

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV GOSPODARSKIH CIKLOV NA OBRATNI KAPITAL  
PODJETIJ NA OBMOČJU DRŽAV ZAHODNEGA BALKANA**

Ljubljana, junij 2016

MIHA FERJAN

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Miha Ferjan, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vpliv gospodarskih ciklov na obratni kapital podjetij na območju držav Zahodnega Balkana, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Alešem Berkom Skokom,

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil 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 zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, 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 zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
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 Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil 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 prek 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.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis študenta: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 TEORETIČNI VIDIK OBRATNEGA KAPITALA.....</b>	<b>4</b>
1.1 Terminologija .....	4
1.2 Politika obratnega kapitala .....	8
1.2.1 Politike investiranja v obratna sredstva.....	9
1.2.2 Politike financiranja obratnih sredstev .....	10
1.3 Obrat denarja .....	14
1.4 Ravnanje z denarjem in denarnimi ekvivalenti .....	17
1.4.1 Likvidnostna rezerva .....	18
1.4.2 Baumolov model upravljanja z denarnimi sredstvi .....	19
1.4.3 Miller-Orrov model upravljanja z denarnimi sredstvi.....	21
1.5 Zaloge .....	22
1.5.1 Model ravnanja z zalogami »Just-in time«.....	24
1.5.2 Model optimalne količine naročila .....	26
1.5.3 ABC-sistem .....	30
1.6 Terjatve.....	30
1.6.1 Kreditna politika.....	32
1.6.2 Dobičkonosnost investicij v terjatve do kupcev.....	34
1.7 Obveznosti do dobaviteljev .....	35
1.8 Ostala kratkoročna sredstva in obveznosti .....	37
1.8.1 Aktivne časovne razmejitve .....	37
1.8.2 Pasivne časovne razmejitve.....	38
1.9 Gospodarski cikli.....	39
<b>2 UPORABA KAZALNIKOV PRI OBRATNEM KAPITALU .....</b>	<b>41</b>
2.1 Uporabnost in povezljivost kazalnikov plačilne sposobnosti in dni vezave .....	41
2.2 Kazalniki obračanja oziroma dni vezave.....	41
2.2.1 Koeficient obračanja zalog .....	42
2.2.2 Koeficient obračanja terjatev.....	43
2.2.3 Koeficient obračanja obveznosti do dobaviteljev.....	44
2.2.4 Koeficient obračanja (neto) obratnega kapitala.....	44
2.3 Kazalniki plačilne sposobnosti .....	46
2.3.1 Kratkoročni koeficient.....	47
2.3.2 Pospešeni koeficient .....	48
2.3.3 Hitri koeficient.....	49
2.4 Slabosti, pomanjkljivosti in nevarnosti pri razlagi kazalnikov.....	50
<b>3 EKONOMSKA IN FINANČNA KRIZA NA OBMOČJU DRŽAV ZAHODNEGA BALKANA .....</b>	<b>52</b>
3.1 Integracija z Zahodno Evropo .....	52

3.2	Prenos krize na Zahodni Balkan.....	53
3.3	Glavni razlogi za gospodarsko krizo Zahodnega Balkana.....	54
3.3.1	Bančni sektor in kreditna ekspanzija.....	54
3.3.2	Neposredne tuje investicije.....	55
3.3.3	Nakazila delavcev iz tujine.....	57
3.3.4	Izvoz.....	58
3.4	Spopadanje z gospodarsko krizo.....	59
3.4.1	Odziv vladnih politik.....	59
3.4.2	Pomoč mednarodnih institucij.....	60
3.5	Posledice gospodarske krize.....	60
<b>4</b>	<b>PREGLED LITERATURE.....</b>	<b>62</b>
4.1	Analize vpliva finančne krize na obseg in strukturo obratnega kapitala.....	62
4.2	Analize vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost.....	63
<b>5</b>	<b>ANALIZA IN REZULTATI ANALIZE.....</b>	<b>66</b>
5.1	Značilnosti vzorca.....	66
5.2	Analiza vzorca.....	67
5.3	Analiza kazalnikov.....	73
	<b>SKLEP.....</b>	<b>87</b>
	<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>91</b>

## KAZALO SLIK

Slika 1:	Dejavniki dobičkonosnosti in rasti podjetja.....	7
Slika 2:	Politike investiranja v obratna sredstva.....	10
Slika 3:	Gibanje sredstev skozi čas brez rasti podjetja.....	12
Slika 4:	Gibanje sredstev skozi čas, vključujoč rast podjetja.....	12
Slika 5:	Primer uporabe agresivne politike financiranja obratnih sredstev.....	14
Slika 6:	Grafični prikaz poteka denarnega obrata.....	16
Slika 7:	Baumolov model.....	20
Slika 8:	EOQ-model.....	29
Slika 9:	Medletna rast kreditiranja po posameznih državah v %.....	55
Slika 10:	Neposredne tuje investicije.....	56
Slika 11:	Delež nakazil delavcev iz tujine glede na BDP posamezne države v letu 2008.....	57
Slika 12:	Delež izvoza posameznih držav v EU-27 in ostale države.....	58
Slika 13:	Delež podjetij po panogah glede na prodajo.....	69
Slika 14:	Delež podjetij po panogah glede na sredstva.....	69
Slika 15:	Delež podjetij po državah glede na število podjetij v vzorcu.....	71
Slika 16:	Delež podjetij po državah glede na prodajo podjetij v vzorcu.....	72

Slika 17: Delež podjetij po državah glede na stanje sredstev podjetij v vzorcu.....	72
Slika 18: Kratkoročni koeficient po državah in obdobjih.....	77
Slika 19: Koeficient obračanja neto obratnega kapitala po državah .....	84

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Shema starosti neplačanih računov .....	34
Tabela 2: Konceptualna razlika v razumevanju enačb kazalnikov plačilne sposobnosti ....	46
Tabela 3: Primer problema negativnih števil na primeru kapitalske donosnosti.....	52
Tabela 5: Povprečna velikost podjetij po panogah glede na prodajo in obseg sredstev (v tisoč EUR) .....	70
Tabela 6: Povprečna velikost podjetja v vzorcu glede na prodajo in stanje sredstev (v tisoč EUR).....	73
Tabela 7: Finančni kazalniki, uporabljeni v analizi.....	73
Tabela 8: Rast oziroma padec bruto domačega proizvoda v vseh treh analiziranih obdobjih po državah Zahodnega Balkana.....	74
Tabela 9: Primerjava aritmetičnih sredin kazalnikov med analiziranimi obdobji.....	75
Tabela 10: Rezultati statističnega testa glede razlik v povprečjih za predkrizno obdobje in krizno obdobje .....	75
Tabela 11: Rezultati statističnega testa glede razlik v povprečjih za krizno obdobje in pokrizno obdobje .....	76



## UVOD

Z naraščanjem konkurenčnosti in z odprtostjo gospodarstev so se konkurenčne prednosti določenih podjetij močno zmanjšale ter tako silijo podjetja k iskanju načinov optimiziranja poslovanja. Ena izmed potencialnih prednosti podjetij je lahko ravnanje podjetja z njegovimi sredstvi in viri sredstev, med katerimi so večkrat zanemarjena kratkoročna sredstva in kratkoročne obveznosti (Buchmann, Roos, Jung, & Woertler, 2008, str. 1). Podjetja za opravljanje svoje dejavnosti potrebujejo tako kratkoročna (zaloge in terjatve) kot tudi dolgoročna (zemlja, zgradba in oprema) sredstva (White, Sondhi, & Fried, 2003, str. 119). Mramor (1999, str. 329) omejuje tradicionalno finančno funkcijo podjetja na ohranjanje kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja z ustreznim financiranjem in s primernim obsegom denarnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb.

Literatura navaja sredstva in obveznosti, ki so kratkoročnega značaja in se uporabljajo v vsakodnevnih delovnih procesih, kot obratni kapital (Brigham & Daves, 2013, str. 790). Vijayakumar (2001) obratni kapital obravnava kot življenjsko kri podjetja, ki lahko obstaja in preživi brez dobička, vendar pa ne more preživeti brez obratnega kapitala. Če podjetje ne proizvaja dobička, je obravnavano kot bolnik, če obseg obratnega kapitala presahne, pa podjetje lahko preide v stečajni postopek ali prenehanje poslovanja.

Dolgoročne poslovne odločitve, ki vključujejo investiranje v stavbo, opremo ali določanje poslovne strategije, vplivajo na potencialni uspeh podjetja. Na drugi strani pa kratkoročne odločitve glede obsega obratnega kapitala določajo, ali bo podjetje sploh prišlo do dolgoročne perspektive oziroma horizonta (Block & Hirt, 2000, str. 146).

Pomen obratnega kapitala je torej pogosto zanemarjen, podjetje pa mora v vsakem primeru poskrbeti za zadostno vrednost obratnega kapitala. Teoretičnih pristopov k določitvi optimalne vrednosti obratnega kapitala je več, kot pravita Dugal in Budden (2012), pa je primeren obseg obratnega kapitala takrat, ko maksimiziramo vrednost delničarjev.

Predmet magistrskega dela povezuje tri vprašanja – kaj, kdaj in kje. To pomeni, kateri ekonomski pojem obravnavamo, v katerem časovnem obdobju in na katerem območju. Ekonomski pojem je obratni kapital, časovno obdobje je predkrizno, krizno in v manjši meri pokrizno obdobje. Geografsko območje je skoncentrirano na območje Republike Slovenije in njej bližnje države, ki so poleg geografske bližine tudi drugače močno povezane (ekonomsko, kulturološko, zgodovinsko itd.).

Ekonomski tema, ki je v zadnjem času največkrat obravnavana, tako medijsko kot tudi strokovno, je prav gotovo globalna finančna kriza. Dotaknila se je skoraj vseh področij gospodarskega, političnega in družbenega življenja ter kljub temu da se je v večini držav že končala, še vedno močno vpliva na trenutne razmere. Čeprav ima globalna finančna kriza začetke v razvitih ekonomijah, je prav tako močno prizadela tudi ostali svet, še posebej

nekatero države v razvoju (Adela, 2015, str. 2). Finančna kriza je vplivala na mnogo ekonomskih (brezposelnost, padec bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) ipd.) kot tudi poslovnih področji (upad naročil, zmanjšanje prodaje ipd.), med katerimi se magistrsko delo v večji meri posveča obratnim sredstvom in kratkoročnim obveznostim iz poslovanja. Obravnavana gospodarska kriza, ki ima za posledico povečanje tveganja neplačila obveznosti naših dolžnikov ter omejen dostop do bančnih sredstev, potrjuje velik pomen ravnanja z obratnim kapitalom (Archavli, Siriopoulus, & Arvanitis, 2012, str. 2).

V podjetjih lahko zelo hitro rastoča prodaja povzroči močan pritisk na povečanje kratkoročnih sredstev, še posebej zalog in poslovnih terjatev. Nekaj od teh sredstev se lahko financira prek zadržanih dobičkov, vendar v večini primerov notranja sredstva ne zadoščajo za celotno financiranje. Podjetja morajo torej uporabiti zunanje financiranje prek bank ali pa poiskati finančna sredstva na trgu. Block & Hirt (2000) sta raziskala, da običajno velja, da večja kot je hitrost rasti prodaje, večja je verjetnost, da bo podjetje poiskalo zunanje financiranje.

Bistveni problem ali izziv pri ravnanju z obratnim kapitalom je uravnavanje oziroma optimiziranje likvidnosti, kjer Keown, Martin, Petty in Scott (2001) definirajo likvidnost kot zmožnost odplačevanja obveznosti – ali je podjetje zmožno pokriti obveznosti, ko preidejo v plačilo.

Podjetja lahko optimalno politiko obratnega kapitala dosežejo tako, da izberejo primerno ravnovesje med dobičkonosnostjo in likvidnostjo podjetja, kar narekuje, da se morajo finančni direktorji nenehno odločati o deležu donosnosti in tveganja, ki ga sprejemajo pri finančnem vodenju podjetja (Panigrahi, 2015, str. 1). Na splošno velja, da več kot ima podjetje obratnega kapitala, manjša je možnost njegove nelikvidnosti (Jimgmeng, 2013, str. 100).

Skozi celotno magistrsko delo se v primeru upravljanja z obratnim kapitalom srečujemo z dvema vprašanjema: kakšen je primeren oziroma optimalen obseg obratnega kapitala, tako v celoti kot po posameznih delih (terjatve, zaloge, obveznosti), ter kako naj bo obratni kapital financiran (Brigham & Daves, 2013, str. 790).

Namen magistrskega dela je proučiti obratni kapital, poslovne cikle in povezanost med njima. Z drugimi besedami je namen pokazati oziroma predstaviti sestavo obratnega kapitala ter njegove podsestavine, kot so zaloge, terjatve in obveznosti, ter razumeti njihove značilnosti. Zaradi pomanjkanja podobnih raziskav na našem območju kot tudi globalno, bi rad razširil razumevanje vpliva zadnje večje gospodarske krize na v zadnjem času vse bolj pomemben del finančne strukture podjetja, obratni kapital. S tem bi omogočil lažje razumevanje delovanja in pomena obratnega kapitala ter vsaj delno razjasnil enega izmed mnogih vplivov na strukturo in obseg obratnega kapitala – gospodarske cikle. Delo bo lahko



uporabljeno za nadaljnje raziskovanje na področju dejavnikov obratnega kapitala in vplivov gospodarskih kriz na poslovanje podjetij.

Cilj magistrskega dela je najprej s pomočjo statističnega testa potrditi ali ovreči postavljeno hipotezo, da gospodarski cikli – v našem primeru zadnja gospodarska kriza – vplivajo na obseg in strukturo obratnega kapitala večjih proizvodnih podjetij na območju držav Zahodnega Balkana. V ta namen s pomočjo parnega t-testa testiram 11 različnih koeficientov.

Pri tem poskušam odgovoriti na pet temeljnih raziskovalnih vprašanj:

- ali gospodarski cikli vplivajo na spremembo in strukturo obratnega kapitala podjetij,
- kakšna je smer spremembe (pozitivna ali negativna),
- kateri kazalniki likvidnosti in obračanja so podvrženi največjim spremembam,
- katere panoge so doživele največje spremembe obsega obratnega kapitala,
- v katerih državah znotraj regije držav Zahodnega Balkana so spremembe obratnega kapitala podjetij največje.

V prvem, teoretičnem delu najprej proučim domačo in tujo strokovno literaturo s področja upravljanja obratnega kapitala ter v večji meri pregledam obstoječe podobne ali primerljive raziskave. V tem delu magistrskega dela poskušam s pomočjo opisne metode spoznati teoretično strukturo, politike in ravnanje z obratnim kapitalom ter nato s pomočjo metode kompilacije združiti spoznanja avtorjev podobnih raziskav na področju pomembnosti obratnega kapitala in vpliva gospodarske krize na njegovo strukturo in obseg.

V praktičnem delu poskušam s pomočjo statistične analize (z uporabo podatkovne baze Amadeus in obdelavo s statističnim programom SPSS) priti do relevantnih ugotovitev za potrditev ali zavrnitev izbranih hipotez.

V magistrskem delu uporabim tudi teoretična znanja, pridobljena na dodiplomskem in podiplomskem študiju, ter praktična znanja, pridobljena na delovnem mestu finančnega analitika v večjem proizvodnem podjetju.

