ali tvegane transakcije: Nenadno povečanje obsega poslovanja, prilivi iz neznanih virov ali neobičajni vzorci transakcij lahko pri banki sprožijo dodatno previdnost, čeprav formalno ni prišlo do kršitve zakonodaje.
- Tveganost določenih panog: Za podjetja, ki delujejo na področjih za katera velja višja stopnja tveganja, lahko tradicionalne banke določijo strožje pogoje poslovanja. Takšni poostreni pogoji največkrat veljajo za podjetja iz dejavnosti kot so npr. elektronsko poslovanje (angl. e-commerce), kriptovalute, spletno igranje in fintech podjetja.
- Nepopolna ali zastarela dokumentacija: Če podjetje ne posreduje zahtevanih posodobitev dokumentacije, npr. dokazil o identiteti, naslovu ali spremembah v lastniški strukturi, lahko banka kot varovalni ukrep začasno omeji dostop do TRR-ja.
- Sankcije in čezmejno poslovanje: Podjetje lahko dobi začasno blokado na TRR, če posluje z določenimi tujimi jurisdikcijami, dokler banka ne preveri narave in skladnosti posameznih transakcij.

PSD2 določa, da mora ponudnik plačilnih storitev o blokadi plačilnega instrumenta in razlogih zanj obvestiti plačnika, kadar je to mogoče še pred izvedbo blokade, sicer pa nemudoma po njej. Izjema velja v primerih, ko bi posredovanje takšne informacije nasprotovalo objektivno utemeljenim varnostnim razlogom.

Sodobni bančni sistemi, ki vse bolj temeljijo na avtomatiziranih varnostnih mehanizmi, omogočajo, da se številne administrativne blokade rešujejo hitreje kot v preteklosti. Čas, potreben za ponovno vzpostavitev dostopa do sredstev na bančnem računu, je odvisen predvsem od vzroka blokade. Pri blokadah, ki so posledica manjših varnostnih opozoril, je dostop praviloma mogoče obnoviti v nekaj urah, odprava blokad, ki so posledica resnejših vzrokov, pa traja bistveno dlje, lahko celo nekaj mesecev (Taburova, 2024).

3.4.2 Zaprtja bančnih računov

Blokadi lahko sledi zaprtje TRR-ja (angl. debanking), kar pomeni onemogočen dostop do osnovnih bančnih storitev s strani banke ali druge finančne institucije. Zaprtje TRR-ja lahko sledi, če strankine transakcije sprožajo ponavljajoča se opozorila ali sum na goljufijo, da se prepreči morebitna finančna kazniva dejanja. Pogost razlog za zaprtje je tudi neaktivnost računa. Banke lahko zaprejo TRR-je, ki so dlje časa neaktivni, da zmanjšajo stroške vzdrževanja in potencialna tveganja povezana z mirovanjem računov. Da zaščitijo svoj ugled, se banke lahko tudi izognejo osebam z negativnim javnim ali regulativnim ugledom, kot so npr. sporne organizacije, politično izpostavljene osebe ali družbe, ki se ukvarjajo z etično vprašljivimi dejavnostmi (van der Westhuizen, 2025).

Izključitev iz bančnega sistema lahko ima za podjetje usodne posledice, saj mu onemogoči izplačevanje zaposlenim in poslovnim partnerjem ter prejemanje plačil od strank, kar zmoti poslovanje. Iskanje alternativnih bančnih odnosov je lahko zahtevno in zamudno ter v skrajnem primeru vodi do stečaja podjetja (van der Westhuizen, 2025).

4 ANALIZA

4.1 Raziskovalni vprašanji in hipoteze

Prvo raziskovalno vprašanje temelji na pomenu upravljanja obratnega kapitala na uspešnost podjetij. V teoretičnem delu magistrskega dela je ugotovljeno, da morajo podjetja pri upravljanju obratnega kapitala iskati ravnovesje med likvidnostjo in donosnostjo, pri čemer jim je cilj maksimirati dobičkonosnost, ne da bi pri tem ogrozila tekoče poslovanje. Kot izhaja iz zastavljenih hipotez, lahko previsoka vezava sredstev v zalogah ali terjatevah do kupcev na donosnost vpliva negativno, daljša doba vezave obveznosti do dobaviteljev pa pozitivno.

1. Kako upravljanje z obratnim kapitalom vpliva na donosnost slovenskih predelovalnih podjetij?

H1a: Povečanje dobe vezave zalog negativno vpliva na donosnost.

H1b: Povečanje dobe vezave terjatev do kupcev negativno vpliva na donosnost.

H1c: Povečanje dobe vezave obveznosti do dobaviteljev pozitivno vpliva na donosnost.

Drugo raziskovalno vprašanje temelji na odnosu med upravljanjem obratnega kapitala in sposobnostjo pravočasne poravnave obveznosti. Iz tega izhaja, da komponente, ki podaljšujejo vezavo denarja, povečujejo verjetnost blokade TRR-ja, komponente, ki odlagajo izplačila, pa to verjetnost zmanjšujejo. Teoretični del magistrskega dela v povezavi s tem naslavlja dilemo, da daljše dobe vezave zalog in terjatev pomenijo večje tveganje

pomanjkanja likvidnosti, medtem ko lahko odlašanje plačil dobaviteljem kratkoročno izboljša likvidnost, vendar na dolgi rok oslabi zaupanje poslovnih partnerjev.

2. Kako upravljanje z obratnim kapitalom vpliva na likvidnost slovenskih predelovalnih podjetij?

H2a: Povečanje dobe vezave zalog pozitivno vpliva na verjetnost blokade TRR-ja.

H2b: Povečanje dobe vezave terjatev do kupcev pozitivno vpliva na verjetnost blokade TRR-ja.

H2c: Povečanje dobe vezave obveznosti do dobaviteljev negativno vpliva na verjetnost blokade TRR-ja.

V poglavju 4.6.2 je predstavljeno preverjanje hipoteze 1 o odnosu med obratnim kapitalom in donosnostjo slovenskih predelovalnih podjetij. Preverjanje hipoteze 2 o odnosu med obratnim kapitalom in blokadami ter zaprtji TRR-jev slovenskih predelovalnih podjetij je predstavljeno v poglavju 4.6.3.

4.2 Predhodne študije

Dosedanje raziskave na področju upravljanja obratnega kapitala največkrat proučujejo vpliv posameznih komponent obratnega kapitala na različne kazalnike podjetij, kot so npr. kazalnik čiste donosnosti kapitala (angl. return on equity, v nadaljevanju ROE), ROA, čista donosnost prihodkov od prodaje (angl. net margin) in Tobinov Q. Slednji meri tržno vrednost podjetja v primerjavi z nadomestno vrednostjo njegovih sredstev (Tobin in Brainard, 1976).

Učinek CCC na uspešnost podjetja je v različnih študijah protisloven, rezultate dosedanjih raziskav na področju obratnega kapitala pa je mogoče razdeliti na tri skupine. Prva skupina študij so tiste, ki ugotavljajo negativni učinek CCC na kazalnike uspešnosti. V drugi skupini so študije, ki ugotavljajo pozitiven učinek CCC. Tretja skupina vključuje študije, ki kažejo na konkaven oz. nelinearen učinek CCC na uspešnost. Tabela 1 prikazuje glavne ugotovitve izbranih empiričnih študij o odnosu med obratnim kapitalom in uspešnostjo podjetij.

Tabela 1: Pregled izbranih študij o upravljanju obratnega kapitala in uspešnosti podjetij

<i>Študija</i>	<i>Proučevano obdobje</i>	<i>Država</i>	<i>Glavne ugotovitve</i>
Afrifa in drugi (2015)	2007-2014	Združeno kraljestvo	Med DVZ, DVT in DVO ter uspešnostjo podjetja obstaja konkaven odnos. Upravljanje obratnega kapitala je za uspešnost relativno pomembnejše pri malih kot srednjih podjetjih.
Dash in drugi (2023)	2011-2020	Indija	Med obratnim kapitalom in dobičkonosnostjo obstaja obrnjena U-oblikovana povezava, kar podpira hipotezo o obstoju optimalne ravni obratnega kapitala. Ko obratni kapital preseže to optimalno raven, negativno vpliva na dobičkonosnost podjetja.
Deloof (2003)	1992-1996	Belgija	DVZ, DVT in DVO so negativno povezani z bruto poslovnimi prihodki.
Eljelly (2004)	1996-2000	Savdska Arabija	Obstaja negativna povezavo med dobičkonosnostjo podjetja in njegovo likvidnostjo, merjeno s kratkoročnim koeficientom. Študija nadalje ugotavlja, da je za oceno dobičkonosnosti na ravni panoge CCC bolj relevanten kazalnik kot kratkoročni koeficient.
Gill in drugi (2010)	2005-2007	Združene države Amerike	Med dobičkonosnostjo in DVT obstaja negativna povezava, medtem ko povezava z DVZ in DVO ni bila ugotovljena. Pri CCC je ugotovljena pozitivna povezava.
Kovach in drugi (2015)	1991-2003	Združene države Amerike	Obstaja pozitivna povezava med CCC in ROA, vendar daljši CCC okrepi negativni učinek nestabilnosti panoge na ROA podjetij. Zato morajo podjetja, ki delujejo v nestabilnih okoljih, CCC upravljati agresivno.
Kristiana in Karnasi (2024)	2018-2022	Indonezija	DVZ in DVT negativno vplivata na ROA, pri tem pa nimata vpliva na ROE. Za DVO in CCC ni ugotovljen vpliv niti na ROA niti na ROE.

se nadaljuje

Tabela 1: Pregled izbranih študij o upravljanju obratnega kapitala in uspešnosti podjetij (nad.)