Magistrsko delo je sestavljeno iz teoretičnega in praktičnega dela, kjer je prvi del razdeljen na štiri podpoglavja. V uvodnem delu poskušam podrobno razložiti terminologijo in sestavo obratnega kapitala ter njegove podkategorije – terjatve, zaloge in obveznosti. V naslednjem podpoglavju opišem kazalnike, ki jih običajno uporabljamo pri finančni analizi, ter slabosti oziroma pomanjkljivosti posameznih kazalnikov. Sledi navezava na raziskovalno področje Zahodnega Balkana, kjer opišem razloge za gospodarsko krizo, kako so se posamezne države spopadle z njo in z njenimi posledicami. Četrto podpoglavje vsebuje kratke opise podobnih raziskav s področja obratnega kapitala. Vsebina teh raziskav je razdeljena na dva dela, saj bodo zaradi možnosti pomanjkanja raziskav o vplivu gospodarskih ciklov na obratni

kapital sintetizirane tudi raziskave, ki proučujejo vpliv obratnega kapitala na dobičkonosnost.

Praktični del je v večji meri osredotočen na praktično analizo vpliva gospodarske krize na obseg in strukturo obratnega kapitala. S pomočjo statističnih orodij tako preverim hipotezo, ali so se določeni kazalniki med in po gospodarski krizi spremenili. Magistrsko delo s pomočjo metode sinteze zaključim s povzetki ugotovitev in z napotki, kako naj podjetja v prihodnosti prilagodijo obseg in sestavo obratnega kapitala na krizna obdobja.

## **1 TEORETIČNI VIDIK OBRATNEGA KAPITALA**

### **1.1 Terminologija**

V magistrskem delu je za jasnejše razumevanje koncepta obratnega kapitala najprej treba pojasniti določene pojme, ki so bistveni za boljše razumevanje obratnega kapitala. Pri prevodu iz tuje literature moramo zaradi izoginitve dvoumnemu razumevanju razjasniti podobne pojme, ki se navezujejo na pojem obratni kapital. Najprej se je treba posvetiti delitvi med obratnimi in osnovnimi, stalnimi in gibljivimi ter kratkoročnimi in dolgoročnimi sredstvi in obveznostmi.

SRS 24 (2006) delijo sredstva glede na hitrost preoblikovanja na osnovna in obratna, kjer z osnovnimi sredstvi razumemo stvari in pravice, ki svojo vrednost v poslovnem procesu postopoma prenašajo na poslovne učinke ter se v svojo prvotno pojavno obliko ponovno spremenijo v obdobju več kot enega leta. Na drugi strani je razumevanje obratnih sredstev podobno kot pri osnovnih, le da je obdobje prehajanja v prvotno pojavno obliko krajše od enega leta.

Ker pa se na aktivni strani bilance stanja poleg osnovnih in obratnih sredstev pojavljajo tudi finančne naložbe, torej sredstva, ki so vložena drugam, lahko razširitev bilance stanja s finančnimi naložbami razčlenimo tudi drugače. Tako v primeru, da kratkoročne naložbe razvrstimo med obratna sredstva in dolgoročne naložbe med osnovna sredstva, dobimo novo klasifikacijo sredstev na gibljiva in stalna (Hočevar, Igličar, & Zaman, 2002, str. 36; SRS 24, 2002, str. 168).

Pri poglavju o politiki obratnega kapitala je še posebno pomembna klasifikacija obratnih sredstev po potrebnosti, kjer Pučko (1998, str. 121) obratna sredstva deli na:

- nujna oziroma trajna obratna sredstva,
- prekomerna oziroma občasna obratna sredstva, ki vsebujejo sezonska prekomerna obratna sredstva, odvečna obratna sredstva, zaloge nekurantnega materiala, proizvodov in trgovskega blaga.

Najpogostejša delitev sredstev, ki je tudi glede na SRS 24 (2006) obvezna pri računovodskem poročanju, je delitev na kratkoročna in dolgoročna sredstva. Ravno tako koncept obratnega kapitala temelji na razmejitvi sredstev in obveznosti v ti dve kategoriji. Tradicionalna razmejitev med kratkoročnimi in dolgoročnimi sredstvi ter obveznostmi temelji na dospelosti obratovalnega cikla podjetja, ki v primeru kratkoročnih sredstev in obveznosti znaša manj kot eno leto (White et al., 2002, str. 126). To pomeni, da kot kratkoročna sredstva štejemo denar oziroma ekvivalente, ki bodo v denar spremenjeni v poslovnem procesu, krajšem od enega leta, medtem ko so kot kratkoročne obveznosti opredeljene tiste obveznosti podjetja, ki bodo poravnane v poslovnem procesu, krajšem od enega leta (Atrill & McLaney, 2000, str. 33).

Skladno s SRS 30 (2016, str. 151) se med kratkoročna sredstva uvrščajo:

- sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo,
- zaloge,
- kratkoročne finančne naložbe,
- kratkoročne poslovne terjatve in
- denarna sredstva.

Na drugi strani pa SRS 30 (2016 str. 151) kot kratkoročne obveznosti določa:

- obveznosti, vključene v skupine za odtujitev,
- kratkoročne finančne obveznosti in
- kratkoročne poslovne obveznosti.

Ravno iz definicije glede kratkoročnih sredstev in obveznosti lahko razvijemo pojem obratnega kapitala, ki se nanaša na kratkoročna sredstva, kot so denarna sredstva, zaloge in terjatve (Mikerević, 2009, str. 410). **Obratni kapital**, pogosto imenovan bruto obratni kapital (angl. *gross working capital*), se nanaša na operativna kratkoročna sredstva, ki se uporabljajo v vsakodnevni procesih oziroma poslovnih operacijah. **Neto obratni kapital**, ki je manj pogosto uporabljen termin, predstavlja obratni kapital, od katerega odštejemo operativne kratkoročne obveznosti (Brigham & Daves, 2013, str. 790). Torej predstavlja zgolj tisti del kratkoročnih sredstev, ki jih moramo financirati z drugimi primernimi viri sredstev.

Bistvena teoretična razlika med kratkoročnimi sredstvi in obratnim kapitalom je v razdelitvi med kratkoročnimi operativnimi sredstvi, ki se uporabljajo v vsakodnevni operacijah (angl. *operating current assets*), in tistimi, ki niso takšne narave (angl. *nonoperating current assets*). Kratkoročna neoperativna sredstva, ki jih ne potrebujemo v vsakodnevni poslovnih procesih oziroma operacijah, so tako na primer presežna oziroma odvečna vrednost likvidnih sredstev, ki je ne potrebujemo pri vsakodnevni poslovnih operacijah, denarna sredstva, namenjena za prevzeme, denarna sredstva, ki so namenjena za investiranje v osnovna

sredstva, denarna sredstva, namenjena kritju izgubljenih tožb, itd. (Brigham & Daves, 2013, str. 791).

Ker pri analizi podjetij kot zunanji opazovalci težko ugotovimo namen določenih sredstev – ali podjetje sredstva uporablja v vsakodnevnih poslovnih procesih ali pa jih ima v presežnem merilu, je splošna formula, ki se večinoma uporablja kot definicija neto obratnega kapitala, zapisana v enačbi (1), kjer od kratkoročnih sredstev odštejemo kratkoročne obveznosti.

$$\text{Obratni kapital} = \text{kratkoročna sredstva} - \text{kratkoročne obveznosti} \quad (1)$$

Navedena definicija pojma neto obratnega kapitala prikazuje potrebno količino denarja oziroma likvidnih sredstev, ki so na voljo za pokritje kratkoročnih denarnih potreb iz naslova kratkoročnih obveznosti. Kot pojasnjeno zgoraj, je pri tem treba upoštevati, da se kot kratkoročna sredstva oziroma obveznosti štejejo v primeru, če bodo spremenjena v denar (v primeru sredstev) oziroma bodo zapadla (v primeru dolga) v roku enega leta (Preve & Allende, 2010, str. 15).

Kljub temu v literaturi obstajajo še druge interpretacije (neto) obratnega kapitala<sup>1</sup>, ki prikazujejo obratni kapital kot tisti del obveznosti, ki je krit iz dolgoročnih virov sredstev ali celo iz kapitala samega (Preve & Allende, 2010, str. 15). Kljub temu večji del strokovne literature zagovarja enostavno enačbo, kjer kratkoročnim operativnim sredstvom odštejemo kratkoročne operativne obveznosti.

Kljub temu da so kratkoročna in dolgoročna sredstva in obveznosti po definiciji razdeljena glede na dospelost enega leta, pa so meje med kratkoročnimi in dolgoročnimi obveznostmi in sredstvi v praksi pogosto zabrisane. Predmet bolj arbitrarne razdelitve med dolgoročnimi in kratkoročnimi sredstvi so predvsem vrednostni papirji in dolg. Pravkar navedeno je tudi razlog, da se razmerje glede obratnega kapitala uporablja zelo previdno (White et al., 2002, str. 127).

Prav tako v slovenski literaturi ni enotnega mnenja glede besede »Working capital management«, ki se najpogosteje prevaja kot upravljanje obratnega kapitala, definirano kot odločanje o obratnih sredstvih in financiranjem teh virov (Keown, 2001, str. 486).

Eljelly (2004, str. 49) opisuje učinkovito upravljanje z obratnim kapitalom kot proces načrtovanja in nadziranja kratkoročnih sredstev in kratkoročnih virov sredstev, kjer izločimo tveganje nezmožnosti poravnavanja obveznosti ter se hkrati skušamo izogniti pretiranim investicijam v kratkoročna sredstva. Upravljanje obratnega kapitala je neposredno močno povezano z likvidnostjo in rentabilnostjo podjetja (Slika 1). Palepu, Healy in Bernard (2004,

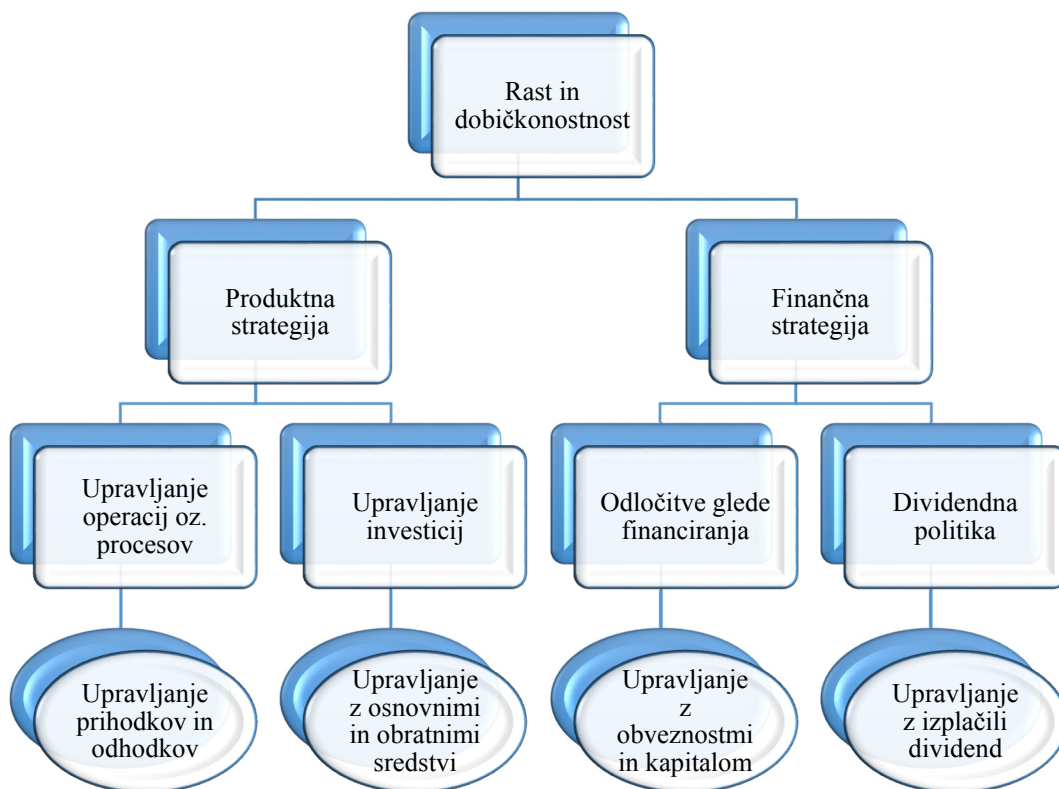
---

<sup>1</sup> Veliko svetovne literature namesto neto obratnega kapitala uporablja zgolj termin obratni kapital. Tudi sam v nadaljevanju magistrskega dela, kjer ni eksplicitno navedeno, uporabljam termin obratni kapital za neto obratni kapital.

str. 93) navajajo, da sta dva od štirih dejavnikov dobičkonosnosti oziroma rasti podjetja povezana z upravljanjem obratnega kapitala. Podjetja oziroma finančni direktorji v obdobjih gospodarske krize ravno zaradi težav z likvidnostjo posvečajo veliko časa analizi obratnega kapitala. **Likvidnost** bi lahko definirali kot zmožnost odplačevanja obveznosti, ko pridejo v plačilo (Keown, 2001, str. 486). Likvidnost razumemo kot kratkoročno plačilno nesposobnost, medtem ko insolventnost kot dolgoročno plačilno nesposobnost oziroma kot položaj, v katerem je vrednost sredstev oziroma aktive nižja od vrednosti dolga (Mramor, 2002, str. 129).

Podjetje lahko ohranja svojo likvidnost s prodajo svojih sredstev ali z dodatnim dolgom. Strošek denarnih sredstev nad primerno ravno likvidnosti Van Horne (2008, str. 208) povzema kot strošek obrestne mere, s katero financiramo likvidnostna sredstva, oportunitetni strošek oziroma izgubljeni dobiček, ki bi ga prejeli, če bi investirali v bolj dobičkonosna sredstva.

Slika 1: Dejavniki dobičkonosnosti in rasti podjetja



Vir: G.K. Palepu et al., *Drivers of profitability and growth*, 2004, str. 93, slika 5.1.

Finančni direktorji se morajo konstantno odločati, kolikšna raven likvidnostnih sredstev je primarnih za trenutno oziroma prihodnjo raven poslovanja. Vodje financ v večini primerov porabijo več časa za upravljanje z obratnim kapitalom kot za katero drugo dejavnost (Block & Hirt, 2000, str. 146). Če ohranimo ostala sredstva in vire sredstev na enaki ravni ter

povečamo investicije v kratkotrajna sredstva, se likvidnost podjetja izboljša (Keown et al., 2001, str. 486). Vsako podjetje ima specifične dejavnike, ki vplivajo na velikost likvidnih sredstev, kjer pa Anderson (2003, str. 279) ter Cohen, Robbins in Young (1994, str. 197) navajajo dejavnike za držanje likvidnostnih sredstev:

- finančni vzvod (angl. *leverage*) – večji kot je finančni vzvod, več likvidnostnih sredstev podjetje potrebuje, saj je verjetnost težav pri poravnavanju obveznosti večja kot pri podjetjih z manjšim finančnim vzvodom,
- denarni tok (angl. *cash flow*) – kjer imajo podjetja večje enkratne spremembe denarnih prilivov in odlivov (na primer nenačrtovana izplačila dividend ipd.), morajo imeti v sredstvih višjo raven likvidnostnih sredstev,
- priložnost za rast (angl. *growth opportunities*) – v primerih hitre rasti prodaje si podjetja že vnaprej zagotovijo dovolj likvidnostnih sredstev za nemoteno rast poslovanja z namenom izoginitve večjim prekinitvam oziroma motnjam v prodajnih in operativnih procesih;
- nestanovitnost (angl. *volatility*) – podjetja v primeru večje volatilitnosti poslovanja potrebujejo večje likvidnostne rezerve;
- verjetnost finančne stiske (angl. *bankruptcy risk*) – varnostni motiv, s katerim se podjetje ob zadostni ravni likvidnih sredstev izogiba možnosti stečaja oziroma insolventnosti;
- velikost podjetja (angl. *firm size*) – večja podjetja imajo manj likvidnostnih sredstev na ravni prodaje, saj imajo strokovnjake, ki boljše upravljajo z obratnim kapitalom;
- sezonskost (angl. *seasonality*) – visoka sezonska komponenta poslovanja zahteva večjo količino zalog pred viškom sezone, kjer pa bo do unovčevanja terjatev prišlo z zamikom. V vmesnem obdobju mora podjetje financirati tako večje zaloge kot terjatve, kjer mora na dolgi rok imeti večja likvidnostna sredstva kot podjetja, ki nimajo sezonskosti v svojem poslovanju;
- panoga (angl. *nature of the business*) – podjetja, ki delujejo v storitvenih ali maloprodajnih panogah, imajo v večini primerov veliko prodaje za gotovino, zato ni potrebe po financiranju terjatev in zalog (hiter obrat). Na drugi strani pa so potrebe po obratnih sredstvih v proizvodnih panogah mnogo večje, saj svoje kupce po navadi financirajo prek terjatev in čas vezave zalog je mnogo daljši od celotnega proizvodnega cikla, kjer se porabljajo tako zaloge materiala, nedokončane proizvodnje kot tudi dokončane proizvodnje in blaga.