<i>Študija</i>	<i>Proučevano obdobje</i>	<i>Država</i>	<i>Glavne ugotovitve</i>
Mun in Jang (2015)	1963-2012	Združene države Amerike	Obratni kapital restavracijskih podjetij ima z ROA obratno U-oblikovan odnos. Povečanje obratnega kapitala negativno vpliva na donosnost pri podjetjih s pozitivnim obratnim kapitalom, medtem ko ima pozitiven učinek na donosnost pri podjetjih z negativnim obratnim kapitalom.
Nazir in Afza (2009)	1998-2005	Pakistan	Študija preučuje vpliv razmerja med agresivnim in konzervativnim upravljanjem ter financiranjem kratkoročnih sredstev na dobičkonosnost. Ugotovljena je negativna povezava med stopnjo agresivnosti naložbene politike podjetij v obratna sredstva in njihovo poslovno uspešnostjo. Uspešnost je merjena z ROA in Tobinovicim Q.
Nobanee in drugi (2009)	1990-2004	Japonska	Obstaja močna negativna povezava med CCC in dobičkonosnostjo pri podjetjih v industrijah kot so nafta in plin, rudarstvo, kemična industrija, gradbeništvo, letalstvo, obramba ter informacijska tehnologija. Taka povezava ni prisotna pri podjetjih v industrijah potrošniških dobrin in storitev, kamor spadajo proizvodnja hrane in pijače, avtomobili in avtomobilski deli, gospodinjiski izdelki, tekstil, farmacija, trgovina na drobno ter telekomunikacijske storitve.
Tas in Guleroglu (2018)	2012-2018	Turčija	V obdobjih gospodarske rasti obstaja med CCC in dobičkonosnostjo negativna povezava, v času recesije pa se razmerje spremeni. Ko bruto domači proizvod upada, postane vpliv CCC na dobičkonosnost pozitiven, a skoraj zanemarljiv.
Zeidan in Shapir (2017)	2012-2015	Brazilijska	Študija preučuje primer brazilske družbe, ki je izvedla program skrajševanja CCC. Če tako skrajšanje ni povzročilo izgube prodaje, je pozitivno vplivalo na cene delnic in dobičkonosnost družbe.

Vir: lastno delo.

4.3 Spremenljivke

Spremenljivke, vključene v analizo, so predstavljene v tabeli 2, skupaj s kraticami, ki so uporabljene v nadaljnjem besedilu magistrskega dela. Ker je regresijska analiza opravljena v dveh delih, je za vsako od spremenljivk označeno tudi, če ima pri preverjanju posamezne hipoteze vlogo odvisne, neodvisne ali kontrolne spremenljivke.

Tabela 2: Spremenljivke v analizi

Spremenljivka	Kratika	Vrsta spremenljivke	
		za preverjanje hipoteze 1	za preverjanje hipoteze 2
Dnevi vezave zalog	DVZ	neodvisna	neodvisna
Dnevi vezave terjatev do kupcev	DVT	neodvisna	neodvisna
Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev	DVO	neodvisna	neodvisna
Dnevi vezave denarja	CCC	neodvisna	neodvisna
Donosnost sredstev	ROA	odvisna	kontrolna
EBITDA marža	EBITDAM	kontrolna	kontrolna
Kazalnik finančnega vzvoda	KFV	kontrolna	kontrolna
Čisti prihodki od prodaje v EUR	PRIH	kontrolna	kontrolna
Število TRR-jev	TRRVSI	kontrolna	kontrolna
Število blokiranih TRR-jev	TRRBLOK	kontrolna	/
Število dni blokade enega od TRR-jev	BLOKTRR1	kontrolna	kontrolna
Blokada vsaj enega TRR-ja na 31.12.2024	BLOKADA_dec24	/	kontrolna
Blokada vsaj enega TRR-ja na 30.6.2025	BLOKADA_jun25	kontrolna	odvisna

Vir: lastno delo.

Spremenljivke DVZ, DVT, DVO in CCC spadajo med kazalnike obračanja in so pokazatelji učinkovitosti upravljanja obratnega kapitala. Podrobno so opisane v poglavju 2.2.2.

ROA je razmerje med čistim dobičkom in sredstvi podjetja, izraženo v odstotkih (Einstein, 2025b). Ker neposredno povezuje učinkovitost uporabe sredstev z donosnostjo, je izbrana za odvisno spremenljivko v okviru preverjanja hipoteze 1.

Poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization, v nadaljevanju EBITDA) je seštevek poslovnega izida iz poslovanja in odpisov vrednosti. Odpisi vrednosti predstavljajo znižanje vrednosti sredstev zaradi izrabe ali prevrednotenja v poslovnem letu, pri čemer vključujejo amortizacijo, odpise dolgoročnih opredmetenih in neopredmetenih sredstev ter odpise obratnih sredstev. EBITDA marža (v nadaljevanju EBITDAM) je razmerje med EBITDA in čistimi prihodki od prodaje, ki kaže koliko denarnih enot pozitivnega ali negativnega denarnega toka iz poslovanja subjekt realizira na denarno enoto čistih prihodkov od prodaje. Višja EBITDA marža pomeni uspešnejše poslovanje subjekta (Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, brez datuma).

Koeficient finančnega vzvoda (angl. debt-to-equity ratio, v nadaljevanju KfV) je kazalnik stanja financiranja, izražen v odstotkih. Izračuna se kot razmerje med seštevkom dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti in kapitalom. Izraža v kolikšni meri podjetje financira sredstva z dolgom v primerjavi z lastniškim kapitalom (Fernando, 2025).

Čisti prihodki od prodaje so prihodki, ki jih podjetje doseže s prodajo proizvodov, blaga ali opravljenih storitev na domačih ali tujih trgih (Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, brez datuma). V analizi so uporabljeni čisti prihodki od prodaje v poslovnem letu 2024 (v nadaljevanju PRIH). Pri opisni statistiki so izraženi v denarni enoti EUR, v nadaljnji analizi pa so za boljšo interpretacijo transformirani z uporabo naravnega logaritma.

TRRVSI je spremenljivka, ki pove, koliko TRR-jev, blokiranih in neblokiranih, je imelo podjetje na dan 31.12.2024 v Republiki Sloveniji. Spremenljivka TRRBLOK pove, koliko TRR-jev je imelo podjetje na 31.12.2024 blokiranih. BLOKTRR1 je spremenljivka, ki predstavlja število dni blokade blokiranja TRR-ja, ki je bil na 31.12.2024 blokiranih najkrajši čas. To pomeni, da če je imelo podjetje blokirana dva TRR-ja, pri čemer je eden bil blokirani npr. 26 dni, drugi pa 22 dni, vrednost TRRBLOK1 za to podjetje znaša 22.

BLOKADA_dec24 je dihotomna spremenljivka, ki odgovarja na vprašanje »Ali je imelo podjetje na dan 31.12.2024 vsaj en blokirani TRR?«. Če podjetje na 31.12.2024 ni imelo niti enega blokiranega TRR-ja, je njena vrednost 0, če pa je imelo vsaj en blokirani TRR, je njena vrednost 1.

BLOKADA_jun25 je dihotomna spremenljivka, ki odgovarja na vprašanje »Ali je podjetje imelo na dan 30.6.2025 vsaj en blokirani TRR ali pa so bili vsi njegovi TRR-ji na ta dan zaprti?«. Če podjetje na 30.6.2025 ni imelo blokiranih TRR-jev, je vrednost spremenljivke 0, če pa je imelo na ta dan vsaj eno blokado ali so bili vsi njegovi TRR-ji zaprti, je vrednost 1. Če so zaprti vsi TRR-ji, to pomeni, da subjekt nima več odprtega nobenega TRR-ja v Republiki Sloveniji ter da je pred zaprtjem zadnjega izkazoval dolgotrajno blokado in zanj velja domneva insolventnosti. V vzorcu je 10 podjetij, katerim so se od decembra 2024, ko so imela vsaj en blokirani TRR, v pol leta zaprli vsi njihovi TRR-ji.

Spremenljivki BLOKADA_dec24 in BLOKADA_jun25 skupaj dajeta informacijo, ali je podjetju v šestih mesecih uspelo odpraviti blokado. Od 62 podjetij, ki so imela vsaj eno blokado konec leta 2024, je 36 podjetjem, kar predstavlja 58,06 % vseh podjetij z začetno blokado, uspelo v pol leta odpraviti vse blokade. Med 68 podjetji brez blokade konec leta 2024 so 3 podjetja čez pol leta imela blokado svojega edinega TRR-ja, 1 podjetje pa je imelo blokirane štiri od petih TRR-jev. To pomeni, da je 5,88 % podjetij, ki sprva niso imela nobene blokade, v pol leta prejelo blokado na vsaj en TRR.

Spremenljivka PRIH prikazuje vrednost čistih prihodkov od prodaje v poslovnem letu 2024, BLOKADA_jun25 pa se nanaša na blokado TRR-jev na dan 30.6.2025. Ostale spremenljivke predstavljajo vrednosti na dan 31.12.2024 oz. so njihove vrednosti izračunane iz podatkov, ki so jih podjetja poročala v računovodskih izkazih za poslovno leto 2024.

4.4 Metodologija

Za preverjanje hipotez je v magistrskem delu kot glavna metoda uporabljena regresijska analiza, katere cilj je napovedati odvisno spremenljivko iz ene ali več neodvisnih spremenljivk (Maroof, 2012b). Ker je odvisna spremenljivka v hipotezi 1 kontinuirana, je v prvem delu uporabljena multipla linearna regresija. V hipotezi 2 je odvisna spremenljivka dihotomna, zato je v drugem delu uporabljena binarna logistična regresija.

4.4.1 Multipla linearna regresija

Ker hipoteza 1 zahteva preverjanje linearnega vpliva več neodvisnih spremenljivk na odvisno spremenljivko, je primerna uporaba multiple linearne regresije. Linearno regresijsko funkcijo prikazuje enačba (13).

$$E(Y) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 \dots + \beta_k X_k \quad (13)$$

β_0 je regresijska konstanta, ki predstavlja pričakovano vrednost odvisne spremenljivke, ko so vrednosti vseh neodvisnih spremenljivk enake 0. $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ so parcialni regresijski koeficienti, ki izražajo spremembe odvisne spremenljivke. So izključno rezultat spremembe posamezne neodvisne spremenljivke, kar pomeni, da posamezen parcialen regresijski koeficient pove, za koliko enot se v povprečju spremeni odvisna spremenljivka, če se posamezna neodvisna spremenljivka poveča za eno enoto, ob predpostavki, da ostale neodvisne spremenljivke ostanejo nespremenjene. k je število neodvisnih spremenljivk, vključenih v model (Rogelj in Marinšek, 2014).

Regresijske koeficiente se pri multipli linearni regresiji ocenjuje po metodi najmanjših kvadratov (angl. ordinary least square method, v nadaljevanju OLS). OLS skuša najti najbolj ustrezno premico skozi niz podatkovnih točk z zmanjšanjem vsote kvadratnih razlik med opazovanimi vrednostmi in vrednostmi, ki jih napoveduje linearni model (Alto, 2025). Za

ugotavljanje statistične značilnosti posameznega regresijskega koeficienta se uporablja t-statistika (Marinšek in Rogelj, 2022, str. 89).