## 1.2 Politika obratnega kapitala

V okviru pojma politike obratnega kapitala se običajno razumeta predvsem politika kratkoročnega realnega in finančnega investiranja (oziroma oblikovanja kratkoročnih sredstev) ter politika financiranja kratkoročnih naložb. S tem v zvezi se politika obratnega kapitala ukvarja večinoma z vprašanji glede kratkoročnih sredstev in s tem, koliko in kakšno strukturo denarnih sredstev, kratkoročnih finančnih naložb, zalog in terjatev do kupcev naj

ima podjetje. Nadalje pa se ukvarja tudi z vprašanji, koliko in s kakšnimi kratkoročnimi in dolgoročnimi viri naj takšne kratkoročne naložbe nato financira (Mramor, 1999, str. 25).

### 1.2.1 Politike investiranja v obratna sredstva

Najprej se osredotočim na vprašanje v zvezi s potrebami podjetja po kratkoročnih poslovnih naložbah, ki so za podjetje bistvenega pomena, saj si to z njimi zagotavlja nemoten poslovni proces. Ustrezno višino kratkoročnih naložb podjetja glede na obseg prodaje zaradi raznolike narave podjetij ni mogoče enoznačno določiti, saj je višina odvisna od več dejavnikov, na primer od obsega potrebnih zalog podjetja, plačilnih pogojev ipd. Pri določanju obsega obratnega kapitala posamezno podjetje upošteva na primer pričakovane roke plačil ter dobave blaga, potreben čas za izdelavo izdelka, pričakovano prodajo itd., pri čemer pa je na primer od posameznega podjetja odvisno, koliko terjatev do kupcev bo dopustilo in kakšno količino zalog bo oblikovalo (Berk, Lončarski, & Zajc, 2002, str. 243).

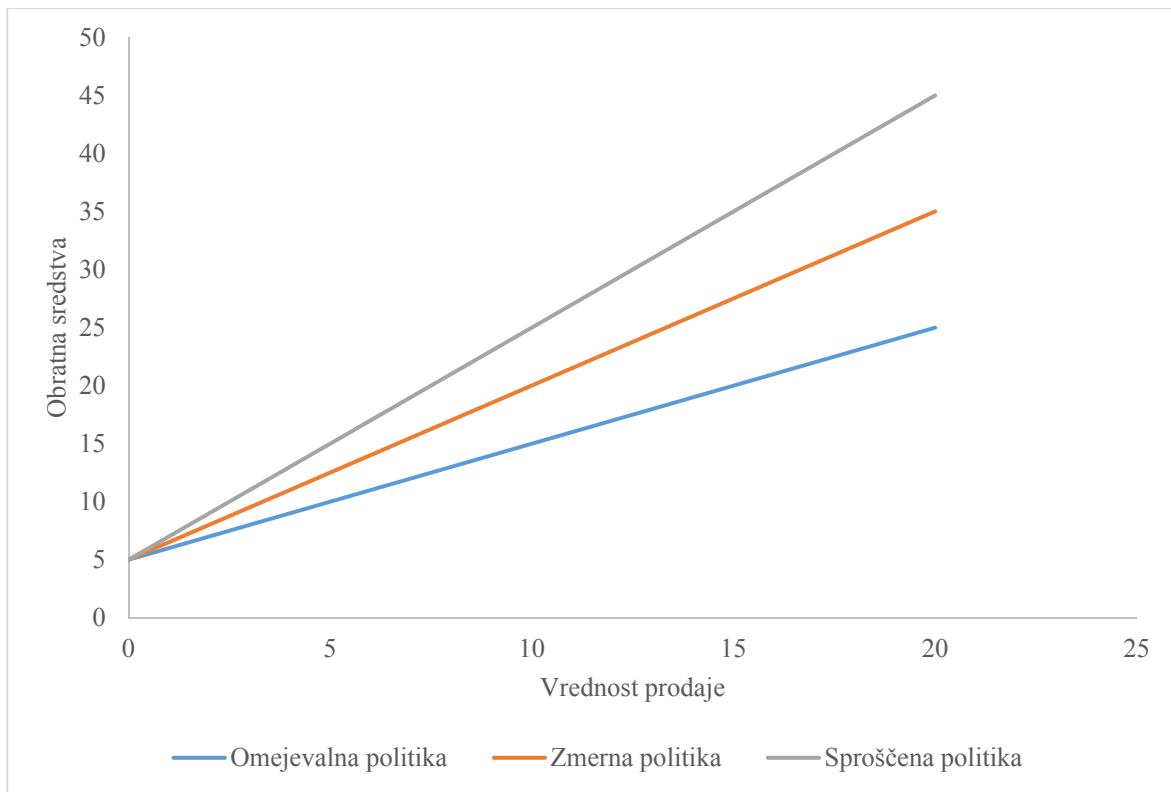
Politika upravljanja z obratnimi sredstvi in razmerje med dobičkonosnostjo in likvidnostnim tveganjem morata biti v podjetju strukturirana na način, da zadostita potrebam posameznega podjetja. Podjetjem s tipičnimi vzorci denarnega toka (kot so na primer podjetja javnih storitev) ni treba imeti visoke stopnje likvidnosti (Block & Hirt, 2000, str. 167). Ko podjetja povečujejo investicije v obratna sredstva (na primer zaloge in denarna sredstva), s tem zmanjšujejo možnost nenadnih zaustavitev proizvodnje, potencialne izgube prodaje zaradi nezadostnih zalog ali poslabšanja bonitete zaradi nepravočasnega poravnavanja obveznosti. Ko podjetja povečajo kratkotrajna sredstva, pa s tem neposredno ne izboljšajo svoje dobičkonosnosti, saj imajo sedaj več sredstev, s katerimi dosegajo enak dobiček, kar zmanjšuje donosnost sredstev (Keown et al., 2001, str. 486).

Poslovne finance obravnavajo tri ekstreme situacije, s pomočjo katerih lahko razlikujemo različne modele investiranja v obratna sredstva. Politike kratkoročnih naložb so (Berk et al., 2002, str. 243; Brigham & Daves, 2013, str. 791–792):

- omejevalna politika (angl. *restricted* ali *lean and mean*) – v tem primeru ima podjetje majhen obseg posameznih kratkoročnih sredstev;
- sproščena politika (angl. *relexed* ali *fat cat*) – podjetje zasleduje sproščeno politiko s tem, da veliko investira v kratkoročna sredstva. Torej ima veliko terjatev oziroma dolge plačilne roke, veliko denarnih sredstev in povečano raven varnostnih zalog. Podjetje ohranja manjše obračanje kratkotrajnih sredstev z namenom zmanjšanja poslovnega oziroma likvidnostnega tveganja. S takšno politiko hkrati znižuje dobičkonosnost poslovanja;
- zmerna politika – je politika, ki ne zasleduje ekstremnih naložb in jo uporablja večina podjetij z namenom uravnavanja primerne likvidnosti in donosnosti.

Vse tri politike investiranja v obratna sredstva prikazuje Slika 2, kjer najstrmejša premica prikazuje sproščeno politiko z veliko obratnih sredstev, na drugi strani pa položna premica prikazuje omejevalno politiko z malo obratnih sredstev.

*Slika 2: Politike investiranja v obratna sredstva*



*Vir: E.F. Brigham & P.R. Daves, Alternative Net Operating Working Capital Policies, 2013, str. 793, tabela 20.1.*

### 1.2.2 Politike financiranja obratnih sredstev

Odločitev podjetja za uporabo kratkoročnega dolga v primerjavi z dolgoročnim vsebuje tudi tehtanje odločitve med tveganjem in donosnostjo. To pomeni, da bolj kot se podjetje zanaša na kratkoročni dolg ali kratkoročne obveznosti pri financiranju sredstev, večja je nevarnost nelikvidnosti. Upoštevati pa je treba, da uporaba kratkoročnih obveznosti pomeni tudi bistveno prednost za podjetje, saj je to cenejše kot uporaba dolgoročnega financiranja, prav tako pa tudi fleksibilnejši način financiranja. Slednje lahko povzroči tudi pomembne težave v primeru, da podjetje naleti na težave pri pridobivanju kratkoročnih sredstev, pa tudi v primeru, da podjetje potrebuje sredstva dalj časa, kot je to pričakovalo. Takšno nevarnost nelikvidnosti lahko podjetje zmanjša na način, da uporabi dolgoročni kredit na račun zmanjšanja donosa na vložena sredstva (Keown et al., 2001, str. 487).



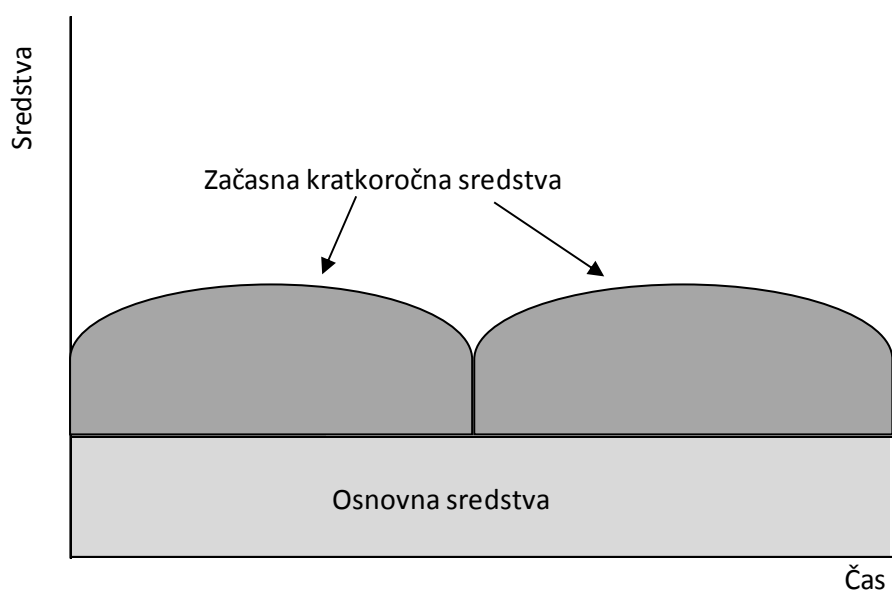
Keown et al. (2001, str. 488) kot prednosti kratkoročnih obveznosti navajajo:

- fleksibilnost – kratkoročne obveznosti za podjetje predstavljajo fleksibilen način financiranja, saj lahko sledi svojim potrebam po kratkoročnem financiranju. Kot primer lahko navedemo potrebo podjetja po sredstvih za trimesečno obdobje iz razloga potrebe po sezonskem povečanju zalog, ki jo lahko financiramo s kratkoročnim posojilom. To je znatno cenejše kot dolgoročno posojilo, in sicer iz razloga obresti, ki jih mora podjetje plačati;
- stroški obresti – obresti kratkoročnega posojila so načeloma nižje v primerjavi z obrestmi dolgoročnega kredita.

Kot slabost kratkoročnih obveznosti se izkaže predvsem tveganje. V primeru kratkoročnih posojil se izpostavljenost tveganju podjetja poveča kot v primeru dolgoročnega posojila, in sicer iz dveh razlogov. Narava kratkoročnega posojila terja, da se večkrat izvede poplačilo posojila, kar povečuje možnost, da se bo podjetje finančno poslabšalo do točke, ko ne bo več razpolagalo s sredstvi. Drugi razlog je negotovost obrestne mere kratkoročnega posojila skozi določeno časovno obdobje. Obrestna mera kratkoročnega posojila namreč odraža obrestno mero posojila v času posojila, prav tako pa tudi posojilodajalčevo percepcijo tveganja podjetja, medtem ko je podjetju znana fiksna obrestna mera dolgoročnega posojila ves čas od sklenitve kreditne pogodbe.

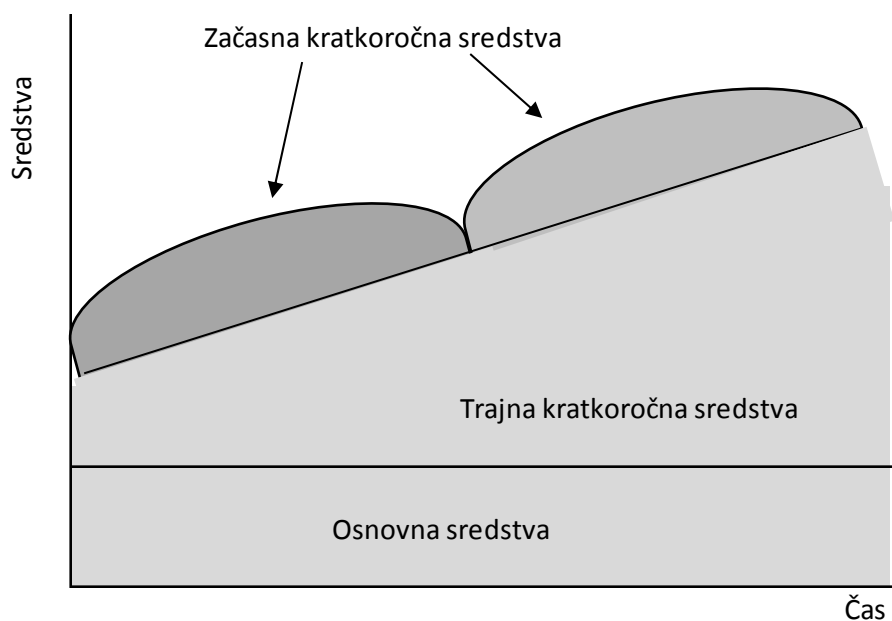
Investicije v osnovna sredstva so investicije, kjer se pričakuje, da bo podjetje investirana sredstva uporabljalo več kot eno leto. S tem ne mislimo življenjske dobe sredstev, temveč zgolj predvideno uporabo. Na drugi strani pa investicije v obratna sredstva sestavljajo kratkoročna sredstva, ki se bodo pretvorila v poslovne učinke v roku manj kot enega leta. Pri analizi investicij v obratna sredstva moramo najprej razlikovati med pojmi začasna in trajna kratkoročna sredstva. Ko podjetje raste, se raven kratkoročnih sredstev povečuje, kjer se mnogokrat ne zavedamo, da se ne povečujejo zgolj začasna kratkoročna sredstva (angl. *self-liquidating assets*), temveč tudi tako imenovana trajna kratkoročna sredstva (angl. *permanent current assets*). Prav zaradi tega mora podjetje zanje poiskati trajni vir financiranja – kljub temu da se na koncu spremenijo v denar, mora podjetje za ponoven proizvodnji cikel ponovno financirati enako raven zalog. Na Sliki 3 je prikazan primer, kjer podjetje ne beleži rasti in uporablja zgolj začasna kratkoročna sredstva. Na Sliki 4 pa je prikaz kratkoročnih sredstev v primeru rasti podjetja, kjer ima podjetje v svojih sredstvih tako začasna kot tudi trajna kratkoročna sredstva (Block & Hirt, 2000, str. 146; Berk et al., 2002, str. 244).

Slika 3: Gibanje sredstev skozi čas brez rasti podjetja



Vir: S.B. Block & G.A. Hirt, *The nature of asset growth*, 2000, str. 147, slika 6.1.

Slika 4: Gibanje sredstev skozi čas, vključujoč rast podjetja



Vir: S.B. Block & G.A. Hirt, *The nature of asset growth*, 2000, str. 147, slika 6.1.

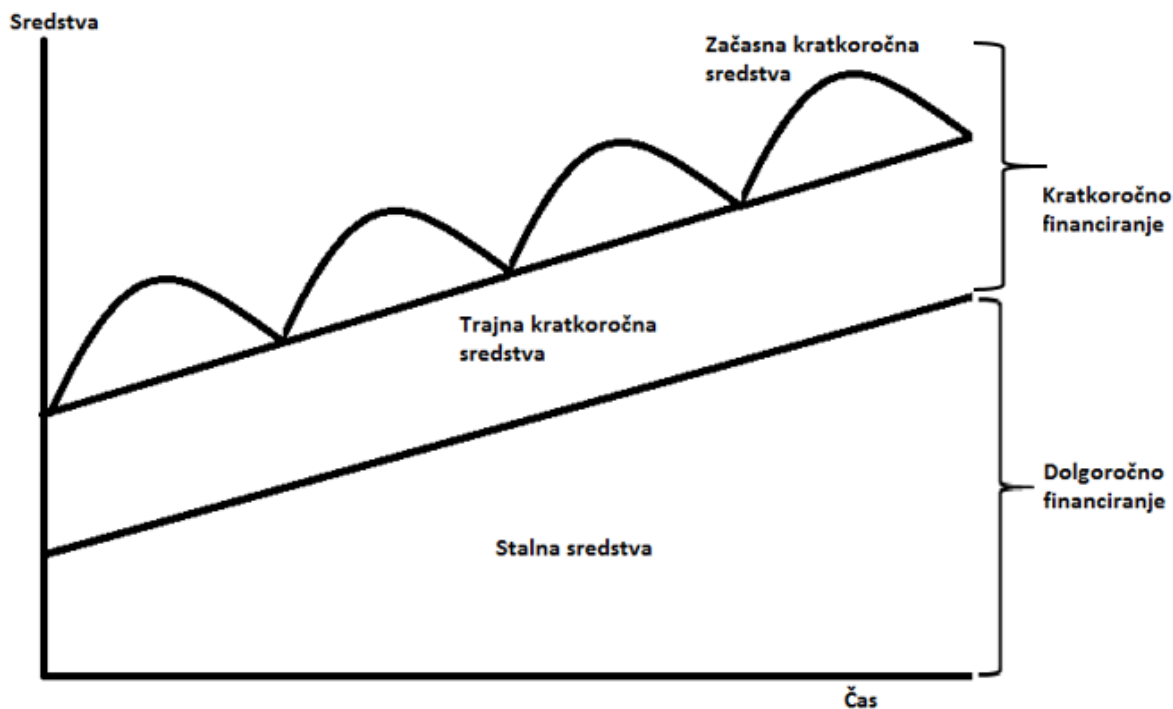
Investicije v kratkoročna sredstva lahko financiramo prek bančnih kreditov (dolgoročnih in kratkoročnih), obveznosti do dobaviteljev, pasivnih časovnih razmejitev in kapitala podjetja. Vsak izmed teh virov ima prednosti in slabosti. Podjetja se morajo sama odločiti, katere vire uporabiti. V teoriji obstajajo tri vrste politik financiranja obratnih sredstev, ki jih podjetja

lahko zasledujejo (Brigham & Daves, 2013, str. 795–796; Block & Hurt, 2000, str. 157; Keown et al., 2001, str. 490):

- politika izenačevanja ročnosti (angl. *maturity matching* ali *self-liquidating approach*) – včasih poimenovana tudi zmerna politika financiranja obratnih sredstev. Vsa dolgoročna sredstva in celotna trajna kratkoročna sredstva so financirana z dolgoročnimi viri. Zgolj začasna kratkotrajna sredstva financiramo s pomočjo kratkoročnih virov sredstev. Osnovni princip, na katerem temelji pravilo, je enostaven. Če potrebujemo sredstva zgolj za določeno obdobje, bomo lahko kratkoročni dolg za nakup zalog poplačali, ko dobimo plačan znesek od prodaje dodatnih zalog. Problem, ki izvira iz financiranja sredstev, je predvsem v tem, da nikoli ne vemo, koliko kratkoročnih in dolgoročnih virov sredstev imamo na razpolago za financiranje dodatnih sredstev. Pod nekaterimi pogoji naj bi tudi ujemanje dospelosti sredstev in virov sredstev bilo tvegano, saj v primeru, da najamemo kredit za financiranje enkratnih zalog, kjer se prodaja nepredvideno zmanjša, podjetje ne more odplačati kratkoročnega dolga, saj še ni prejelo poplačila od svojih kupcev. Ravno to se je dogodilo veliko podjetjem v obdobju zadnje globalne finančne krize v letu 2009, kjer so banke ob močnem poslabšanju poslovanja omejile izplačila kreditov ter tako onemogočile reprogramiranje določenih kratkoročnih kreditov in s tem potisnile do še pred kratkim uspešna podjetja v stečaj;
- agresivna politika (angl. *aggressive approach*) –ponazarja nekatera bolj agresivna podjetja, ki del svojih trajnih sredstev financirajo s kratkoročnimi viri. Podjetja so v takšni politiki izpostavljena težavam pri reprogramiranju kratkoročnih obveznosti in spreminjanju obrestnih mer. Kljub zavarovanju pred nezmožnostjo podaljšanja kratkoročnih virov nekateri finančni vodje ne koristijo dolgoročnega financiranja obratnih sredstev. Z namenom, da si podjetje pridobi dolgoročne vire sredstev, mora na trgu vrednostnih papirjev izdati nove delnice oziroma obveznice ali pridobiti kredit na banki, kjer so potrebna zavarovanja itd. Mnogo manjših podjetij nima možnosti za izdajo obveznic ali celo pridobitev dolgoročnega kredita pri banki, zato so primorana poiskati kratkoročne bančne vire ali se celo večinsko financirajo prek svojih dobaviteljev. Prav tako kratkoročno financiranje ponuja določene prednosti pred dolgoročno vezavo svojih obveznosti. Na splošno so obrestne mere za kratkoročne vire nižje kot obrestne mere za dolgoročna kredite. Podjetja lahko oblikujejo plan financiranja obratnih sredstev, kjer s pomočjo kratkoročnih virov ne financiramo zgolj začasnih kratkoročnih sredstev, temveč tudi trajna kratkoročna sredstva;
- konservativna politika – v tem primeru podjetje uporablja dolgoročna sredstva za financiranje celotnih trajnih sredstev ter tudi določen del (lahko tudi vsa) enkratnih oziroma sezonskih sredstev. Tako uporabljajo zgolj manjši delež kratkotrajnih virov sredstev za viške sredstev, kjer pa imajo na drugi strani sezonskega nihanja tudi presežek likvidnih sredstev, ki jih po večini alocirajo v kratkotrajne vrednostne papirje. Uporaba konservativne politike temelji predvsem na varnosti, ki se je obnesla v letih gospodarske krize (2009), saj so bila podjetja s presežki likvidnih sredstev bolj uspešna. Ostala podjetja so bila zaradi pomanjkanja sredstev prisiljena zmanjšati svoje aktivnosti. Z

uporabo dolgoročnega vira za kritje kratkoročnih sredstev si podjetje zagotovi primerne vire sredstev tudi za v prihodnje. Podjetje si torej v tem primeru raje sposodi 1 mio. d. e.<sup>2</sup> za 10 let, kot pa 1 mio. d. e. vsako leto znova.

Slika 5: Primer uporabe agresivne politike financiranja obratnih sredstev



Vir: E.F. Brigham & P.R. Daves, *Alternative Short-Term Financing Policies*, 2013, str. 795, slika 20.2.

Specifične okoliščine posameznega podjetja vplivajo na odločitve, katero politiko financiranja obratnih sredstev bo podjetje zasledovalo. Politiko določa vodstvo oziroma finančni direktorji in je pogosto odvisna od naklonjenosti vodij tveganju. Tako se optimistični in agresivni vodje bolj zavzemajo za uporabo agresivne politike, medtem ko bolj konservativni managerji uporabljajo več dolgoročnih virov financiranja obratnega kapitala (Brigham & Daves, 2013, str. 797).

### 1.3 Obrat denarja

Pri analizi obrata denarja oziroma krogotoka denarja moramo najprej razlikovati med pojmom operacijski krogotok in obrat denarja.

**Operacijski obrat** (angl. *operating cycle*) meri čas od prejema surovin v podjetju prek proizvodnje do unovčevanja terjatev od prodanih proizvodov. Krogotok denarja je močno odvisen od panoge, v kateri se podjetje nahaja (William et al., 2006, str. 756).

<sup>2</sup> Denarnih enot.

Različne dolžine operacijskega obrata vplivajo na to, koliko zunanjih in notranjih virov sredstev podjetje potrebuje za normalno poslovanje. Na splošno velja, da daljši kot je operacijski obrat, več virov sredstev podjetje potrebuje. Obsega dve največji kategoriji kratkoročnih sredstev, to so zaloge in terjatve. Najprej moramo izračunati dneve vezave zalog in dneve vezave terjatev, kjer vsota teh dveh posameznih postavk predstavlja dolžino operacijskega cikla. V primeru, da podjetje posluje brez obveznosti do dobaviteljev, je operacijski obrat enak obratu denarja (William et al., 2006, str. 757; White et al., 2002, str. 124).

V primeru, da podjetje racionalizira stroške financiranja zalog in terjatev oziroma skrajša operacijski obrat, lahko ima dvojne koristi. Najprej pozitiven denarni tok od prodaje zalog oziroma terjatev ter nato manjše stroške zaradi zunanjega financiranja teh naložb (Berk et al., 2002, str. 255).

**Obrat denarja oziroma denarni krogotok** (angl. *Cash Conversion Cycle*, v nadaljevanju CCC) predstavlja podoben koncept kot operacijski obrat, kjer pa so poleg dni vezave zalog in terjatev dodani tudi dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev. Večina podjetij pridobi veliko virov sredstev prek financiranja s strani svojih dobaviteljev oziroma prek računovodske postavke obveznosti do dobaviteljev. Tako podjetje zmanjša potrebo po drugih virih financiranja in hkrati skrajša operacijski obrat. Časovno obdobje med tem, ko podjetje plača svojim dobaviteljem in ko prejme plačilo od kupcev, se imenuje obrat denarja. Razlika med operacijskim obratom in krogotokom denarja je v obdobju, za katero so dobavitelji pripravljene financirati naše nakupe. Obrat denarja prek zgolj ene številke nazorno prikazuje povezavo med prodajno funkcijo, funkcijo izterjave ter ravnanja z dobavitelji. Kot je prikazano v enačbi (2), izračun lahko temelji na operacijskem obratu, od katerega odštejemo dneve vezave obveznosti do dobaviteljev (William et al., 2006, str. 759; White et al., 2002, str. 124).

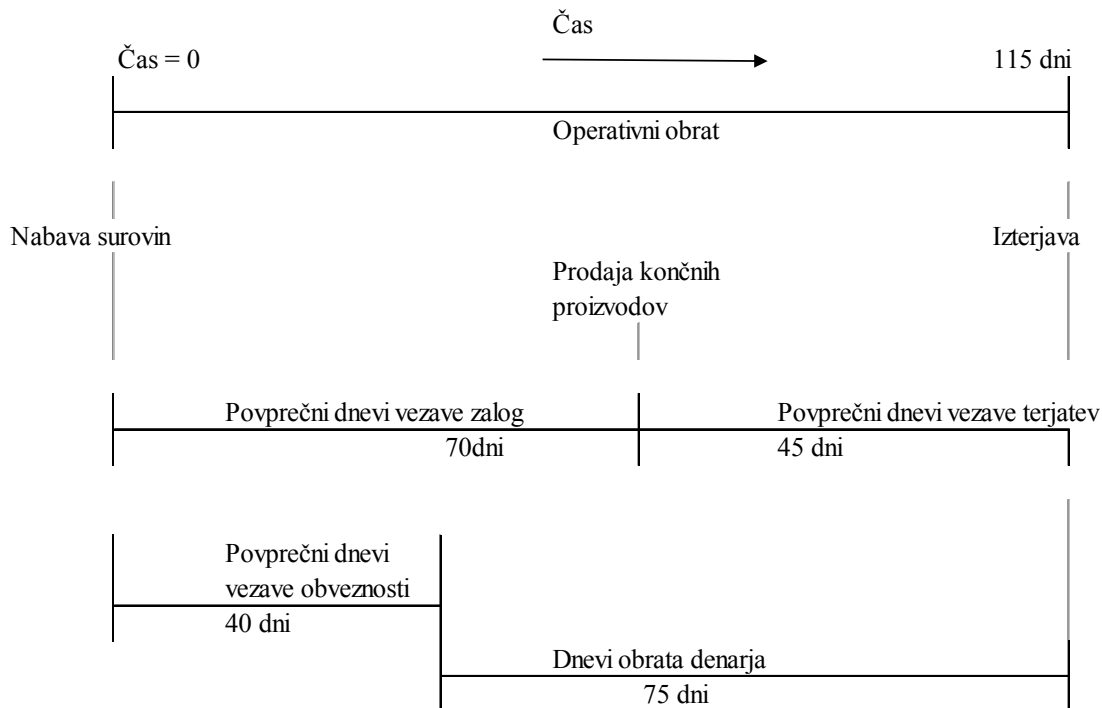
$$\text{Obrat denarja (CCC)} = \text{Operacijski obrat} - \text{dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev} \quad (2)$$

$$\text{Obrat denarja (CCC)} = \text{Dnevi vezave zalog} + \text{Dnevi vezave terjatev} - \text{dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev} \quad (3)$$

CCC kombinira informacije iz vseh treh komponent (neto) obratnega kapitala – terjatev do kupcev, vseh vrst zalog in obveznosti do dobaviteljev. Bistvo koncepta je v tem, da je denar vezan v kratkoročna sredstva za določeno obdobje. Natančneje, denar je vezan v terjatvah za obdobje do njihove unovčitve ter prav tako za obdobje nabave zalog do njihove prodaje oziroma dni vezave zalog. Na drugi strani pa se podjetje za določeno obdobje financira s strani svojih dobaviteljev, kjer dobi brezobrestni kredit za obdobje do poravnave obveznosti oziroma za obdobje dni vezave obveznosti do dobaviteljev. Krajši kot je obrat denarja, bolj

učinkoviti so poslovni procesi in ravnanje z denarnimi sredstvi. Na drugi strani pa podaljšanje krogotoka denarja prikazuje (prihodnje) pomanjkanje denarnih sredstev ter večje stroške financiranja. Na osnovi Slike 6 si lahko na grafični način predstavimo obrat denarja, kjer nazorno vidimo, da sprememba zgolj ene izmed treh sestavin denarnega obrata spremeni celotne dneve vezave denarja oziroma financiranje obratnega kapitala (Reilly & Brown, 2000, str. 394; White et al., 2002, str. 124; William et al., 2006, str. 759).