Obstaja več načinov vnašanja neodvisnih spremenljivk v analizo. Z uporabo različnih metod je iz istega niza spremenljivk mogoče sestaviti različne regresijske modele (Alexopoulos, 2010). Med take načine vključevanja spremenljivk v model spadajo metode enter, forward, backward, stepwise in all-possible-regressions.

Pri metodi enter gre za hkraten vnos vseh neodvisnih spremenljivk v regresijski model in velja za najenostavnejši način vključevanja neodvisnih spremenljivk. Metoda enter je primerna pri delu z majhnim naborom neodvisnih spremenljivk in kadar vpliv vsake od neodvisnih spremenljivk na odvisno spremenljivko ni znan vnaprej (Kuo, 2024). Metoda forward se začne brez odvisnih spremenljivk v modelu in v model vstavlja neodvisne spremenljivke eno po eno. Prva neodvisna spremenljivka, ki se na tak način vključi v model, je ponavadi tista, ki ima največjo korelacijo z odvisno spremenljivko. Metoda backward se začne z modelom, ki vključuje vse neodvisne spremenljivke. Izmed njih se izključi neodvisna spremenljivka z najvišjo p-vrednostjo, saj je statistično najmanj pomembna. Tak postopek odstranjevanja se ponavlja, dokler ni izpolnjen določen pogoj, npr. ko imajo vse neodvisne spremenljivke v modelu p-vrednost pod določeno mejo. Stepwise metoda je kombinacija metod forward in backward, pri kateri se spremenljivke iz modela vključujejo in izključujejo (James in drugi, 2021, str. 79). Metoda all-possible-regressions je pristop za oblikovanje modela, kjer se preučijo vse možne kombinacije spremenljivk (Héberger, 2008).

4.4.2 Binarna logistična regresija

Ker gre pri hipotezi 2 za preverjanje vpliva ene ali več neodvisnih spremenljivk na odvisno spremenljivko z dvema kategorijama, je primerna uporaba binarne logistične regresije. Kategorija odvisne spremenljivke, kateri se pripiše vrednost 1, je opredeljena kot proučevan dogodek (Marinšek in Rogelj, 2022, str. 82). Spremenljivka BLOKADA25 odgovarja na vprašanje »Ali ima podjetje na 30.6.2025 vsaj en blokiran bančni račun?«. Prva kategorija oz. odgovor je »Da«, ki ji priredimo vrednost 1, druga pa »Ne«, ki ji priredimo vrednost 0. Proučevani dogodek, da ima podjetje konec junija 2025 blokira vsaj en TRR je $Y = 1$.

Namen logistične regresije ni napovedati vrednost odvisne spremenljivke, temveč napovedati verjetnost dogodka glede na vrednosti neodvisnih spremenljivk. Za razliko od linearne regresije logistična regresija izraža regresijsko enačbo v logaritmičnih izrazih in ne predpostavlja linearnega odnosa med spremenljivkami (Maroof, 2012a).

Ocenjene vrednosti za nastop dogodka in vrednosti neodvisne spremenljivke so v nelinearnem odnosu. To se ponazori s funkcijo v obliki črke S, ki se oceni v okviru logistične regresije in zahteva predhodno izvedbo dveh transformacij. Najprej se iz verjetnosti izpelje obet (angl. odds), ki se nato izrazi v logaritimirani obliki (Marinšek in Rogelj, 2022, str. 82-84).

Marinšek in Rogelj (2022, str. 83-85) pri izpeljavi logistične funkcije najprej uporabita obet, kot prikazuje enačba (14), ki predstavlja razmerje med verjetnostjo, da se dogodek zgodi oz. da Y zavzame vrednost 1, in verjetnostjo, da se dogodek ne zgodi oz. da Y zavzame vrednost 0. Iz tega se izpelje izračun verjetnosti, da Y zavzame vrednost 1 na podlagi obeta, kot prikazuje enačba (15).

$$obet(Y = 1) = \frac{P(Y=1)}{P(Y=0)} = \frac{P(Y=1)}{1-P(Y=1)} \quad (14)$$

$$P(Y = 1) = \frac{obet(Y=1)}{1+obet(Y=1)} \quad (15)$$

Sledi transformacija verjetnosti v logaritem obeta, kot je prikazano z enačbo (16). Logaritem obeta se za lažjo interpretacijo z eksponentno funkcijo transformira v obet, kot prikazuje enačba (17).

$$\ln(obet(Y = 1)) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k \quad (16)$$

$$obet(Y = 1) = e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k} \quad (17)$$

Ob upoštevanju enačb (14) in (15) se lahko verjetnost, da se dogodek zgodi, zapiše kot prikazuje enačba (18). Poenostavljen zapis enačbe (18) je enačba (19), ki predstavlja najpogostejše uporabljen zapis logistične funkcije.

$$P(Y = 1) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k}} \quad (18)$$

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k}} \quad (19)$$

β_0 je regresijska konstanta, ki prikazuje vrednost logaritma verjetnosti za pojav dogodka, ko so vse neodvisne spremenljivke enake 0. $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ so ocenjeni parcialni regresijski koeficienti. Pri logistični regresiji se parcialnih regresijskih koeficientov ne razlaga neposredno, temveč se jih antilogaritmirajo in uporabi pri izračunu spremembe obeta za nastop dogodka, če se posamezna neodvisna spremenljivka poveča za eno enoto, ob predpostavki da ostale neodvisne spremenljivke ostanejo nespremenjene. k je število neodvisnih spremenljivk vključenih v model (Marinšek in Rogelj, 2022, str. 85).

Regresijske koeficiente se pri binarni logistični regresiji ocenjuje po metodi največjega verjetja (angl. maximum likelihood estimation, v nadaljevanju MLE). Ta se uporabi za oceno parametrov modela tako, da izbrani parametri maksimirajo verjetnost, da predpostavljeni model proizvede podatke, kot so v realnem svetu (Išbilen, 2023). Za ugotavljanje statistične značilnosti posameznega regresijskega koeficneta se uporablja z-statistika (Marinšek in Rogelj, 2022, str. 89).

4.5 Vzorec in zbiranje podatkov

Enote v analizi so podjetja, ki po Standardni klasifikaciji dejavnosti (v nadaljevanju SKD) spadajo v panogo C – Predelovalna dejavnost. Na to področje spadajo subjekti, ki se ukvarjajo s fizičnim, mehanskim, kemičnim ali biološkim preoblikovanjem materialov, snovi ali sestavnih delov v nove izdelke. Materiali, snovi ali sestavni deli, ki se preoblikujejo, so surovine ali proizvodi iz kmetijstva, gozdarstva, ribištva ali rudarstva ter proizvodi iz drugih predelovalnih dejavnosti. V predelovalno dejavnost spada tudi sestavljanje komponent izdelkov, pri čemer so sestavni deli lahko lastno proizvedeni ali nabavljeni. Na splošno za predelovalno dejavnost v skladu s SKD veljajo bistvene spremembe, obnova ali rekonstrukcija izdelkov (Statistični urad Republike Slovenije, 2024, str. 25).

V prvoten vzorec je bilo vključenih 70 podjetij, ki je na dan 31.12.2024 imelo blokado vsaj enega TRR-ja oz. so za spremenljivko BLOKTRR1 izkazovala vrednost med 1 in 300 dni, ter 70 podjetij brez blokade TRR na isti dan, skupaj torej 140 opazovanj. Kasneje so podatki bili prečiščeni, pri čemer je bilo iz analize izločenih 8 blokiranih podjetij in 2 neblokirani podjetji, kar predstavlja skupaj 10 izločenih opazovanj ali 5 % prvotnega vzorca. Vzorec po prečiščenju tako šteje 130 subjektov.

Glede na pravnoorganizacijsko obliko so vključene le pravne osebe, samostojni podjetniki so iz vzorca izključeni. V vzorcu je ena delniška družba, ena komanditna družba, ostali subjekti pa so družbe z omejeno odgovornostjo.

55. člen Zakona o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1) določa razvrstitev družb glede na velikost po različnih kriterijih. Glede na čiste letne prihodke od prodaje velja, da mikro družbe dosegajo do 700 tisoč EUR, majhne do 8 milijonov EUR, srednje velike pa do 40 milijonov EUR. V skladu s to opredelitvijo po ZGD-1 vzorec vključuje 111 mikro družb, 18 malih družb in 1 srednje veliko družbo.

Tabela 3 prikazuje vzorec glede na posamezne dejavnosti podjetij znotraj predelovalne industrije. V vzorcu so najbolj zastopana podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav. Sledijo podjetja, specializirana za popravila, vzdrževanje in montažo strojev in naprav, ter podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo živil.

Tabela 3: Podjetja v analizi po SKD

<i>Dejavnost</i>	<i>SKD koda</i>	<i>Št. podjetij</i>
Proizvodnja živil	C10	13
Proizvodnja pijač	C11	2
Proizvodnja tekstilij	C13	2
Proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov iz drugih materialov	C15	1

se nadaljuje

Tabela 3: Podjetja v analizi po SKD (nad.)

<i>Dejavnost</i>	<i>SKD koda</i>	<i>Št. podjetij</i>
Proizvodnja lesa ter lesenih in plutovinastih izdelkov, razen pohištva, proizvodnja slamnatih in pletarskih izdelkov	C16	8
Proizvodnja papirja in izdelkov iz papirja	C17	1
Tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa	C18	5
Proizvodnja kemikalij in kemičnih izdelkov	C20	3
Proizvodnja gumenih in plastičnih izdelkov	C22	3
Proizvodnja nekovinskih mineralnih izdelkov	C23	2
Proizvodnja kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav	C25	43
Proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov	C26	1
Proizvodnja električnih naprav	C27	3
Proizvodnja strojev in naprav	C28	12
Proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic	C29	2
Proizvodnja drugih vozil in plovil	C30	2
Proizvodnja pohištva	C31	8
Druge raznovrstne predelovalne dejavnosti	C32	5
Popravila, vzdrževanje in montaža strojev in naprav	C33	14
Skupaj		130

Vir: lastno delo.

Vzorec je podrobneje predstavljen v prilogi 1, ki vsebuje opisno statistiko, pripravljeno v programu Microsoft Excel. Podatki so prikazani za celoten prečiščen vzorec podjetij ter ločeno za skupino podjetij, ki so imela na dan 31.12.2024 blokiran vsaj en TRR, in za skupino podjetij brez blokad na isti dan. Podjetja z blokado od vseh kazalnikov obračanja izkazujejo najvišjo povprečno vrednost kazalnika DVO, pri podjetjih brez blokade pa ima najvišjo povprečno vrednost DVT. Povprečne vrednosti kazalnikov obračanja DVZ, DVT, DVO in CCC so pri podjetjih z blokado višje kot pri podjetjih brez blokade.

Podatki so bili pridobljeni s spletne strani ebonitete.si, ki jo upravlja Prva bonitetna agencija d.o.o. Vir podatkov na navedeni spletni strani med drugim predstavlja podatkovna zbirka letnih poročil Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.

4.6 Rezultati

V nadaljevanju so podani rezultati analize in njihova interpretacija. Poglavje 4.6.1 prikazuje pregled odnosov med spremenljivkami pred začetkom regresijske analize. Regresijska

analiza je opravljena v dveh delih. Preverjanje prve hipoteze je opisano v poglavju 4.6.2 in preverjanje druge hipoteze v poglavju 4.6.3. Analiza povezanosti in obe regresijski analizi so bile izvedene s programom R.

4.6.1 Analiza povezanosti

Analiza povezanosti meri stopnjo povezanosti med spremenljivkami. Povezanost med spremenljivkami je izražena s Pearsonovim korelacijskim koeficientom (v nadaljevanju r), ki prikazuje smer in moč linearne povezanosti za pare spremenljivk. Njegova vrednost lahko znaša od -1 do +1. Ko je r med spremenljivkama pozitiven, to pomeni, da povečanje ene od spremenljivk pomeni hkratno povečanje druge spremenljivke, če je negativen pa povečanje ene spremenljivke pomeni hkratno znižanje druge. V literaturi prevladuje dogovor, da absolutna vrednost r od 0 do 0,1 pomeni zelo šibko povezanost, od 0,1 do 0,3 šibko povezanost, od 0,3 do 0,7 srednje močno povezanost, od 0,7 do 0,9 močno povezanost in od 0,9 do 1 zelo močno povezanost (Marinšek in Rogelj, 2021, str. 193). Pearsonova korelacijska matrika v prilogi 2 prikazuje r za vsak par spremenljivk.

Statistično značilne pozitivne povezave so bile med drugim ugotovljene med naslednjimi pari spremenljivk: ROA in EBITDM, PRIH in TRRVSI, DVT in DVO, DVO in TRRBLOK ter DVO in BLOKADA_dec24, kjer so povezave srednje močne. Šibka pozitivna povezanost je med drugim ugotovljena med spremenljivkami DVZ in DVO, DVZ in TRRBLOK, DVO in BLOKTRR1, DVT in TRRBLOK, DVZ in TRRVSI ter EBITDAM in KfV.

Statistično značilna negativna povezava je med spremenljivkama DVT in EBITDAM, ki je srednje močna. Šibke negativne povezave so med pari spremenljivk CCC in EBITDAM, DVZ in ROA, DVT in PRIH, ROA in TRRBLOK ter ROA in BLOKADA_dec24.

Analiza povezanosti predstavlja začetni vpogled v podatke in lahko nakazuje na morebitno kršitev ene ključnih predpostavk regresijske analize, to je multikolinearnost. Ta se pojavi, ko so neodvisne spremenljivke med seboj premočno povezane, zaradi česar je težko ugotavljati čisti vpliv med odvisno in posamezno neodvisno spremenljivko (Marinšek in Rogelj, 2021, str. 218).

Analiza povezanosti je pokazala močno povezanost med spremenljivkama TRRBLOK in BLOKADA_dec24, kar je dodatno potrdil tudi variančni inflacijski faktor (angl. variance inflation factor, v nadaljevanju VIF), ki se uporablja za testiranje multikolinearnosti. Nekateri avtorji za mejno vrednost še sprejemljive kolinearnosti navajajo VIF do 10, večina literature pa kot varno mejo navaja VIF do 5. Ob hkratni vključitvi spremenljivk TRRBLOK in BLOKADA_dec24 v model je VIF za TRRBLOK znašal 6,321, za BLOKADA_dec24 pa 7,170, kar v tem primeru potrjuje prisotnost multikolinearnosti. Iz tega razloga ti dve spremenljivki nista vključeni v nobeno od analiz hkrati. TRRBLOK je vključena v model za preverjanje prve hipoteze, medtem ko je BLOKADA_dec24 uporabljena pri preverjanju druge hipoteze.

Ker je CCC izračunan neposredno iz ostalih kazalnikov obračanja, je multikolinearnosti prisotna tudi med CCC in katerokoli od spremenljivk DVZ, DVT in DVO. Zato je v multipli linearni in binarni logistični regresiji oblikovan model 8, v katerem je CCC obravnavan samostojno kot celovit kazalnik učinkovitosti upravljanja obratnega kapitala. Ta pristop zagotavlja odsotnost previsoke multikolinearnosti v kateremkoli od modelov.

4.6.2 Analiza vpliva obratnega kapitala na donosnost

Oblikovanih je bilo več modelov multiple linearne regresije, s katerimi se preverja vpliv posameznih kazalnikov upravljanja obratnega kapitala na donosnost podjetij. Tabela 4 prikazuje rezultate in vrstni red dodajanja neodvisnih spremenljivk v modele, ki omogoča postopno ocenjevanje njihovega vpliva. Model 0 vključuje le kontrolne spremenljivke. V model 1 je bila h kontrolnim spremenljivkam dodana DVZ, v model 2 DVT in v model 3 DVO. V nadaljevanju so bile preverjene kombinacije posameznih kazalnikov obračanja: model 4 vključuje DVZ in DVT, model 5 DVZ in DVO, model 6 DVT in DVO, model 7 pa združuje vse tri hkrati. V model 8 je poleg kontrolnih spremenljivk vključena odvisna spremenljivka CCC.

Za določitev modela, katerega koeficienti so najprimernejši za nadaljnjo razlago, je v tabeli 4 prikazana primerjava kakovosti modelov, ki vključuje nekatere kazalnike kakovosti. Med njimi so determinacijski koeficient R^2 , popravljen determinacijski koeficient oz. t.i. prilagojeni R^2 , testiranje statistične značilnosti regresijskega modela oz. t.i. F-statistika ter p-vrednost celotnega modela.

R^2 pojasnjuje kolikšen delež variabilnosti odvisne spremenljivke je pojasnjen z vplivom vseh v model vključenih neodvisnih spremenljivk. Prilagojeni R^2 kaže, kako se z vključitvijo ene ali več dodatnih neodvisnih spremenljivk spremeni vrednost R^2 (Marinšek in Rogelj, 2021, str. 213). F-statistika predstavlja razmerje med varianco, ki jo regresijski model pojasnjuje, in nepojasnjeno varianco. Preverja, ali so vse napovedne spremenljivke skupaj pomembne. Če je p-vrednost nižja od stopnje značilnosti, obstaja dovolj dokazov za sklep, da regresijski model bolje ustreza podatkom kot model brez napovednih spremenljivk (Onchiri in Mangera, 2020). p-vrednost vseh modelov je nižja od 0,1 %, kar pomeni, da so vsi modeli statistično značilni in da je verjetnost, da so rezultati modelov naključni, zelo majhna.

Tabela 4: Rezultati multiple linearne regresije

	<i>Model 0</i>	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>	<i>Model 4</i>	<i>Model 5</i>	<i>Model 6</i>	<i>Model 7</i>	<i>Model 8</i>
Konstanta	3,575	3,657	-1,221	-5,073	-1,180	4,275	-0,317	-0,587	3,410
DVZ	-	-0,036 *	-	-	-0,036 *	-0,035 *	-	-0,034 .	-
DVT	-	-	0,015	-	0,015	-	0,020	0,019	-
DVO	-	-	-	-0,006	-	-0,003	-0,012	-0,008	-
CCC	-	-	-	-	-	-	-	-	0,002
EBITDAM	0,448 ***	0,422 ***	0,475 ***	0,445 ***	0,449 ***	0,421 ***	0,481 ***	0,455 ***	0,452 ***
KFV	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,003	0,002	0,002	0,002
PRIH	-0,099	-0,054	0,243	-0,188	0,292	-0,092	0,213	0,269	-0,085
TRRVSI	-0,662	0,140	-1,271	-0,517	-0,473	0,182	-1,242	-0,506	-0,736
TRRBLOK	-3,596	-1,872	-3,826	-3,056	-2,100	-1,687	-2,901	-1,604	-3,555
BLOKTRR1	-0,003	-0,001	-0,003	-0,001	-0,002	-0,001	0,000	0,001	-0,003
BLOKADA_jun25	0,645	-1,951	0,320	0,343	-2,284	-2,018	-0,380	-2,574	0,648
<i>Primerjava modelov</i>									
R ²	0,350	0,374	0,356	0,352	0,380	0,374	0,363	0,383	0,350
Prilagojeni R ²	0,313	0,332	0,314	0,309	0,333	0,327	0,315	0,331	0,307
F-statistika	9,385	9,028	8,373	8,221	8,180	7,970	7,594	7,386	8,152
p-vrednost	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001

. p < 0,1, * p < 0,05, ** p < 0,01, *** p < 0,001

Vir: lastno delo.

Za nadaljnjo interpretacijo koeficientov je najprimernejši model 4. Na podlagi R^2 ugotavljamo, da lahko 38,0 % variabilnosti ROA pojasnimo z linearnim vplivom v model vključenih spremenljivk. F-statistika modela znaša 8,18, kar pomeni, da kombinacija neodvisnih spremenljivk statistično značilno pojasnjuje del variabilnosti odvisne spremenljivke ROA.

V model 4 sta vključeni dve vrsti kazalnikov obračanja kot indikatorja upravljanja obratnega kapitala, to sta DVZ in DVT. Za DVT ugotavljamo pozitiven, vendar statistično neznačilen učinek na ROA, medtem ko ima DVZ statistično značilen negativen vpliv na ROA. To pomeni, da vsak dodaten dan vezave zalog zmanjša ROA za približno 0,036 odstotne točke, oz. podaljševanje DVZ znižuje donosnost sredstev.

EBITDAM ima pozitiven in statistično značilen vpliv na ROA. Povečanje EBITDAM za 1 odstotno točko vodi do povečanja ROA za 0,449 odstotne točke. Ta ugotovitev je smiselna, saj v praksi podjetja z višjo EBITDAM praviloma ustvarjajo več dobička iz svojih osnovnih dejavnosti, kar se odraža v višji donosnosti sredstev.