Slika 6: Grafični prikaz poteka denarnega obrata



Vir: W.L. Megginson & Smart S.B., *Time Line for the Operating and Cash Conversion Cycles for Reese Industries*, 2006, str. 760, slika 19.1.

Podjetja lahko z optimizacijo poslovnih procesov sprostijo prosta denarna sredstva in jih usmerijo v veliko bolj dobičkonosne investicije, zmanjševanje zadolženosti, strateške prevzeme tujih podjetij ali odkupe lastnih delnic. Podjetje s tem generira večji (prihodnji) denarni tok, ki prek teorije poslovnih financ stimulira rast vrednosti delnice (Colina, 2002, str. 64).

Podjetja v zasledovanju pglavitnega cilja, tj. povečevanja vrednosti za lastnike podjetij, se poslužujejo načinov oziroma aktivnosti, povezanih s **skrajševanjem obrata denarja**, ki so (William et al., 2006, str. 761):

- povečanje obrata zalog brez resnih posledic za operativno in prodajo (na primer pomanjkanje surovin za proizvodnjo ipd.),

- čim hitreje unovčevanje terjatev brez zmanjšanja prodaje iz naslova spremembe kreditne politike,
- skrajšanje dni vezave obveznosti do dobaviteljev brez večjega uničenja bonitetne ocene podjetja,
- izboljšanje procesov naročanja, fakturiranja, izterjave in ravnanja z zalogami.

#### 1.4 Ravnanje z denarjem in denarnimi ekvivalenti

Definicija denarja po Odar, Hieng in Zupančič (2011) je: »Denar je zakonsko plačilno sredstvo, ki je v blagovnem gospodarstvu posrednik pri menjavi poslovnih učinkov.«

Računovodstvo kot denarna sredstva razume knjižni denar, gotovino, denar na poti in posebej izpostavljeni denarni ustreznik (*angl. cash equivalents*), ki predstavlja tudi naložbe, ki jih je mogoče v bližnji prihodnosti pretvoriti v denar in je tveganje sprememb vrednosti zanemarljivo. Zaradi denarnega ustreznika so denarna sredstva razumljena kot širši pojem, saj lahko mednje uvrščamo tudi kratkoročne depozite v bankah (zapadlost po pridobitvi največ 3 mesece), dolžniške vrednostne papirje z majhnim tveganjem, s katerimi se trguje na organiziranem trgu (določene državne obveznice), ter tudi potencialne kapitalske naložbe, ki bodo odkupljene v zelo kratkem obdobju (Odar et al., 2011, str. 205).

Med gotovino štejemo kovance, bankovce in prejete čeke. Knjižni denar je znesek denarja na računu pri banki ali podobnih tujih ali domačih finančnih inštitucijah, denar na poti pa si predstavljamo kot prenašalec vrednosti na račun pri banki ali drugi finančni inštituciji, ki pa se istega dne še ne vpiše kot dobroimetje pri njej (Odar et al., 2011, str. 206).

Računovodski standardi med denarnimi sredstvi ne obravnavajo znamk, kolekov, vrednostnih bonov in podobnega, kljub temu da jih lahko hranimo v blagajni. Takšne vrednostnice SRS obravnava kot aktivne časovne razmejitve pod kategorijo kratkoročno odloženi stroški. Prav tako denarja, ki se prenaša na druge račune, vendar se istega dne še ne vpiše kot dobroimetje, ne štejemo med denarna sredstva, temveč ga uvrščamo kategorijo terjatev (Odar et al., 2011, str. 206).

Nefinančna podjetja imajo v svoji aktivi v povprečno 1,5 % denarnih sredstev in njegovih ekvivalentov. Denarna sredstva se pogosto imenujejo tudi »neprofitna sredstva«. Potrebujemo jih za nabavo materiala in plačila zaposlenih, za nakup osnovnih sredstev, plačila davkov, odplačila dolga, za izplačila dividend itd. Z denarjem kot takim pa ne pridobivamo obresti oziroma donosov, kar posledično pomeni, da zmanjšuje donosnost kapitala oziroma ceno delnice podjetja (Berk et al., 2002, str. 268).

Tako je cilj upravljavca z denarjem (po navadi vodja zakladništva ali finančni direktor) imeti čim manjši obseg denarja za opravljanje običajne poslovne dejavnosti, na drugi strani pa dovolj za pravočasno odplačevanje svojih obveznosti.

Podjetja lahko z držanjem večje vsote denarja pridobijo nekatere prednosti, kot so (Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 587; Berk et al., 2002, str. 268):

- pridobiti gotovinske popuste (angl. *trade discounts*),
- ohraniti oziroma izboljšati svojo kreditno oceno,
- za izpolnitev nepričakovanih denarnih potreb oziroma obvladovanja izrednih dogodkov (stavka, požar ipd.).

Podjetja se odločajo, kakšno raven denarnih sredstev želijo imeti. Pri tem morajo v obzir vzeti številne dejavnike, ki vplivajo na strukturo in velikost denarnih sredstev, med katerimi so glavni razlogi oziroma motivi za držanje denarja (Berk et al., 2002, str. 268; Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 587; Keown, 2001, str. 514):

- **transakcijski motiv** – je pogosto najpomembnejši motiv za držanje denarnih sredstev na računih, saj izhaja iz zadovoljevanja potreb iz naslova običajnega poslovanja podjetja. Podjetje potrebuje na transakcijskem računu določeno vsota denarja, saj je podjetje dnevno prizadeto z nešteto spremenljivkami, ki so značilne za panogo. V današnjih časih so novi produkti lansirani v zelo kratkem času, zato je izjemno težko predvideti denarne tokove ter vedeti, koliko denarnih sredstev podjetje potrebuje za vsakodnevno rabo;
- **kompensacijski motiv** – pomeni predvsem nadomestila bankam za kreditiranje in storitve. Ko banke ponujajo storitev kupcem, lahko v zameno zahtevajo minimalna stanja depozitov kupcev pri njih z namenom pomoči pri kritju stroškov ali vzdrževanju minimalnih stanj na računih ali terminskih depozitov;
- **špekulativni motiv** – omogoča podjetjem, da izkoristijo prednosti potencialnih dobičkonosnih priložnosti, kar pomeni, da v poslovnih stikih omogoča boljše pogajalsko pozicijo in izkoriščanje posebnih priložnosti. Na splošno je špekulativni motiv najmanj pomemben z vidika likvidnosti podjetja;
- **varnostni motiv** – podjetja držijo varnostne rezerve denarnih sredstev z namenom ohranjanja denarnih stanj, ki bi zadovoljila možne, vendar še neznane neugodne sezonske vplive in ciklična nihanja. V dejanski poslovni praksi je previdnostni oziroma varnostni motiv sestavljen iz vseh likvidnostnih sredstev, ki poleg denarja vključujejo tudi zaloge in terjatve.

#### 1.4.1 Likvidnostna rezerva

Podjetja veliko časa posvečajo ohranjanju primerne ravni likvidnosti poslovanja. Ravno zaradi tega pogosto oblikujejo likvidnostno rezervo, ki pomeni določeno vrednost nad minimalnimi denarnimi sredstvi, v primerih, ko denarna sredstva ne zadoščajo za plačilo zapadlih obveznosti.



Vrednosti likvidnostne rezerve pa ni enostavno določiti, saj je odvisna od več dejavnikov (Mikerević, 2009, str. 449):

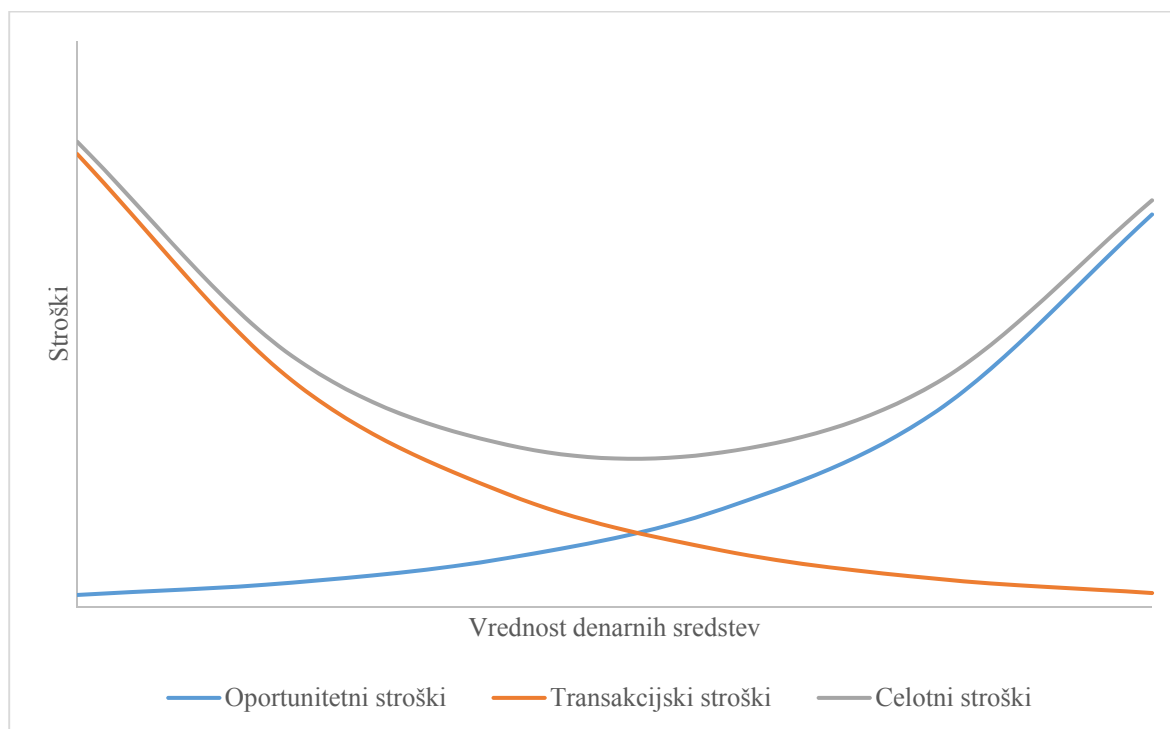
- usklajenosti kratkoročnih prilivov in odlivov ter stopnje verjetnosti, da se usklajenost ne spremeni. Če je sinhronizacija kratkoročnih denarnih prilivov in odlivov velika in če obstaja velika verjetnost, da ne bo prišlo do spremembe sinhronizacije, so primerne manjše likvidnostne rezerve. Ravno nasprotno pa, če je stopnja tveganja izterjave terjatev visoka ali če v kratkem času pričakujemo večji odliv denarnega toka, potem mora podjetje imeti v sredstvih večje tekoče rezerve;
- pomembnosti pravnih in tržnih sankcij za primer nelikvidnosti. Pravne sankcije so tiste, ki jih predpiše zakonodajalec in posledično predpisujejo, da se na primer insolvenčni družbi prepove oziroma omeji naložbe ali porabo sredstev v določenih namenih. Lahko tudi zahteva, da nelikvidno podjetje sanira z upniki, saj zakon podjetje v primeru neuspešne poravnave sili v stečaj. Na drugi strani so tržne sankcije, ki jih sprejmejo upniki nelikvidnega podjetja. Lahko so zelo različne, z večjo ali manjšo stopnjo strogosti. Takšne sankcije so na primer zaračunavanje zamudnih obresti, ustavitve dobave blaga oziroma opravljanja storitev, spremembe kreditnih pogojev (plačilo po predplačilu, avansi itd.), zahtevana jamstva, garancije ipd.

#### **1.4.2 Baumolov model upravljanja z denarnimi sredstvi**

Podjetja v zasledovanju optimiziranja sestave bilance stanja iščejo optimalne ravni vsake podvrste sredstev. Ena izmed teh podvrsti je tudi iskanje optimalne velikosti denarnih sredstev, ki jih dosežemo v primeru, ko minimiziramo tako transakcijske kot tudi stroške držanja gotovine oziroma celotne skupine denarnih sredstev (Mikerević, 2009, str. 451).

William Baumol je v svoji raziskavi prvi opozoril, da je stanje denarnih sredstev v marsičem podobno stanju zalog, kjer bi lahko svoj model optimalne količine naročila uporabil tudi za določitev optimalne vrednosti denarnih sredstev. Model predvideva enakomerno porabo denarnih sredstev (na primer 1 mio d. e. na teden) ter enakomerne prilive (na primer 0,9 mio d. e. na teden). Tedenski odlivi podjetja oziroma potreba po vrednosti denarja (na primer 0,1 mio d. e. na teden) je prikazana na Sliki 7 (Brigham & Daves, 2013, str. 880).

Slika 7: Baumolov model



Vir: E.F. Brigham & P.R. Daves, *Determination of the Target Cash Balance* 2013, str. 882, slika 22.2.

Model je namenjen podjetjem, ki izpolnjujejo zahteve za izdajo kratkoročnih vrednostnih papirjev na denarnem trgu, poleg tega pa imajo stalne denarne prilive in odlive (Mikerević, 2009, str. 451). Pri prodaji vrednostnih papirjev nastanejo stroški borznoposredniške hiše, bančni stroški ali drugi transakcijski stroški, torej bo držanje večjih vrednosti denarnih sredstev zmanjšalo transakcijske stroške, povezane s pridobivanjem denarnih sredstev. Na drugi strani pa denarna sredstva kot taka niso dobičkonosna, zato večje povprečne vrednosti denarnih sredstev povzročajo večje oportunitetne stroške. To so prihodki, ki bi lahko nastali, če bi denarna sredstva investirali v druge vrednostne papirje ali druga sredstva. Optimalna denarna sredstva se izračuna na podlagi enačbe (4) (Brigham & Daves, 2013, str. 881).

$$\text{celotni stroški } (TC) = \text{oportunitetni stroški} + \text{transakcijski stroški} \quad (4)$$

$$TC = (\text{povprečno stanje denarnih sredstev}) * (\% \text{ oportunitetni strošek}) + (\text{število transakcij}) * (\text{strošek transakcije}) \quad (5)$$

$$TC = \frac{C}{2}(r) + \frac{T}{C}(F) \quad (6)$$

$$C = \sqrt{\frac{2(F)(T)}{r}} \quad (7)$$

Baumolov model upravljanja z denarnimi sredstvi je v primerjavi z ostalimi modeli močno poenostavljen, vendar pa lahko z enostavnimi predpostavkami dokaj natančno določimo dejanske ciljne vrednosti denarnih sredstev. Najpomembnejša predpostavka je stabilen in predvidljiv denarni tok, ki ne upošteva sezonskih oziroma cikličnih gibanj (Brigham & Daves, 2013, str. 883)

### 1.4.3 Miller-Orrov model upravljanja z denarnimi sredstvi

Naslednji obravnavani model velja za podjetja, ki imajo neenakomerne prilive in odlive denarnih sredstev med letom, in se lahko uporablja za podjetja, ki izpolnjujejo zahteve za izdajo oziroma prodajo kratkoročnih vrednostnih papirjev. Model poleg optimalne vrednosti omogoča tudi določitev meje maksimalnih denarnih sredstev. Informacije, ki jih potrebujemo, da lahko uporabimo model, so (Mikerević, 2009, str. 450):

- poznani transakcijski stroški, ki nastanejo pri nakupu ali prodaji kratkoročnih vrednostnih papirjev,
- standardni odklon dnevnega stanja denarnih sredstev,
- obrestna mera za kratkoročne vrednostne papirje in
- stanje minimalnih sredstev.