4.6.3 Analiza vpliva obratnega kapitala na verjetnost blokade TRR

Oblikovanih je bilo več modelov binarne logistične regresije za preverjanje vpliva posameznih kazalnikov upravljanja obratnega kapitala na blokade TRR-jev podjetij. Tabela 5 prikazuje rezultate ter vrstni red vključevanja neodvisnih spremenljivk v modele, ki je enak kot pri multipli linearni regresiji. Modelu 0, ki vključuje zgolj kontrolne spremenljivke, sledijo modeli 1, 2, 3, 4, 5, 6 in 7 z različnimi kombinacijami kazalnikov obračanja ter model 8, ki poleg kontrolnih spremenljivk vključuje neodvisno spremenljivko CCC.

Tabela 5 prikazuje tudi primerjavo med kazalniki kakovosti modelov za določitev modela, katerega koeficineti so najprimernejši za nadaljnjo razlago. Kakovost modelov predstavljajo razmerje verjetij χ^2 , pseudo R^2 , Akaike informacijski kriterij (angl. Akaike information criterion, v nadaljevanju AIC) in p-vrednosti celotnega modela.

χ^2 predstavlja razliko dveh odklankanj modelov z različnim številom neodvisnih spremenljivk, pri čemer je model z manjšim številom neodvisnih spremenljivk podmnožica modela z več neodvisnimi spremenljivkami (Marinšek in Rogelj, 2022, str. 87-88). Za izračun R^2 pri logistični regresiji obstaja več pristopov, ki so znani kot pseudo R^2 . Ti se uporabljajo, ker zaradi narave odvisne spremenljivke ni mogoče uporabiti R^2 , oz. kadar se za prilaganje modela uporablja MLE (Gujarati in Porter, 2009, str. 562-563; Allison, 2014). AIC se uporablja za primerjavo in razvrščanje več modelov, ki temeljijo na istih podatkih (Sutherland in drugi, 2023). Ker je p-vrednost vseh modelov je nižja od 0,1 %, so vsi modeli statistično značilni. Obstaja zelo majhna verjetnost, da je povezava med napovednimi spremenljivkami v modelih in verjetnostjo dogodka naključna.

Tabela 5: Rezultati binarne logistične regresije

	<i>Model 0</i>	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>	<i>Model 4</i>	<i>Model 5</i>	<i>Model 6</i>	<i>Model 7</i>	<i>Model 8</i>
Konstanta	-6,506 **	-6,646 **	-7,214 **	-6,074 *	-7,618 **	-6,530 *	-7,106 **	-7,564 **	-6,493 **
DVZ	-	-0,009 *	-	-	-0,009 **	-0,009 *	-	-0,009 *	-
DVT	-	-	0,002	-	0,002	-	0,003	0,003	-
DVO	-	-	-	-0,002	-	-0,000	-0,002	-0,001	-
CCC	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,000
ROA	0,008	-0,003	0,006	0,008	-0,004	-0,003	0,005	-0,004	0,008
EBITDAM	-0,011	-0,012	-0,007	-0,012	-0,007	-0,012	-0,006	-0,006	-0,011
KFV	0,000	0,001	0,000	0,000	0,001	0,001	0,000	0,001	0,000
PRIH	0,228	0,229	0,278	0,197	0,300	0,222	0,271	0,300	0,227
TRRVSI	0,466	0,691 .	0,392	0,537	0,582	0,701 .	0,431	0,576	0,470
BLOKTRR1	0,018 **	0,017 **	0,018 **	0,018 **	0,017 **	0,017 **	0,018 **	0,017 **	0,018 **
BLOKADA_dec24	2,278 **	2,770 ***	2,262 **	2,466 ***	2,728 ***	2,802 ***	2,503 ***	2,792 ***	2,272 **
<i>Primerjava modelov</i>									
χ^2	64,360	72,705	64,963	65,404	73,564	72,770	66,734	73,883	64,365
Pseudo R ²	0,401	0,453	0,405	0,408	0,458	0,453	0,416	0,460	0,401
AIC	112,123	105,778	113,520	113,079	106,919	107,713	113,748	108,600	114,118
p-vrednost	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001

. p < 0,1, * p < 0,05, ** p < 0,01, *** p < 0,001

Vir: lastno delo.

Kot najbolj kakovosten model izberemo model 7. Pri tem modelu pseudo R^2 znaša 0,460, χ^2 pa 73,883, kar nakazuje, da model uspešno pojasnjuje razlikovanje med podjetji z blokado in brez blokade.

Model 7 poleg kontrolnih spremenljivk vključuje kombinacijo kazalnikov obračanja DVZ, DVT in DVO. DVT izkazuje pozitiven, vendar statistično neznačilen učinek, DVO pa statistično neznačilen negativen učinek na BLOKADA_jun25. DVZ je statistično značilen in ima negativen učinek na BLOKADA_jun25. Po antilogaritmiranju regresijskega koeficienta ($e^{-0,009} = 0,991$) ugotavljamo, da je ob povečanju DVZ za en dan in ob nespremenjenih ostalih neodvisnih spremenljivkah, obet za blokado 0,991-kratnik začetnega obeta pred povečanjem DVZ.

BLOKTRR1 ima statistično značilen pozitiven vpliv na BLOKADA_jun25. Vsak dodaten dan blokade pomeni, da je obet za blokado 1,017-kratnik ($e^{0,017} = 1,017$) začetnega obeta pred povečanjem BLOKTRR1, ob nespremenjenih ostalih neodvisnih spremenljivkah.

Najizrazitejši je vpliv spremenljivke BLOKADA_dec24, ki ima pozitiven učinek na verjetnost ponovne blokade. Razmerje obetov znaša 16,314 ($e^{2,792} = 16,314$), kar pomeni, da je ob nespremenjenih vrednostih ostalih neodvisnih spremenljivk obet za blokado pri podjetjih, ki so imela pred pol leta vsaj eno blokado, 16,314-kratnik obeta pri podjetjih, ki pred pol leta niso imela nobene blokade. Če je podjetje že imelo blokado konec leta 2024, se obet, da bo blokado ohranilo ali po šestih mesecih ponovno prejelo blokado na vsaj en TRR, bistveno poveča.

4.7 Razprava

V okviru prvega raziskovalnega vprašanja o vplivu obratnega kapitala na donosnost podjetij se **sprejme hipoteza H1a, ki predpostavlja, da povečanje dobe vezave zalog negativno vpliva na donosnost**. Hipotez H1b in H1c zaradi statistične neznačilnosti ni mogoče niti potrditi niti zavrniti.

Z multiplo linearno regresijo ugotavljamo, da med DVZ in ROA obstaja statistično značilna negativna povezava kar pomeni, da daljša doba vezave zalog vodi v nižjo donosnost. Nizka vrednost DVZ nakazuje, da podjetje hitro prodaja svoje zaloge, kar je lahko znak učinkovitega poslovanja in upravljanja zalog, dokler podjetje pri tem še vedno uspeva zadostiti povpraševanju kupcev. To lahko vodi tudi do boljše likvidnosti, saj podjetje svoje zaloge hitreje pretvori v denar.

Capkun in drugi (2009) ugotavljajo pozitivno povezavo med učinkovitostjo zalog in določenimi merili finančne uspešnosti za ameriška podjetja v predelovalni panogi, pri čemer je povezava izmed vseh vrst zalog najmočnejša pri zalogi materiala. Ugotovitve magistrskega dela so skladne tudi s študijami Ching in drugi (2011), Hossain (2020), Hamad (2024) ter Kristiana in Karnasi (2024), ki ugotavljajo, da hitrejše obračanje zalog pozitivno

vpliva na donosnost in da optimalno upravljanje zalog prinaša večji dobiček. Na drugi strani Farooq (2019) ugotavlja, da stopnja obračanja zalog nima statistično pomembnega vpliva na dobiček.

Blokade TRR-jev so v magistrskem delu uporabljene kot pokazatelj finančne nestabilnosti oz. povečanega finančnega tveganja podjetja. Glede vpliva obratnega kapitala na verjetnost blokade TRR-ja, ki ga obravnava drugo raziskovalno vprašanje, se **zavrne hipoteza H2a, ki predpostavlja, da povečanje dobe vezave zalog pozitivno vpliva na verjetnost blokade TRR**. Hipotez H2b in H2c zaradi statistične neznačilnosti ni mogoče niti potrditi niti zavrniti.

Rezultati binarne logistične regresije kažejo, da med DVZ in BLOKADA_jun25 obstaja statistično značilna negativna povezava, kar pomeni, da daljša doba vezave zalog zmanjšuje verjetnost blokade. Vpliv DVZ na BLOKADA_jun25 je razmeroma majhen, kar nakazuje, da obstaja povezava med počasnejšim obračanjem zalog in manjšo verjetnostjo finančnih težav, vendar je ta učinek verjetno del širše skupine dejavnikov, ki vplivajo na finančno stabilnost podjetja.

Mramor in Valentinčič (2003) finančno stabilnost podjetij opredeljujeta predvsem skozi kratkoročno likvidnost in poudarjata pomen njene napovedi, saj to omogoča izogibanje poslovanju ali posojanju sredstev podjetjem, ki bodo v prihodnje imela likvidnostne težave. Na vzorcu zelo majhnih slovenskih zasebnih podjetij ugotavljata, da je z uporabo finančnih kazalnikov in kazalnikov likvidnosti mogoče precej uspešno prepoznati podjetja, ki v prihodnosti ne bodo imela likvidnostnih težav, ni pa mogoče tako zanesljivo identificirati podjetij, ki jih bodo imela. Najboljša napoved je, da bodo podjetja z likvidnostnimi težavami v tekočem letu verjetno imela te težave tudi v naslednjem letu. Glede sposobnosti odplačevanja kratkoročnih obveznosti Mantulenko in drugi (2015) ugotavljajo, da je ta večja pri podjetjih, ki hitreje obračajo zaloge, saj ima obračanje zalog pozitiven vpliv na vrednost kazalnika absolutne likvidnosti. Podobno Hu (2025) navaja, da upravljanje zalog vpliva na likvidnost in izkoriščenost kapitala, pri čemer obstaja povezava med obračanjem zalog in kratkoročnim koeficientom. Muigai in Nasieku (2021) analizirata odnos različnih komponent obratnega kapitala na indeks finančnih težav, imenovan Altmanov Z-Score model, ki se uporablja pri ocenjevanju verjetnosti stečaja podjetij. Med indeksom in dobo vezave zalog ugotavljata negativno povezavo, kar je skladno z ugotovitvami magistrskega dela. Na drugi strani Lowe in Moroke (2010) med obratnim kapitalom in insolventnostjo ne ugotavljata statistično značilne povezave.

Proučevani vzorec zajema izključno podjetja iz predelovalne panoge, v kateri imajo zaloge in njihovo obračanje specifično vlogo v poslovnem ciklu. Kwak (2019) pri analizi kazalnikov obračanja zalog na vzorcu korejskih predelovalnih podjetij izpostavlja razlikovanje med rezultati glede na posamezne segmente. Zato je pomembno poudariti, da se ugotovitve magistrskega dela morda ne prenašajo neposredno na podjetja iz drugih panog, za katere so značilne drugačne ravni in hitrosti obračanja zalog. Kot je predstavljeno v

teoretičnem delu, imajo trgovinska podjetja praviloma višje ravni zalog, medtem ko so pri storitvenih podjetjih zaloge pogosto zanemarljivo majhne ali celo ničelne.

5 SKLEP

Obratni kapital omogoča financiranje tekočega poslovanja in je zato ključen za zagotavljanje nemotenega poslovanja podjetij. Številne študije so pokazale, da ima pomemben vpliv na različne vidike poslovanja, kot so vrednost podjetja, premoženje delničarjev, likvidnost in konkurenčnost.

Vpliv upravljanja obratnega kapitala na uspešnost podjetij je bil v preteklosti pogosto preučevan, pri čemer so bile analizirane predvsem povezave med različnimi kazalniki obratnega kapitala in odvisnimi spremenljivkami, kot so ROE, ROA, poslovni prihodki, čisti dobiček, Tobinov Q ali cena delnic javnih družb. Rezultati preteklih študij kažejo raznolike vplive obratnega kapitala na kazalnike donosnosti in dobičkonosnosti podjetij. Študije, ki ugotavljajo negativen vpliv CCC, to najpogosteje pripisujejo večjim likvidnostnim potrebam podjetij z daljšimi CCC, kar vodi v višje stroške financiranja in nastanek oportunitetnih stroškov, saj je kapital vezan v tekoče poslovanje namesto v naložbe, ki bi povečevale vrednost podjetja. Nasprotno študije, ki ugotavljajo pozitiven vpliv CCC, poudarjajo, da daljši CCC omogoča vzdrževanje večjih rezerv v dobavni verigi, kar podjetjem omogoča obvladovanje nepričakovanih nihanj v povpraševanju. Tretjo skupino predstavljajo študije, ki ugotavljajo nelinearen vpliv CCC, kar pomeni, da ima povečanje CCC sprva pozitiven učinek, vendar prekomerne naložbe v obratni kapital zaradi višjih stroškov financiranja in oportunitetnih stroškov na določeni točki začnejo zmanjševati dobičkonosnost.

Magistrsko delo podaja statistično značilne rezultate o vplivu upravljanja obratnega kapitala na donosnost podjetij, merjeno z ROA, pri komponenti zalog. Skladno z zastavljeno hipotezo se na podlagi vzorca slovenskih predelovalnih podjetij sprejme, da daljši DVZ negativno vpliva na donosnost, oz. da zmanjšanje števila dni zalog pozitivno vpliva na donosnost podjetja. Obstoječa literatura kot razloge za to navaja nižje stroške vzdrževanja ali skladiščenja zalog ter povečanje razpoložljivih denarnih sredstev za vlaganje v dejavnosti, ki povečujejo prodajo.

Vpliv obratnega kapitala na likvidnost in finančno sposobnost podjetij je manj raziskan. Obstoječe študije se večinoma osredotočajo na povezavo med kazalniki obratnega kapitala in tveganjem likvidnostnih težav, insolventnosti ali neplačil, ki so najpogosteje merjene s spremenljivkami, kot so npr. verjetnost finančnih težav, zamude pri plačilih ali blokade TRR-jev podjetij.

V magistrskem delu je preučen vpliv upravljanja obratnega kapitala na verjetnost blokade TRR-ja kot pokazatelja likvidnosti. Med analiziranimi kazalniki obratnega kapitala je bil statistično značilen vpliv na odvisno spremenljivko ugotovljen zgolj pri zalogah, pri čemer se zavrne hipoteza, da podaljševanje dobe vezave zalog pomeni povečan obet za pojav

blokade. Rezultati kažejo, da daljša vezava zalog obet za blokado zmanjša. Akbar in drugi (2021) to pojasnjujejo z vidika konzervativne politike upravljanja obratnega kapitala, pri kateri daljša doba vezave zalog povečuje finančno sposobnost podjetja. Nekateri finančni menedžerji v podjetjih s konzervativnimi politikami so naklonjeni takšnemu zniževanju likvidnostnega tveganja, četudi na račun nižje dobičkonosnosti. Kljub temu je v obstoječi literaturi mogoče zaslediti več argumentov, ki nasprotujejo ugotovitvam magistrskega dela, pri čemer kot razloge navajajo predvsem neučinkovito vezavo kapitala v zalogah in težjo unovčljivost sredstev, vezanih v zalogah.

Izmed izbranih komponent obratnega kapitala magistrsko delo prihaja do zaključkov predvsem na področju upravljanja zalog slovenskih podjetij v predelovalni panogi. Pri interpretaciji rezultatov je treba upoštevati, da so ti lahko pogojeni s panogo in segmenti, v katerih podjetja delujejo, saj se različne panoge med seboj razlikujejo glede značilnosti, kot sta potreba po zalogah ali dolžina poslovnega cikla.

SEZNAM KLJUČNE LITERATURE

1. Banerjee, P. in Dutta, S. (2023). Determinants of Working Capital Management. *Working Capital Management: Concepts and Strategies*, 21–43. https://doi.org/10.1142/9789811259661_0002
2. Kanti Mishra, S. (2013). Working Capital Practices in Manufacturing Industries. *SSRN Electronic Journal*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2233803>
3. Kumar, S. in Singh, H. P. (2023). Working Capital Management in Developing Countries. *Working Capital Management: Concepts and Strategies*, 367–385. https://doi.org/10.1142/9789811259661_0017
4. Mantulenko, V. V., Smolina, E. S., Zotova, A. S. in Vishnyakova, A. B. (2015). The Relation of Inventories Turnover and Liquidity Indicators in the Trade and Services Organizations in the Context of the Solvency Assessment. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(6), 392–398. <https://doi.org/10.5901/mjss.2015.v6n6s3p392>
5. Muigai, R. G. in Nasieku, T. (2021). Working capital management and financial distress of nonfinancial companies listed on Nairobi Stock Exchange. *European Journal of Economic and Financial Research*, 5(1), 79–92. <https://doi.org/10.46827/ejefr.v5i1.1073>

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (brez datuma). Pojasnila. Pridobljeno 15. avgusta 2025 s https://www.ajpes.si/fipo/pomoc.asp?id_SifVrstaSubjekta=4
2. ACCA. (brez datuma a). Trade credit is probably the easiest and most important source of short-term finance available to businesses. Pridobljeno 13. avgusta 2025 s <https://www.accaglobal.com/gb/en/business-finance/types-finance/trade-credit.html>

3. ACCA. (brez datuma b). Working Capital Management. Pridobljeno 13. avgusta 2025 s <https://www.accaglobal.com/gb/en/student/exam-support-resources/fundamentals-exams-study-resources/f9/technical-articles/wcm.html>
4. Afrifa, G., Tauringana, V. in Tingbani, I. (2015). Working capital management and performance of listed SMEs. *Journal of Small Business in Entrepreneurship*, 27(6), 1–22. <https://doi.org/10.1080/08276331.2015.1114351>
5. Akbar, A., Akbar, M., Nazir, M., Poulouva, P. in Ray, S. (2021). Does Working Capital Management Influence Operating and Market Risk of Firms? *Risks*, 9(11), 201. <https://doi.org/10.3390/risks9110201>
6. Alexopoulos, E. C. (2010). Introduction to Linear Regression Analysis. *Hippokratia*, 14(1), 23–38. <https://doi.org/10.1201/b10289-6>
7. Allison, P. D. (2014). *Measures of Fit for Logistic Regression*. SAS Global Forum. Pridobljeno 20. oktobra 2025 s <https://support.sas.com/resources/papers/proceedings14/1485-2014.pdf>
8. Alto, V. (2025). Understanding Ordinary Least Squares (OLS) Regression. Pridobljeno 20. oktobra 2025 s <https://builtin.com/data-science/ols-regression>
9. Asman, F. N., Fernandez, D., Jamaludin, N. A., Zaki, H. O. in Ghazali, A. W. (2022). Cash Conversion Cycle and Firm's Performance. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 12(11). <https://doi.org/10.6007/ijarbss/v12-i11/15276>
10. Bajaj Finserv. (brez datuma). What are the types of working capital policies? Pridobljeno 22. avgusta 2025 s <https://www.bajajfinserv.in/what-are-the-types-of-working-capital-policies>
11. Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J. in Martínez-Solano, P. (2012). How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs? *Small Business Economics*, 39(2), 517–531. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9317-8>
12. Barnes, C. J., Gupta, G. in Spieler, A. C. (2023). Working Capital Measures and Metrics. *Working Capital Management: Concepts and Strategies*, 65–92. https://doi.org/10.1142/9789811259661_0004
13. Beaver, S. (2025). What Is Working Capital? How to Calculate and Why It's Important. Pridobljeno 5. januarja 2026 s <https://www.netsuite.com/portal/resource/articles/financial-management/working-capital.shtml>
14. Berk, J. in DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4. izd.). Harlow: Pearson. Copyright.
15. Brennan, P. (2020). Weakest US Companies Led Dash for Cash as Coronavirus Came over the Horizon. Pridobljeno 7. julija 2025 s <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/weakest-us-companies-led-dash-for-cash-as-coronaviruscame-over-the-horizon-59116278>
16. Brigham, E. F. in Daves, P. R. (2007). *Intermediate Financial Management* (9. izd.). Thomson/South-Western.