Ko poznamo vse našteje kategorije, lahko stanje optimalne velikosti denarnih sredstev izračunamo s pomočjo enačbe (8).

$$Z = \sqrt[3]{\frac{3B\delta^2}{4i}} + L, \quad (8)$$

kjer so:

- $B$  – fiksni stroški posamezne transakcije kratkoročnih vrednostnih papirjev,
- $\delta^2$  – varianca dnevnih denarnih sredstev,
- $i$  – dnevna obrestna mera kratkoročnih vrednostnih papirjev in
- $L$  – minimalno stanje denarnih sredstev.

Za izračun optimalnega stanja gotovine uporabimo enačbo (8), ter za maksimalno stanje denarnih sredstev enačbo (9).

$$\text{Max stanje denarnih sredstev} = 3Z - 2L \quad (9)$$

Za primer vzemimo naslednje podatke: minimalni saldo gotovine je 7.000 d. e., standardni odklon dnevnega obsega gotovine je 2.200 d. e., fiksni stroški ene transakcije so 400 d. e. in letna obrestna mera na kratkoročne vrednostne papirje je 10 %, kar pomeni, da je dnevna obrestna mera  $0,027778 \% = (10/360)$ .

Optimalna količina denarnih sredstev je tako:

$$Z = \sqrt[3]{\frac{3 * 400 * (2.200)^2}{4 * 0,000278}} + 7.000 = 24.413 \text{ d. e}$$

## 1.5 Zaloge

Zaloge obravnava SRS 4, kjer so zaloge definirane kot »sredstva v opredmeteni obliki, ki dobo porabljena pri ustvarjanju proizvodov ali opravljanju storitev oziroma pri proizvodnjanju za prodajo ali prodana v okviru rednega poslovanja« (SRS 4, 2016, str. 48). Zaloge so kratkoročna sredstva, ki se v knjigovodskih razvidih oziroma bilanci stanja prepoznajo, če obstaja verjetnost, da bodo pritekale gospodarske koristi, povezane z zalogami, ter je možno stroškovno, nabavno oziroma pošteno vrednost zanesljivo izmeriti (SRS 4, 2016, str. 49; Odar, 2011, str. 155).

Zaloge razdelimo v tri večje skupine (SRS 4, 2016, str. 49; Odar, 2011, str. 155):

- zaloga materiala – vključuje zaloge v skladišču, dodelavi in predelavi in tudi na poti od dobavitelja, če je kupec že prevzel tveganja in koristi dane zaloge. Do nabavne vrednosti 500 EUR se lahko šteje med zalogami materiala tudi drobni inventar,
- zaloga nedokončane proizvodnje oziroma zaloga v postopku proizvodnje zajema polproizvode in nedokončano proizvodnjo. Obsega lahko tudi opravljene storitve, ki bodo do konca obračunskega leta že dokončane, vendar od naročnika še ne prevzete oziroma potrjene,
- zaloga trgovskega blaga in proizvodov – je zaloga, ki je namenjena prodaji in zajema blago in proizvedene proizvode v skladišču oziroma na poti, dokler tveganje ne preide na kupca.

Upravljanje zalog (angl. *inventory management*) se je v uspešnih podjetjih razvilo v pomemben proces pri zmanjševanju sredstev podjetij. Ravno informacijska tehnologija je omogočila splošno zmanjšanje ravni zalog, kjer so se nato uveljavile tehnike, kot so »Just-in-time«, dobava blaga od dobaviteljev v proizvodnjo ali prodajno enoto in podobne. Bistvena posledica takšnih tehnik so močne tkane vezi ali zelo tesen odnos med glavnimi dobavitelji in večjimi kupci, ki so medsebojno povezani z elektronsko izmenjavo podatkov (angl. *EDI – electronic data interchange*), prek procesnega in proizvodnega planiranja. Ravno takšne močne vezi omogočajo pravočasno koordinacijo oziroma usklajevanje procesov z namenom zmanjšanja zalog tako pri dobaviteljih, podjetjih in kupcih (Helfert, 2000, str. 70).

Vodstvo financ oziroma finančni oddelek nosi odgovornost za financiranje zalog, kjer se zasleduje cilj maksimalne dobičkonosnosti, zato se v nadaljevanju usmerim na finančni vidik upravljanja z zalogami.

V teoriji obstajata dva glavna cilja upravljanja z zalogami (Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 594):

- zagotovitev, da ima podjetje vedno dovolj zalog za nemoteno opravljanje svoje dejavnosti,
- zagotovitev, da so stroški naročanja in držanja zalog na najnižji ravni.

Obstajajo stroški, ki so posredno povezani s stanjem pomanjkanja zalog. V takšnih primerih lahko stroški močno narastejo, saj morajo že v začetku naročiti pogosteje, kar poveča stroške naročanja. Še veliko bolj problematično v zvezi s premalo zalog je to, da lahko podjetje izgubi dobičkonosno prodajo ali celo dobro ime, kar spet vodi k nižji prodaji (Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 594). Kljub temu da je upravljanje zalog v neposredni odgovornosti vodij proizvodnje in vodij operacij, je zaradi velikih investicij v zaloge glavna odgovornost preložena prav na finančnega direktorja. Torej bi moral biti cilj podjetja hitro pretvarjati zaloge iz ene oblike v drugo oziroma da se te čim hitreje spremenijo v terjatve do kupcev. Odgovorni mora kljub temu vedno paziti na primerno raven zalog, kjer lahko zadosti povpraševanju in s tem posledično zmanjša primere pomanjkanja zalog. Ravno tako lahko na končni dobiček vplivajo odpisi zalog, ki so posledica nekurantne zaloge (William, 2006, str. 764).

Investicije v zaloge morajo biti ovrednotene v povezavi s prihodki in stroški oziroma v poenostavljenem primeru, vsaka dodatna investirana denarna enota v zaloge mora temeljiti na dodatnih donosih. S vidika poslovnih financ, zmanjšanje ravni (vrednosti) zalog povečuje donose, saj lahko prosta denarna sredstva investiramo v bolj donosne naložbe. Na drugi strani pa prodajni in proizvodni oddelki v podjetjih težijo k čim večjim zalogam, da lahko tako nemoteno opravljajo proizvodni proces in kjer si tržniki lahko olajšajo delo z večjim izborom izdelkov. Prav tako nabavni oddelki težijo k naročanju večjih naročil, kjer lahko zmanjšajo stroške transporta in pridobi količinske popuste (Berk et al., 2002, str. 284). Z namenom optimiziranja upravljanja zalog je treba dnevno usklajevanje nasprotujočih sil iz področja financ, proizvodnje, nabave in trženja (William, 2006, str. 764).

Finančni direktor mora vse te želje uskladiti in jih optimizirati, saj bi podjetje v nasprotnem primeru imelo preveč denarja vezanega v zalogah, za kar je, kot smo že spoznali, treba zagotoviti finančna sredstva (Berk et al., 2002, str. 284).

Stroške, ki nastajajo zaradi upravljanja z zalogami, delimo v dve skupini (Berk et al., 2002, str. 283):

- stroške držanja zalog, ki jih naprej delimo na:
  - stroške financiranja,
  - stroške hranjenja in vzdrževanja,
  - stroške zavarovanja ter
  - stroške poškodb in uničenja;
- stroške naročanja oziroma transporta in prevzemanja blaga, ki jih delimo na:
  - stroške naročanja ter
  - stroške transporta in uskladiščenja.

V primeru, da je možno dane stroške naročanja in držanja zalog vrednostno oceniti, lahko s pomočjo modela optimalne količine naročila (angl. *Economic Order Quantity*, v nadaljevanju EOQ) določimo optimalen obseg naročila ter optimalno raven zaloge. Izbrani model je v številnih primerih praktičen, vendar ima slabost v tem, da ne upošteva stroškov prenizke ravni zaloge, ki nastanejo posredno prek upada dobičkonosne prodaje, izgube tržnega deleža, dobrega imena ter problemov v proizvodnem procesu (Berk et al., 2002, str. 285).

Z vidika poslovnih financ bi bilo za podjetje optimalno, da nima zalog do trenutna njihove porabe (materiala ali polizdelka) oziroma do prodaje (izdelkov in blaga), vendar je lahko to zgolj teoretični cilj podjetja. Celotna filozofija upravljanja z zalogami tako izvira iz minimalnih zalog, kjer ni ogrožen proces proizvodnje in prodaje (Mikerević, 2009, str. 410).

Kot je opisano v prejšnjih odstavkih, podjetja iščejo načine, kako bi optimizirala raven zalog, vendar pa si lahko pomagajo z nekaterimi uveljavljenimi modeli upravljanja zalog. V nadaljevanju opišem nekatere izmed njih.

### **1.5.1 Model ravnanja z zalogami »Just-in time«**

Model oziroma način upravljanja podjetja »Just in time« (v nadaljevanju JIT)<sup>3</sup> je bil razvit na Japonskem in ga danes uporabljajo uspešna podjetja iz vsega sveta. Cilj uvedbe sistema JIT je, da se proizvaja čim bolj učinkovito in da se stroški držanja zalog zmanjšajo na najmanjšo možno raven (Mikerević, 2009, str. 432). Najbolj znani primer podjetja, ki uporablja model JIT, je podjetje Toyota. Bistvena razlika glede lokacije dobaviteljev v primerjavi s klasičnimi modeli je v tem, da jih poskušajo privabiti in ohraniti v bližini svojih tovarn. Dobava materiala oziroma polizdelkov je vezana na hitrost njihovega proizvodnega procesa, kjer material dostavijo zgolj nekaj ur, preden se porabi. JIT-model zagotavlja, da

---

<sup>3</sup> Avtorji model »Just in time« prevajajo različno, kjer se uporabljajo poimenovanja, kot so npr. sodobni sistemi za pravočasno dostavo, uporaba dostave v zadnjem trenutku, sistem sprotnih dostav, proizvodni procesi z minimalnimi zalogami ipd.

niti podjetje niti njegovi dobavitelji ne potrebujejo večjih zalog. Na drugi strani pa od vseh sodelujočih zahteva visoko mero usklajevanja in veliko natančnost, saj bi lahko že zgolj nekaj slabih delov oziroma nekaj neprimernega materiala prekinilo proces proizvodnje (Brigham & Daves, 2013, str. 883).

Običajno so dobavitelji pri modelu JIT sposobni odgovoriti z manjšimi naročili, saj so primorani upoštevati kratke dobavne roke. Eden izmed stranskih učinkov modela je v tem, da proizvajalci poskušajo zmanjšati število svojih dobaviteljev z namenom izboljšanja in boljšega nadzora kakovosti ter zmanjšanja kompleksnosti naročanja in dostave. Sistem predvideva spremembo in temeljno reformo proizvodnega in nabavnega procesa. Za pravilno izvedbo spremembe organizacije podjetja v smeri JIT so v večini primerov potrebna velika vlaganja v zaposlene na vseh ravneh organizacije ter velika tehnološka oziroma informacijska podpora tako na strani proizvajalcev in njihovih procesov kot tudi dobaviteljev (Block & Hirt, 2000, str. 199).

Posledica JIT-modela oziroma sistema poslovanja je velikansko zmanjšanje ravni zalog v podjetjih, ki so uvedla takšen sistem. To se kaže tudi skozi ekonomsko statistiko, kjer se delež zalog v prodaji že skozi več desetletij opazno zmanjšuje. Veliko analiz in raziskav je bilo opravljenih v zvezi z zmanjševanjem zalog in z veliko verjetnostjo nakazujejo, da je k temu pripomogel obravnavani model. Pomembna posledica, ki je še posebno pomembna za obravnavano magistrsko delo, je tudi to, da je zmanjšanje zalog v procesih in sistemih močno pripomoglo k hitrejšemu in manj težavnemu premagovanju kriznih obdobj (Brigham & Daves, 2013, str. 883). Prav tako obstaja veliko dokazov, da vitka proizvodnja (angl. *lean production*), ki je neposredno povezana ali celo odvisna od JIT-modela, sistematično premaguje oziroma je veliko uspešnejša kot množična proizvodnja (angl. *mass production*) v vseh pogledih – tako v kakovosti, manjših stroških kot tudi boljših storitvah za kupce oziroma stranke (Rafuse, 1996, str. 60).

Za dosego uspehov JIT-modela je potrebno močno sodelovanje tako proizvajalca kot dobavitelja, kjer bodo odnosi med njima vsebovali (Rafuse, 1996, str. 61):

- dolgoročne nakupne oziroma prodajne pogodbe,
- redna in manjša naročila, temelječa na elektronski izmenjavi podatkov (angl. *Electronic Data Interchange*, v nadaljevanju EDI), ter minimalno nestabilnost v naročanju,
- preglede dobaviteljevih proizvodnih obratov, ki temeljijo na strogem nadzoru postopkov,
- povečano preverjanje postopkov izdaje računov, dobavnic, cenovnega ujemanja itd.,
- na strani dobaviteljev uveljavljeno izdajanje računov prek EDI,
- možnost izvedbe kompenzacij prek EDI,
- kratke plačilne roke in
- periodične kontrole administrativnih procesov.

Ravno močno znižanje ravni zalog pripomore k simultanemu izboljšanju denarnih tokov, zmanjšanju stroškov procesnih operacij, znižanju celotnih sredstev ter s tem k boljši dobičkonosnosti poslovanja. Refuse (1996, str. 61) pravi, da prav nobena vodstvena poteza ne generira tolikšnega finančnega vzvoda kot ravno uvedba JIT-modela, saj v tem primeru ne prihaja do kompromisov med zalogami in prodajo oziroma proizvodnjo.

### 1.5.2 Model optimalne količine naročila

Eden od najpogosteje omenjenih modelov pri optimizaciji zalog je prav gotovo model EOQ, kjer moramo najprej določiti stroške naročanja in držanja zalog ter nato združiti obe skupini stroškov z namenom pridobiti celotne stroške zalog. Nato uporabimo optimizacijsko tehniko EOQ, kjer ugotovimo optimalno količino naročil in stanje zalog oziroma točko, kjer so celotni stroški zalog najnižji. Kot pri uporabi takšnega modela v primeru optimalne določitve denarnih sredstev tudi tu model ne upošteva tretje kategorije stroškov, torej stroškov izgube prodaje ali dobrega imena pri kupcih oziroma motenj v proizvodnem procesu zaradi pomanjkanja primernih zalog (Brigham & Daves, 2013, str. 889). Ta model lahko uporabljamo zgolj za večje količine enakih oziroma podobnih izdelkov (William, 2006, str. 765).

Stroške, ki nastopajo pri zalogah, lahko razdelimo v tri skupine (William, 2006, str. 766):

- stroški naročanja (angl. *ordering costs*) vključujejo fiksne režijske stroške pošiljanja in sprejemanja naročila, ki vsebujejo stroške priprave, obdelave, potrjevanja in oddajanja naročilnice, ter stroške sprejemanja naročila in preverjanja naročila napram računu. Poglavitni stroški naročanja pa so običajno transportni stroški;
- stroški držanja zalog (angl. *carrying costs*) so teoretično povsem variabilni stroški na enoto zaloge za specifično obdobje. Vrednoteni so v denarnih enotah na enoto zaloge. Razdelimo jih lahko na neposredne stroške držanja in oportunitetne stroške, ki predstavljajo vrednost donosov naložb, ki so izpadli zaradi dodanega denarja, investiranega v zaloge,
- celotni stroški (angl. *total costs*) so vsota stroškov naročanja in stroškov držanja zalog, kjer je pri modelu EOQ poudarek ravno na celotnih stroških.