17. Calenda, T. (2023). Managing Banking Relationships. *Working Capital Management: Concepts and Strategies*, 203–227. https://doi.org/10.1142/9789811259661_0010
18. Capkun, V., Hameri, A. in Weiss, L. A. (2009). On the relationship between inventory and financial performance in manufacturing companies. *International Journal of Operations & Production Management*, 29(8), 789–806. <https://doi.org/10.1108/01443570910977698>
19. Ching, H. Y., Novazzi, A. in Gerab, F. (2011). Relationship Between Working Capital Management And Profitability In Brazilian Listed Companies. *Journal of Global Business and Economics*, 3(1), 74–86.
20. Cosci, S., Guida, R. in Meliciani, V. (2020). Does trade credit really help relieving financial constraints? *European Financial Management*, 26(1). <https://doi.org/10.1111/eufm.12211>
21. Da Rin, M. in Hellmann, T. (2020). *Fundamentals of Entrepreneurial Finance*. Oxford University Press.
22. Dahlquist, J. in Knight, R. (2022). *Principles of Finance*. OpenStax, Rice University.
23. Dar, S. in Dar, A. A. (2017). The Working Capital and Its Ratios: A Qualitative Study. *International Journal of Statistics and Actuarial Science*, 1(1), 24. <https://doi.org/10.11648/j.ijzas.20170101.15>
24. Dash, S. R., Sethi, M. in Swain, R. K. (2023). Financial condition, working capital policy and profitability: evidence from Indian companies. *Journal of Indian Business Research*, 15(3). <https://doi.org/10.1108/jibr-12-2020-0378>
25. Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance in Accounting*, 30(3-4), 573–588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
26. Drakeley, P. (2024). How to calculate ABC analysis – a working example. Pridobljeno 6. julija 2025 s <https://www.eazystock.com/blog/calculate-apply-abc-classification-inventory/>
27. Einstein, B. (2025a). How to Calculate & Use Liquidity Ratios: A Comprehensive Guide. Pridobljeno 15. avgusta 2025 s <https://online.hbs.edu/blog/post/liquidity-ratios>
28. Einstein, B. (2025b). The Return on Assets (ROA) Formula Explained. Pridobljeno 15. avgusta 2025 s <https://online.hbs.edu/blog/post/return-on-assets>
29. Eljelly, A. (2004). Liquidity - profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 48–61. <https://doi.org/10.1108/10569210480000179>
30. European Central Bank. (2011). *Monthly bulletin April 2011*. Pridobljeno 18. oktobra 2025 s <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201104en.pdf>
31. Evropski parlament in Svet Evropske unije. Direktiva (EU) 2015/2366 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 25. novembra 2015 o plačilnih storitvah na notranjem trgu, spremembah direktiv 2002/65/ES, 2009/110/ES ter 2013/36/EU in Uredbe (EU) št. 1093/2010 ter razveljavitvi Direktive 2007/64/ES. , Pub. L. No. L 337/35 (2015). *Uradni list Evropske unije*, L 337, 35–127. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366>

32. Farooq, U. (2019). Impact of Inventory Turnover on the Profitability of Non-Financial Sector Firms in Pakistan. *Journal of Finance and Accounting Research*, 1(1), 34–51. <https://doi.org/10.32350/jfar.0101.03>
33. Fernando, J. (2025). Debt-to-Equity (D/E) Ratio Formula and How to Interpret It. Pridobljeno 5. septembra 2025 s <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>
34. Francis, A. (brez datuma a). Determinants of Working Capital. Pridobljeno 15. avgusta 2025 s <https://www.mbaknol.com/financial-management/determinants-of-working-capital/>
35. Francis, A. (brez datuma b). Impact of Inflation on Working Capital Requirement. Pridobljeno 18. avgusta 2025 s <https://www.mbaknol.com/financial-management/impact-of-inflation-on-working-capital-requirement/>
36. Francis, A. (brez datuma c). Three Approaches to Working Capital Management. Pridobljeno 15. avgusta 2025 s <https://www.mbaknol.com/financial-management/three-approaches-to-working-capital-management/>
37. Ganesan, V. (2007). An Analysis of Working Capital Management in Telecommunication Equipment Industry. *Rivier Academic Journal*, 3(2), 1–10.
38. Ghosh, M., Proulx, K., Sarkar, S. in Spieler, A. C. (2023). Characteristics of Working Capital Management Strategies. *Working Capital Management: Concepts and Strategies*, 45–63. https://doi.org/10.1142/9789811259661_0003
39. Gill, A., Biger, N. in Mathur, N. (2010). The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. *Business and Economics Journal*, 2010: BEJ-10.
40. Glantz, M. (2015). Navigating the Business Loan. *Elsevier EBooks*, 81–99. <https://doi.org/10.1016/b978-0-12-801698-5.00005-4>
41. Global Law Experts. (2020). Banks and Businesses. Why Are Accounts Blocked By Banks? What Should You Do If Your Bank Account Is Blocked? Pridobljeno 1. marca 2026 s <https://globallawexperts.com/banks-and-businesses-why-are-accounts-blocked-by-banks-what-should-you-do-if-your-bank-account-is-blocked/>
42. Gujarati, D. N. in Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5. izd.). McGraw-Hill/Irwin.
43. Hamad, S. (2024). The Effect of Average Collection Period, The Inventory Turnover Period, and The Average Inventory Period on Return on Assets. *European Scientific Journal, ESJ*, 20(31), 61. <https://doi.org/10.19044/esj.2024.v20n31p61>
44. Héberger, K. (2008). Chemoinformatics—multivariate mathematical—statistical methods for data evaluation. *Medical Applications of Mass Spectrometry*, 141–169. <https://doi.org/10.1016/b978-044451980-1.50009-4>
45. Herskovitz, A. (brez datuma). Impact of Seasonal Business Cycles on Working Capital and Liquidity. Pridobljeno 10. avgusta 2025 s <https://www.obol.app/blog/the-impact-of-seasonal-business-cycles-on-working-capital-and-liquidity>

46. Hill, M. D., Kelly, G. W. in Highfield, M. J. (2010). Net Operating Working Capital Behavior: A First Look. *Financial Management*, 39(2), 783–805. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053x.2010.01092.x>
47. Hossain, T. (2020). The effect of working capital management on profitability: A study on manufacturing companies in Bangladesh. *International Journal of Research in Business and Social Science* (2147-4478), 9(6), 114–122. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v9i6.872>
48. Hu, Z. (2025). The Impact of Inventory Management on Corporate Financial Risk Management Capability. *Applied Economics and Policy Studies*, 451–458. https://doi.org/10.1007/978-981-96-3236-7_40
49. Igličar, A., Hočevár, M. in Zaman Groff, M. (2017). *Osnove računovodstva*. Ekonomska fakulteta.
50. İşbilen, E. (2023). What Is Maximum Likelihood Estimation (MLE)? Pridobljeno 20. oktobra 2025 s https://www.researchgate.net/publication/384328702_Maximum_Likelihood_Estimation
51. James, G., Witten, D., Hastie, T. in Tibshirani, R. (2021). *An introduction to statistical learning: with applications in R*. New York: Springer.
52. Javed, R. (2023). Economic order quantity (EOQ). Pridobljeno 8. avgusta 2025 s <https://www.accountingformanagement.org/economic-order-quantity/>
53. Kolias, G. D., Dimelis, S. P. in Filios, V. P. (2011). An empirical analysis of inventory turnover behaviour in Greek retail sector: 2000–2005. *International Journal of Production Economics*, 133(1), 143–153. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2010.04.026>
54. Kotane, I. in Kuzmina-Merlino, I. (2012). Assessment of financial indicators for evaluation of business performance. *European Integration Studies*, 0(6).
55. Kovach, J. J., Hora, M., Manikas, A. in Patel, P. C. (2015). Firm performance in dynamic environments: The role of operational slack and operational scope. *Journal of Operations Management*, 37(1), 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2015.04.002>
56. Kristiana, D. in Karnasi, R. (2024). The Effect of Working Capital Management on Profitability in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Applied Business Taxation and Economics Research*, 3(3), 232–239. <https://doi.org/10.54408/jabter.v3i3.255>
57. Kuo, A. (2024). Navigating the Selection Process in Multiple Regression Analysis. Pridobljeno 10. novembra 2025 s <https://julius.ai/articles/navigating-the-selection-process-in-multiple-regression-analysis>
58. Kwak, J. K. (2019). Analysis of Inventory Turnover as a Performance Measure in Manufacturing Industry. *Processes*, 7(10), 760. <https://doi.org/10.3390/pr7100760>
59. Lijuan, C., Bhaumik, A., Xinfeng, W. in Jingwen, W. (2023). The Effects of Inventory Management on Business Efficiency. *International Journal for Multidisciplinary Research*, 5(4). <https://doi.org/10.36948/ijfmr.2023.v05i04.4877>

60. Lowe, J. in Moroke, E. (2010). Insolvency in the UK construction sector. *Proceedings of the 26th Annual ARCOM Conference*. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.10269.54243>
61. Mallick, S. K. (2020). Managing Accounts Payable for Optimizing working Capital. *Journal of the Management Training Institute, SAIL Ranchi*, 49(2).
62. Marinšek, D. in Rogelj, R. (2021). *Spoznavanje statistične analize s programom R*. Ekonomska fakulteta.
63. Marinšek, D. in Rogelj, R. (2022). *Spoznavanje multivariatne analize s programom R*. Ekonomska fakulteta.
64. Maroof, D. A. (2012a). Binary Logistic Regression. *Statistical Methods in Neuropsychology*, 67–75. https://doi.org/10.1007/978-1-4614-3417-7_8
65. Maroof, D. A. (2012b). Regression Analyses. *Statistical Methods in Neuropsychology*, 55–66. https://doi.org/10.1007/978-1-4614-3417-7_7
66. Michałowski, M. (2024). Working Capital Management Strategy Effects on Firm Profitability and Risk: An Analysis of Polish Listed Construction Companies. *Ekonomia Międzynarodowa*. <https://doi.org/10.18778/2082-4440.47.02>
67. Michalski, G. (2023). Inventory Management. *Working capital management: concepts and strategies*, 251–281. https://doi.org/10.1142/9789811259661_0012
68. Mohamed, A. E. (2024). Inventory Management. *IntechOpen EBooks*. <https://doi.org/10.5772/intechopen.113282>
69. Mramor, D. in Valentinčič, A. (2003). Forecasting the liquidity of very small private companies. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 745–771. [https://doi.org/10.1016/s0883-9026\(03\)00002-8](https://doi.org/10.1016/s0883-9026(03)00002-8)
70. Mun, S. G. in Jang, S. (2015). Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 48, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.04.003>
71. Nazir, M. S. in Afza, T. (2009). Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19–30.
72. Nobanee, H., Abdullatif, M. in AlHajjar, M. (2009). A Note on Working Capital Management and Corporate Profitability of Japanese Firms. *Asian Review of Accounting*, 19(2), 147–156. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1433243>
73. Oluoch, J. (2016). The Impact of Cash Management Practices on Performance of SMEs: A Survey of SMEs in Eldoret Central Business District. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 7(6), 1–7. <https://doi.org/10.9790/5933-0706030107>
74. Onchiri, S. in Mangera, C. M. (2020). F-Test of Overall Significance in Regression Analysis Simplified. *Journal of the Practice of Cardiovascular Sciences*, 6(2), 116–122. https://doi.org/10.4103/jpcs.jpcs_18_20
75. Pazarskis, M., Kourtesi, S., Lazos, G. in Ntagia, E. (2024). The impact of working capital on the profitability and liquidity risk of Greek companies. *Risk Governance and Control: Financial Markets in Institutions*, 14(3), 96–110. <https://doi.org/10.22495/rgcv14i3p10>