Stroški držanja zalog so neposredno sorazmerno povezani s povprečno količino zalog, vendar so odvisni od frekvenc naročil. Podjetje na primer proda S enot izdelkov na leto in naroča enako velika naročila N-krat na leto, kjer nato pomeni, da bo eno naročilo veliko S/N enot izdelkov. V primeru, da se zaloge porabljajo enakomerno skozi celotno leto in se ne upošteva varnostne zaloge, potem je možno povprečno zalogo A izračunati s pomočjo enačbe (10) (Brigham & Daves, 2013, str. 889).

$$A = \frac{\text{Unit per order}}{2} = \frac{S/N}{2} \quad (10)$$



Če je na primer S oziroma letna prodaja podjetja 120.000 enot s štirimi naročili (N), potem je velikost naročila S/N 30.000 enot, kjer je nato povprečno stanje zalog v podjetju skozi leto 15.000.

Zaradi predpostavke glede ničelne varnostne zaloge v na danem primeru predpostavlja, da zaloge s prihodom novega naročila v podjetje narastejo na 30.000 kosov, medtem ko je podjetje ravno pred dospeljem naročila brez zaloge. Torej bo povprečna zaloga 15.000 kosov.

V nadaljevanju predvidevamo, da je vrednost izdelka (P) 2 d. e. Vrednost povprečne zaloge je tako  $(P) \cdot (A) = 2 \text{ d. e.} \cdot 15.000 \text{ kosov}$  oziroma 30.000 d. e. V primeru, da je povprečna tehtana vrednost stroškov kapitala (angl. *weighted average cost of capital*) 10 %, bo imelo podjetje v enem letu 3.000 d. e. stroškov z držanjem zalog. Nato predpostavljamo neposrednih stroškov skladiščenja 2.000 d. e. letno (stroški najema prostora, varovanja, davkov itd.), stroški zavarovanja 500 d. e. ter odpisa vrednosti zalog 1.000 d. e. zaradi amortizacije in zastarelosti. Skupni stroški držanja zalog znašajo 3.000 d. e. + 2.000 d. e. + 500 d. e. + 1.000 d. e. oziroma skupaj 6.500 d. e. Relativno torej stroški držanja zalog v primerjavi s povprečno vrednostjo zalog znašajo 21,7 % (6.500 d. e./30.000 d. e.).

Če definiramo razmerje stroškov držanja zalog s povprečno vrednostjo zalog kot C, potem že lahko izpeljemo enačbo (11) za celotne letne stroške držanja zalog (angl. *total carrying costs*, v nadaljevanju TCC).

$$\text{Letni celoten trošek držanja zalog} = TCC = (C) \cdot (P) \cdot (A) \quad (11)$$

Stroški naročanja – čeprav predvidevamo, da so stroški držanja zalog popolnoma variabilni oziroma premo sorazmerni s povprečno velikostjo zalog, so stroški naročanja pogosto fiksni. Takšni stroški so na primer transport oziroma dostava, izmenjava elektronske pošte, mednarodni telefonski klici ter priprava oziroma zagon proizvodne – so v bistvu fiksni ne glede na velikost naročila. V tem primeru so celotni stroški naročanja zmnožek fiksnega stroška naročila s številom naročil v enem letu. Definirajmo strošek naročila kot črko F, kjer v primeru N naročil v enem letu dobimo enačbo (12) za celotne stroške naročanja (angl. *total ordering costs*), (Brigham & Daves, 2013, str. 890).

$$\text{Celotni stroški naročanja} = TOC = (F) \cdot (N) \quad (12)$$

Enačbo za število naročil lahko preoblikujemo v  $N = S/2A$ , kjer dobimo novo enačbo (13) za izračun celotnih stroškov naročanja.

$$\text{Total ordering cost} = TOC = F \left( \frac{S}{2A} \right) \quad (13)$$

V nadaljevanju sledi enačba (14) za izračun celotnih stroškov naročanja (angl. *total inventory costs*, v nadaljevanju TIC).

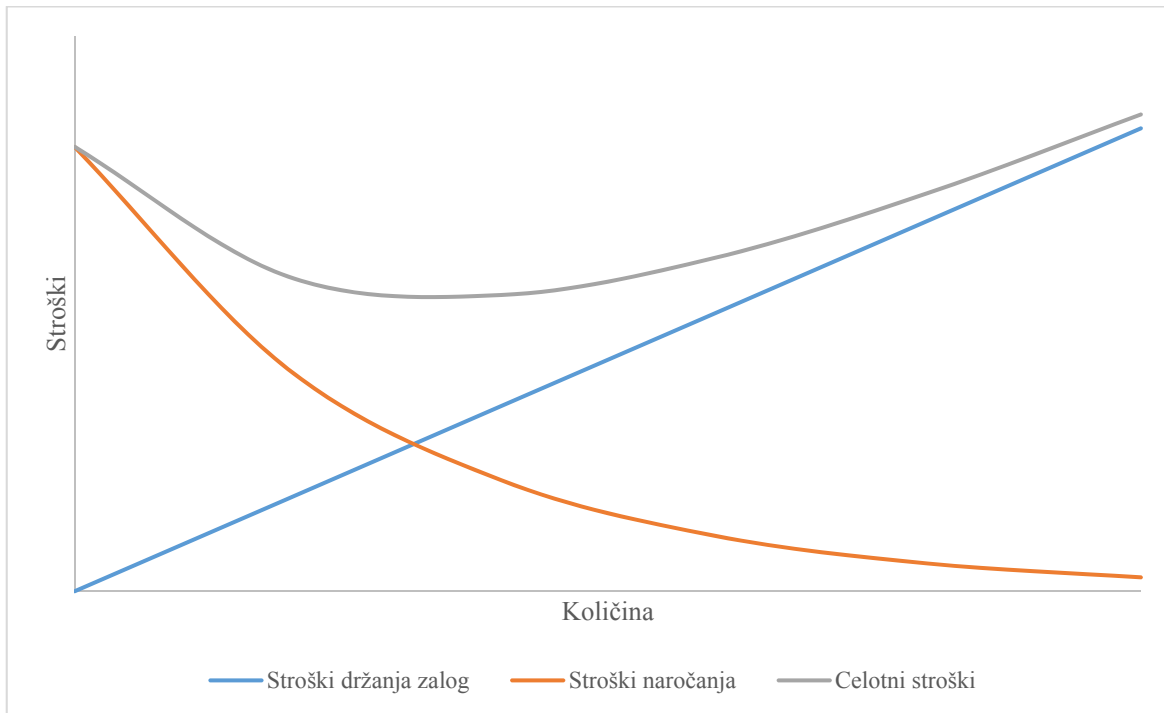
$$\text{Celotni stroški zalog} = TIC = TCC + TOC \quad (14)$$

$$\text{Celotni stroški zalog} = (C) * (P) * (A) + F\left(\frac{S}{2A}\right) \quad (15)$$

$$\text{Celotni stroški zalog} = (C) * (P) * \left(\frac{Q}{2}\right) + F\left(\frac{S}{Q}\right) \quad (16)$$

Prek izračuna in simulacij lahko ugotovimo, kako se gibljejo temeljne predpostavke modela EOQ. Ugotovimo, da z večanjem naročene količine izdelkov stroški držanja zalog naraščajo, medtem ko stroški naročanja glede na količino padajo (Slika 8). Točka optimalnega naročila oziroma EOQ je na presečišču obeh premic oziroma tam, kjer so celotni stroški zalog najnižji (Brigham & Daves, 2013, str. 892). Razlog za upadanje stroškov naročanja je v tem, da so stroški večinoma fiksni, torej so vezani na ponovitev naročil oziroma velikosti posameznega naročila. Če vzamemo v obzir zgolj transportne stroške dobave materiala, bodo stroški v primeru dnevnega naročanja veliko večji kot v primeru letnega naročila, saj bomo za enako količino naročenega materiala potrebovali veliko več transporta in organizacije transporta ipd. V primeru dnevnega naročanja bodo povprečna naročila zelo majhna v primerjavi s tem, če naročilo oddamo enkrat na leto. Glede na Sliko 8 stroški držanja zalog naraščajo z večanjem povprečne velikosti naročil, saj z večanjem naročil naraščajo tudi povprečne zaloge ter s tem stroški skladiščenja, oportunitetni stroški sredstev, ki so investirani v zalogah, stroški zavarovanja, naraščajoči odpisi zalog ipd.

Slika 8: EOQ-model



Vir: E.F. Brigham & P.R. Daves, *Determination of the Optimal Order Quantity*, 2013, str. 892, slika 22.3.

Ko izračunamo optimalno količino naročila, lahko prek enačbe (20) izračunamo optimalno povprečno zalogo podjetja.

Izračun za optimalno količino naročila je naslednji:

$$\frac{d(TIC)}{d(Q)} = \frac{(C)(P)}{2} - \frac{(F)(S)}{Q^2} = 0 \quad (17)$$

$$\frac{(C)(P)}{2} = \frac{(F)(S)}{Q^2} \quad (18)$$

$$Q^2 = \frac{2(F)(S)}{(C)(P)} \quad (19)$$

$$Q = \sqrt{\frac{2(F)(S)}{(C)(P)}}, \quad (20)$$

kjer so:

Q = optimalna količina naročila, ki jo moramo naročiti pri vsakem naročilu,

F = fiksni stroški naročila,

S = povprečna letna količinska prodaja,

C = delež letnih stroškov držanja zalog glede na delež vrednosti povprečne zaloge in

P = nabavna vrednost ene enote zaloge.

Obravnaval sem zgolj osnovni model EOQ, vendar obstajajo nadgradnje danega modela, ki se osredotočajo na vpliv varnostne zaloge, količinskih popustov, inflacije in sezonskega povpraševanja.

### 1.5.3 ABC-sistem

Podjetje, ki uporablja ABC-sistem pri upravljanju zalog, ločuje zaloge v tri skupine: A, B in C. V skupini A so zaloge, ki so po vrednosti največje in predstavljajo običajno kar 90 % celotne vrednosti zalog. Skupina A v večini primerov vsebuje izdelke večje vrednosti. Skupina B je po velikosti druga največja po vrednosti in v povprečju predstavlja okoli 30 % vseh izdelkov v zalogi ter zgolj 8 % vrednosti zalog. Ostale zaloge so v skupini C. Bistvo takšnega sistema je v tem, da se vodstvo in operativa osredotočita na izdelke v zalogi iz skupine A, saj s tem rešita oziroma kontrolirata večino težav, ki lahko nastanejo zaradi slabega upravljanja z zalogami (William, 2006, str. 765).

## 1.6 Terjatve

Terjatve (tako dolgoročne kot kratkoročne) obravnavajo SRS 5 in jih definirajo kot »na premoženjskopравnih in drugih razmerjih zasnovane pravice zahtevati od določene osebe plačilo dolga ali v primeru danih predplačil dobavo kakšnih stvari ali opravitev kakšne storitve«. S pravnega vidika gre pri terjativah za vzpostavljanje pogodbene pravice ene stranke do denarnih sredstev, kjer je druga stranka pogodbeno obvezana izpolniti to obveznost (SRS 5, 2016, str. 53).

Med poslovne terjatve (angl. *operating receivables*) spadajo terjatve do kupcev ali prevzemnikov terjatev prodanih proizvodov oziroma storitev, terjatve do prvin poslovnega procesa, terjatve do zaposlencev (na primer akontacije potnih stroškov, za odškodninske obremenitve), terjatve do države (na primer za odbitni davek na dodano vrednost), terjatve, ki so povezane s finančnimi prihodki (terjatve za obresti, dividende, deleže v dobičku), itd. (SRS 5, 2016, str. 53; Odar et al., 2011, str. 187). V nadaljevanju magistrskega dela podrobneje obravnavam zgolj terjatve do kupcev, saj v večini primerov podjetij predstavljajo največjo skupino terjatev ter je ravno poslovne terjatve možno prek kreditne politike prilagajati oziroma spreminjati glede na cilje podjetja.

Glede na ožji izbor obravnavanih terjatev so terjatve do kupcev predstavljene kot terjatve zaradi prodanih proizvodov, blaga in opravljenih storitev, ki jih lahko razčlenimo na dolgoročne in kratkoročne (SRS 5, 2016, str. 53). Slednje se praviloma unovčujejo najkasneje v letu dni, kjer se terjatve z ročnostjo nad enim letom smatrajo kot dolgoročne (SRS 5, 2016, str. 54).

Poslovne terjatve (v nadaljevanju terjatve) izvirajo iz prodaje izdelkov in storitev podjetij na odlog plačila in so v krogotoku denarja zavedene kot povprečno obdobje unovčevanja terjatev. To obdobje je povprečen čas, ki preteče od prodaje na kredit do obdobja, ko lahko plačilo konvertiramo v denarna sredstva. Kot pri vseh kratkoročnih sredstvih tudi na primeru terjatev nastanejo parcialni interesi. Tako na eni strani vodja zakladništva ali finančni direktor želi prejeti denarna sredstva čim hitreje, saj se drugače povečuje tveganje slabih terjatev oziroma zamujanja s plačili. Prav tako povečanje terjatev povečuje oportunitetne stroške, ki nastanejo zaradi potencialnih nedoseženih donosov na druga sredstva. Na drugi strani pa lahko podjetja uporabijo ugodne kreditne pogoje kot marketinško sredstvo za privabljanje novih kupcev oziroma ohranitev obstoječih kupcev. Tako trženjski oddelki preferirajo blažje kreditne pogoje in fleksibilnost pri izterjavi. Pri mnogih podjetjih so kreditni pogoji potreben pogoj pri določitvi cen proizvodov (William et al., 2006, str. 769).

Podjetja bi na splošno veliko raje prodajala brez prisotnosti terjatev, vendar jih v to prisilijo konkurenčni pritiski. S tem, ko se blago oziroma izdelki odpremi, se hkrati zmanjšajo zaloge ter nastanejo terjatve. Sčasoma bo kupec plačal račun, s čimer bo podjetje prejelo denarna sredstva in stanje terjatev se bo hkrati zmanjšalo. Večja stanja terjatev povzročajo tako posredne kot neposredne stroške, vendar hkrati pospešujejo prodajo (Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 596).

Učinkovito upravljanje terjatev vključuje sodelovanje med prodajnim in tržnim oddelkom, oddelkom storitev za kupce, finančnim in računovodskim oddelkom. Ključna področja, ki jih morajo usklajevati, so (William et al., 2006, str. 770):

- postavitve in komunikacija splošne kreditne politike in politike izvršbe podjetja,
- določitev pristojnosti ter mejnih vrednosti za odobritve kreditnih pogojev (do katerih zneskov lahko odgovorna oseba odobri kreditni limit ipd.),
- upravljanje s procesom izdajanja faktur (angl. *billing*) in z izterjavo z namenom pravočasne in točne izvedbe,
- neprekinjeno posodabljanje knjige oziroma evidence zamudnih terjatev,
- nadzor terjatev tako na ravni kupca kot tudi celote,
- spremljanje zapadlih računov in iskanje potrebnih postopkov izterjave.