76. Peterlin, J. (2016). Obratni kapital vpliva na zadolženost podjetja. Pridobljeno 1. avgusta 2025 s <https://www.finance.si/finance/obratni-kapital-vpliva-na-zadolzenost-podjetja/a/8843745>
77. Peterlin, J. in Glavina, P. (2007). *Finance za poslovneže: Rasti, biti finančno uspešen in hkrati zniževati dolgove*. Časnik Finance.
78. Podjetniški naložbeni center. (2024). Obratni kapital: Temeljni kamen uspešnega poslovanja. Pridobljeno 23. oktobra 2025 s <https://pnc.si/obratni-kapital-temeljni-kamen-uspesnega-poslovanja/>
79. Preve, L. A. in Sarria-Allende, V. (2010). *Working capital management*. New York: Oxford University Press.
80. Rakovec, O. (2010). *Znanje: teorija in praksa. Zbornik 6. študentske konference Fakultete za management Koper*. Univerza na Primorskem, Fakulteta za management Koper.
81. Richmond Blackwood. (2025). How to Get a Bank Account for High-Risk Businesses. Pridobljeno 1. marca 2026 s <https://www.richmondblackwood.com/en/guides/how-to-get-a-bank-account-for-high-risk-businesses>
82. Rogelj, R. in Marinšek, D. (2014). *Statistična analiza*. Ekonomska fakulteta.
83. Ross, S. A., Westerfield, R. R. in Jordan, B. D. (2002). *Fundamentals of Corporate Finance* (6. izd.). The McGraw 3-Hill Companies.
84. Sagner, J. S. (2011). *Essentials of working capital management*. Hoboken, N.J.: Wiley.
85. Sarıgül, H. (2012). Factoring as a Financing Option in Turkey: A Comparative Study. *International Istanbul Finance Congress, Istanbul Okan University*.
86. Slovenski inštitut za revizijo. (brez datuma). *Kodeks poslovnoetičnih načel*. Pridobljeno 1. avgusta 2025 s https://si-revizija.si/datoteke/splosno/573/fin-kodeks_posfin_nacel-celotno.pdf
87. Slovenski inštitut za revizijo. (2024). *Slovenski računovodski standardi 2024*.
88. Statistični urad Republike Slovenije. (2024). *Pojasnila k standardni klasifikaciji dejavnosti – SKD 2025 (prva različica)*.
89. SuperfastCPA. (brez datuma). What are the Determinants of Working Capital? Pridobljeno 5. septembra 2025 s <https://www.superfastcpa.com/what-are-the-determinants-of-working-capital/>
90. Sutherland, C., Hare, D., Johnson, P. J., Linden, D. W., Montgomery, R. A. in Droge, E. (2023). Practical advice on variable selection and reporting using Akaike information criterion. *Proceedings of the Royal Society B: Biological Sciences*, 290(2007). <https://doi.org/10.1098/rspb.2023.1261>
91. Taburova, A. (2024). Bank Account Unblocking: Essential Insights and Guidelines. Pridobljeno 12. marca 2026 s <https://www.fintecharbor.com/bank-account-unblocking-essential-insights-and-guidelines/>
92. Tas, O. in Guleroglu, A. C. (2018). The working capital management effect on profitability of energy companies in Turkey, based on different business cycles. *Pressacademia*, 8, 18–23. <https://doi.org/10.17261/pressacademia.2018.973>

93. Thompson, J., Boschmans, K. in Pissareva, L. (2018). Alternative Financing Instruments for SMEs and Entrepreneurs: The case of capital market finance. *OECD SME and Entrepreneurship Papers*, 10. <https://doi.org/10.1787/dbdda9b6-en>
94. Tobin, J. in Brainard, W. C. (1976). Asset Markets and the Cost of Capital. *Cowles Foundation for Research in Economics*, 440.
95. van der Westhuizen, N. (2025). Debanking: Causes, consequences, and solutions. Pridobljeno 18. oktobra 2025 s <https://fiatpublic.com/debanking-explained-causes-consequences-and-solutions/>
96. Vuković, K., Kermat, S. in Juršev, U. (brez datuma). Dobavitelji. Pridobljeno 29. avgusta 2025 s https://www.dara.si/33/dobavitelji-uniqueidmRRWSbk196EAafnF40AQgLgX4F61gYtFdNU32mV2AzmXer_nIU395g/
97. Watson, D., Head, A. in Chan, D. (2023). *Corporate Finance: Principles and Practice* (9. izd.). Pearson Higher Ed.
98. Weinraub, H. J. in Visscher, S. (1998). Industry practice relating to aggressive conservative working capital policies. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(2).
99. Yang, J., Xie, H., Yu, G. in Liu, M. (2021). Achieving a just-in-time supply chain: The role of supply chain intelligence. *International Journal of Production Economics*, 231(107878), 107878. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2020.107878>
100. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP). (2007). *Uradni list RS*, št. 176/21.
101. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). (2006). *Uradni list RS*, št. 65/09.
102. Zeidan, R. M. in Shapir, O. (2017). Cash Conversion Cycle and Value-Enhancing Operations: Theory and Evidence for a Free Lunch. *Journal of Corporate Finance*, 45, 203–219. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.014>
103. Zimon, G. (2021). Working Capital. *Encyclopedia*, 1(3), 764–772. <https://doi.org/10.3390/encyclopedia1030058>
104. Zimon, G. in Tarighi, H. (2021). Effects of the COVID-19 Global Crisis on the Working Capital Management Policy: Evidence from Poland. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 169. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040169>

PRILOGE

Priloga 1: Opisna statistika spremenljivk.

	DVZ (dnevi)	DVT (dnevi)	DVO (dnevi)	CCC (dnevi)	ROA (%)	EBITDAM (%)	KFV (%)	PRIH (EUR)	TRRVSI	TRRBLOK	BLOKTRR 1 (dnevi)	BLOKADA _dec24	BLOKADA _jun25
Podjetja z blokado na 31.12.2024													
Aritmetična sredina	69,48	139,85	209,85	-0,52	-3,27	-1,20	202,51	549 208	1,27	1,21	75,90	1	0,58
Mediana	18,42	107,76	136,32	-0,50	0,25	3,31	113,48	181 507	1	1	62	1	1
Standardni odklon	100,54	134,00	181,21	181,39	23,41	25,06	618,60	1 384 406	0,48	0,45	71,71	0	0,50
Minimum	0	0	8,11	-506,92	-86,81	-93,96	-829,65	1 505	1	1	1	1	0
Maksimum	442,47	632,98	721,83	546,29	43,98	49,79	3 141,54	10 255 913	3	3	286	1	1
Podjetja brez blokade na 31.12.2024													
Aritmetična sredina	44,01	99,74	95,81	47,94	3,97	3,54	231,43	744 026	1,35	0	0	0	0,06
Mediana	16,47	66,33	69,05	28,52	1,51	5,34	83,35	159 189	1	0	0	0	0
Standardni odklon	79,47	100,90	100,18	136,24	12,91	21,62	563,60	1 666 616	0,82	0	0	0	0,24
Minimum	0	0	11,42	-474,02	-30,48	-84,04	-1 002,41	15 362	1	0	0	0	0
Maksimum	457,45	519,19	569,18	507,89	40,39	58,14	3 518,12	7 869 955	5	0	0	0	1
Vsa podjetja													
Aritmetična sredina	56,15	118,87	150,20	24,83	0,52	1,28	217,64	651 113	1,32	0,58	36,20	0,48	0,31
Mediana	16,47	76,72	86,74	10,27	1,18	4,13	93,18	167 905	1	0	0	0	0
Standardni odklon	90,68	119,09	154,95	160,59	18,95	23,35	588,34	1 535 729	0,68	0,68	62,29	0,50	0,46
Minimum	0	0	8,11	-506,92	-86,81	-93,96	-1 002,41	1 505	1	0	0	0	0
Maksimum	457,45	632,98	721,83	546,29	43,98	58,14	3 518,12	10 255 913	5	3	286	1	1

Vir: lastno delo.

Priloga 2: Pearsonova korelacijska matrika.

	<i>DVZ</i>	<i>DVT</i>	<i>DVO</i>	<i>CCC</i>	<i>ROA</i>	<i>EBITDAM</i>	<i>KFV</i>	<i>PRIH</i>	<i>TRRVSI</i>	<i>TRRBLOK</i>	<i>BLOKTRR 1</i>	<i>BLOKADA _dec24</i>	<i>BLOKADA _jun25</i>
DVZ	1												
DVT	0,102	1											
DVO	0,268 ***	0,415 ***	1										
CCC	0,382 ***	0,399 ***	-0,506 ***	1									
ROA	-0,265 ***	-0,155	-0,136	-0,134	1								
EBITDAM	-0,167	-0,363 ***	-0,087	-0,280 ***	0,573 ***	1							
KFV	0,008	0,016	0,051	-0,033	0,168	0,183 ***	1						
PRIH	0,056	-0,199 ***	-0,086	-0,034	0,043	0,100	0,136	1					
TRRVSI	0,185 ***	0,069	0,061	0,097	0,029	0,133	-0,013	0,448 ***	1				
TRRBLOK	0,218 ***	0,204 ***	0,378 ***	-0,091	-0,192 ***	-0,110	-0,041	0,023	0,139	1			
BLOKTRR1	-0,023	0,082	0,211 ***	-0,156	-0,090	-0,060	0,038	0,066	-0,128	0,474 ***	1		
BLOKADA _dec24	0,141	0,169	0,369 ***	-0,151	-0,191 ***	-0,102	-0,025	-0,031	-0,058	0,891 ***	0,611 ***	1	
BLOKADA _jun25	-0,130	0,149	0,138	-0,096	-0,093	-0,066	0,078	0,117	0,034	0,539 ***	0,593 ***	0,565 ***	1

. p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Vir: lastno delo.