Podjetje mora najprej sprejeti odločitev, ali bo sploh koristilo komercialne kredite. Nato so podjetja po navadi prisiljena zaradi tržnih razmer uporabiti politiko kreditiranja kupcev z namenom pospešitve oziroma omogočanja prodaje ali zgolj izenačitve pogojev, ki jih ponujajo konkurenčna podjetja, pridobivanja novih kupcev ali zgolj splošnega ugajanja kupcem. V državah tržne ekonomije so komercialni krediti toliko priznani, da podjetje, ki ne daje trgovinskih kreditov, ne more konkurirati ostalim podjetjem na trgu (Mikerevič, 2009, str. 434).

V prodaji nekončnim kupcem oziroma prodaji med podjetji je pogosto že na začetku treba ponuditi komercialni kredit. To še posebno velja za večja podjetja, ki prodajajo manjšim, saj s tem manjša podjetja pridobijo potrebna sredstva, s katerimi financirajo svojo nabavo izdelkov do njihove končne prodaje. Razlog je predvsem v tem, da manjša podjetja težje dostopajo do drugih virov financiranja (bančno kreditiranje ipd.) ter tako s pomočjo komercialnih kreditov pridobijo potrebna sredstva za poslovanje (William et al., 2006, str. 770). Ravno v primeru ponujanja komercialnih kreditov manjšim podjetjem Panigrahi (2015, str. 4) pravi, da če podjetje ne nadzira svojih dolžnikov, pričnejo dolžniki nadzirati tvoje poslovanje in tako podjetju prinesejo zmanjšanje denarnih tokov kot tudi potencialno soočanje z odpisi dolgov.

Mnoga podjetja vidijo komercialne kredite in kreditne pogoje zgolj kot dodatek k prodajni ceni, s katero nato tekmujejo pri pridobivanju novih kupcev. Med njimi so mnoga podjetja pripravljena v spremembo kreditnih pogojev z namenom pridobitve večjih naročil (Lazaridis & Tryfonidis, 2006, str. 2). Panoga, v kateri se podjetje nahaja, pa v večini primerov diktira podjetju, pod katerimi pogoji bo podjetje ponudilo kreditne limite (William et al., 2006, str. 770). Na splošno velja, da manj kot se podjetje ukvarja s kreditnimi standardi, več časa mora posvetiti izterjavi in obratno (Berk et al., 2002, str. 283).

V današnjih časih imajo podjetja veliko priložnosti, da določene procese na področju komercialnih kreditov in terjatev premestijo k zunanjim ponudnikom storitev (angl. *outsourcing*), kot so na primer uporaba kreditnih kartic, financiranje s strani tretje osebe in faktoring, ki pomeni neposredno prodajo terjatev nekemu tretjemu z določenim popustom (William et al., 2006, str. 770).

### **1.6.1 Kreditna politika**

Podjetja pri oblikovanju ponudbe izdelkov zasledujejo ponudbo, ki je sestavljena iz štirih dejavnikov, ki so: prodajna cena, kakovost izdelka, marketing in kreditna politika. Ravno kreditna politika je izmed vseh štirih komponent v večini primerov najbolj nadzorovana s stani finančnega oddelka in jo sestavljajo štiri spremenljivke (Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 596; Block & Hirt, 2000, str. 189):

- kreditno obdobje (angl. *credit period*), ki je definirano kot dolžina obdobja, ki ga imajo podjetja na razpolago, da plačajo za svoje nabave. Na primer v primeru kreditnega obdobja net 30 je kupec primoran plačati svoje obveznosti v roku 30 dni;
- popusti za predčasno poplačilo obveznosti (angl. *terms of trade*), ki vsebujejo vrednost odstotkovnega popusta ter določilo, za katero obdobje veljajo popusti. Kreditni popusti lahko imajo velik vpliv na povprečno velikost terjatev podjetja. Na primer, če je povprečna dnevna prodaja podjetja 5.000 d. e. in imamo 30-dnevni rok plačila, bo povprečna stopnja terjatev 150.000 d. e. V primeru 60-dnevnega roka plačila pa bo

povprečje terjatev podjetja 300.000 d. e., kjer bo treba najti primerne vire financiranja za dodatnih 150.000 d. e.;

- kreditna boniteta (angl. *credit standards*), ki se nanaša na finančno moč podjetja. Prodaja podjetjem z nizko boniteto pospeši prodajo, vendar prav tako poveča slabe terjatve oziroma odpise. Za določitev bonitete podjetja je potrebno podrobno poznavanje sodelovanja s preiskanim podjetjem, kjer se moramo osredotočiti na predhodne probleme s plačili kupca oziroma zamude s plačili. Prav tako je treba pregledati trenutno finančno stanje in denarne tokove, tržno (ocenjeno) vrednost podjetja in še mnogo drugih finančnih in nefinančnih dejavnikov. Iz bančne terminologije so poznani dejavniki (angl. *5C*), s katerimi lahko ocenimo boniteto podjetja. Ti dejavniki so: odnos oziroma ravnanje podjetja (angl. *character*), kapitalna ustreznost (angl. *capital*), izraba kapacitet (angl. *capacity*), občutljivost (angl. *conditions*) in zavarovanja (angl. *collateral*). Odnos podjetja se navezuje na moralno in etično ravnanje posameznikov, ki naj bi bili odgovorni za pravočasno plačilo obveznosti. Kapitalna ustreznost pokaže potencialne probleme v financiranju obveznosti, kjer moramo vključiti analize dolga in kapitala podjetja kot tudi kazalnike likvidnosti, kazalnike obračanja ipd. Občutljivost se nanaša na povezanost dobička oziroma denarnih tokov s cikličnostjo ekonomije, kjer imajo nekatere panoge večjo cikličnost (avtomobilska, kemična) kot druge. Zavarovanja so definirana v pomenu potencialne neplačljivosti kupca – s kakšno težavo lahko izterjamo kupca oziroma s čim smo zavarovani v primeru izterjave;
- politika unovčevanja terjatev oziroma izterjave (angl. *collection policy*), ki je merjena kot interval strogosti oziroma sproščenosti in se nanaša na unovčevanje oziroma izvršbo zapadlih terjatev. Stroga politika obravnavanja zapadlih terjatev v prvi vrsti pospeši izterjavo, vendar na drugi strani lahko povzroči jezo oziroma nezadovoljstvo kupcev, ki lahko prekinejo sodelovanje z nami. Pri oceni izterjave so pomembni trije kvantitativni kazalniki: povprečno obdobje unovčevanja terjatev, razmerje slabih terjatev v primerjavi s prodajo ter shema starosti neplačanih računov

Podjetja oziroma finančni managerji morajo nadzirati svoje investicije, med katerimi so prav gotovo tudi terjatve do kupcev. Obstaja več načinov oziroma metod, med katerimi so najbolj znani kazalniki dnevi vezave terjatev do kupcev oziroma dnevi izterjave in spisek starosti neplačanih računov (angl. *aging schedule*), (Berk et al., 2002, str. 282).

Pregled starosti neplačanih računov (Tabela 1) nam prikaže število terjatev in njihove vrednosti sumarizirane v določene kategorije, ki nam predstavljajo starost neplačanih računov. Pregleda ne moremo narediti iz sumariziranih finančnih poročil podjetja, temveč jih pridobimo iz pomožnih poslovnih knjig. Vodstva podjetij bi morala konstantno preverjati število dni vezave terjatev kot tudi spisek neplačanih računov. S tem bi pridobili potrebne informacije glede trenda, ki nam prikazuje, kako podjetje vodi kreditno politiko, učinkovitost kreditnega oddelka oziroma oddelka za izterjavo ter ali je kreditna politika primerljiva s podjetij iz podobne ali enake panoge. V primeru povečanja odstotka zapadlih

terjatev mora podjetje pričeti z omejevanjem oziroma s strogostjo pri določitvi kreditne politike (Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 600).

*Tabela 1: Shema starosti neplačanih računov*

Starost neplačanih računov	Število računov	Znesek (v 1000 EUR)	Delež
0 do 14 dni	506	177,6	63,9%
15 do 30 dni	144	67,5	24,3%
31 do 45 dni	46	16,3	5,9%
46 do 60 dni	21	8,9	3,2%
60 do 90 dni	20	7,8	2,8%

*Vir: A. Berk et al., Shema starosti neplačanih računov, 2002, str. 282, tabela 16.1.*

Pri določitvi kreditne politike lahko podjetje izbira med raznovrstnimi plačilnimi instrumenti, ki se večinoma razlikujejo zgolj glede na zaupanje med podjetij. Tako je najvišja stopnja zaupanja prodaja na odprti račun, kar pomeni, da kupec na primer poravnava svoje obveznosti enkrat na mesec. V primeri manjšega zaupanja se lahko stranki dogovorita za pisno obljubo plačila oziroma komercialno menico. V primeru slabše bonitete kupca v poslovanje vstopi banka, ki podpiše bančni akcept. Za banko zavezuje k plačilu za primer neplačila kupca. V primeru najnižjega zaupanja podjetje koristi pogojno prodajo, kjer lastništvo na kupca preide šele, ko v celoti plača blago (Berk et al., 2002, str. 283).

### 1.6.2 Dobičkonosnost investicij v terjatve do kupcev

V primeru sprememb kreditne politike se predvideva, da se bodo posledično spremenili tako obseg prodaje kot tudi stroški izterjave in delež slabih kreditov. Ob sproščeni kreditni politiki se prodaja poveča v večji meri zaradi novega segmenta kupcev, ki imajo nižjo boniteto podjetja. S tem se že na kratek rok lahko povečajo stroški izterjave in obseg slabih terjatev. Tako bo podjetje primorano poiskati dodatna sredstva za financiranje slabih terjatev oziroma povečanje terjatev kot delež sredstev. Pri določitvi optimalne kreditne politike lahko uporabimo nekatere modele oziroma enačbe, kjer lahko izračunamo, katera kreditna politika je najoptimalnejša za naše podjetje.

Za izračun stroškov financiranja terjatev moramo na osnovi novih plačilnih pogojev najprej izračunati dneve vezave terjatev kot tehtano povprečje plačilnih rokov kupcev ( $t_i$ ). Kot je razvidno iz enačbe (21), kot utež uporabimo delež kupcev ( $w_i$ ), ki imajo določene oziroma podobne plačilne roke.

$$\text{Dnevi vezave terjatev kupcev} = DVTK = \sum_n^1 w * t \quad (21)$$

Prek enačbe (23) nato na podlagi treh kategorij izračunamo celoten znesek popustov, kjer predhodno prek enačbe (22) izračunamo znesek slabih kreditov.



$$\text{Znesek slabih kreditov} = \text{Delež slabih kreditov} * \text{Prodaja} \quad (22)$$

$$\begin{aligned} \text{Znesek popustov} = & \quad (23) \\ \text{Prodaja na kredit} * (1 - \text{Delež slabih kreditov}) * \% \text{ popust} \end{aligned}$$

Na koncu pa je, kot je razvidno iz enačbe (24), mogoče stroške financiranja terjatev izračunati kot zmnožek vrednosti prodanega blaga po nabavnih cenah, pomnoženih z obrestno mero, ki smo jo dobili za financiranje obratnega kapitala.

$$\begin{aligned} \text{Stroški financiranja terjatev (SF)} = & \text{DVTK} * \text{Dnevna prodaja na kredit} * \\ & \text{Delež spremenljivih stroškov} * \text{Obrestna mera} \quad (24) \end{aligned}$$

Prek enačbe (24) lahko izračunamo delni izkaz poslovnega izida za različne kreditne politike in ugotovimo, kolikšen dobiček nam prinašajo. Ker smo dobiček dosegali z različnimi velikostmi investicij obratnega kapitala, moramo izračun usmeriti v mejne vrednosti. Prek enačbe (25) lahko izračunamo donosnost kreditne politike tako, da primerjamo znesek dodatnih potrebnih terjatev do kupcev z dodatnim ustvarjenim dobičkom, ki smo ga dobili z novo kreditno politiko (Berk et al., 2002, str. 284).

$$\text{Donosnost kreditne politike} = \frac{\Delta NI}{\Delta \text{Terjatev do kupcev}} \quad (25)$$

## 1.7 Obveznosti do dobaviteljev

V računovodskih izkazih na strani virov sredstev obravnavamo tudi obveznosti iz naslova dolgov, ki jih razčlenjujemo na finančne in poslovne obveznosti (Hočevar et al., 2002, str. 68). Glede na cilje magistrskega dela se v nadaljevanju podobno kot pri terjatvah osredotočam zgolj na poslovne obveznosti do dobaviteljev, med katerimi so obveznosti do kupcev podrobneje opisane.

Poslovno obveznost bi glede na Odar et al. (2011, str. 245) lahko definirali kot pravno razmerje, kjer je ena stranka upravičena od druge zahtevati določeno dajatev ali storitev, in se pojavlja, ker dobavitelji vnašajo v podjetja prvine, ki so potrebne pri ustvarjanju proizvodov in storitev.

Poslovni dolgovi so v različnih oblikah in so lahko predstavljeni kot dobaviteljski krediti za kupljeno blago ali storitve, obveznosti do zaposlencev, obveznosti do države (davki, prispevki, trošarine, ostale javne dajatve) ter so v večini primerov najpomembnejša kategorija obveznosti do kupcev (SRS 5, 2016, str. 71).

Poslovne dolgove tako kot ostale dolgove ločimo na (SRS 5, 2016, str. 73):

- dolgoročni dolg – obveznost, ki zapade v plačilo v obdobju, daljšem od leta dni,
- kratkoročni dolg – obveznost, ki zapade v plačilo najkasneje v letu dni.

Poslednja komponenta denarnega krogotoka je povprečni plačilni rok. Primarni namen kontrole in nadzora obveznosti do dobaviteljev je v analizi prispelih faktur, kjer vodja plačil predvsem preverja usklajenost prejetih faktur z našimi naročili in s prevzetimi količinami ter vrši nadzor nad tem, ali so bili izdelki oziroma storitve naročene od pooblaščenih osebe. Podjetje ima vso pravico izrabiti celotno kreditno obdobje za plačilo obveznosti, kjer pa se kljub temu velikokrat dogodi neetično ravnanje, kjer kupci storitev in izdelkov zavlačujejo s plačili (William et al., 2006, str. 810).

Velikokrat se poraja vprašanje glede sistema poravnavanja obveznosti, torej glede tega, ali uporabiti centraliziran ali decentraliziran plačilni sistem. V centraliziranem plačilnem sistemu so vse prejete fakture poslane v centralni oddelek izplačil, kjer se preveri pooblaščenost faktur in naročil ter hkrati možnost plačila faktur (končni datum ali predhodno z vključitvijo popustov). Centralni sistemi imajo veliko prednosti, kot so na primer koncentracija denarnih sredstev, boljše informacije glede uveljavljanja kreditnih popustov, boljši nadzor ter manjši transakcijski in administrativni stroški. Na drugi strani pa ima centraliziran sistem tudi določene slabosti kot na primer zakasnelo plačevanje faktur, kjer si lahko uničimo dobro ime z dobavitelji ter zamudimo določene kreditne popuste (William et al., 2006, str. 810). Prav tako je ena večjih težav tudi usklajevanje nesporazumov in tožb znotraj centralnega plačilnega oddelka ter oddelkov/managerjev, ki delujejo na lokalni ravni.

Obveznosti do dobaviteljev so znotraj kratkoročnih obveznosti največja posamezna postavka, ki predstavljajo v povprečju 40 % kratkoročnih obveznosti v nefinančnih panogah. Pri manjših podjetjih je odstotek lahko bistveno večji, saj imajo manjša podjetja pogosto težave pri pridobivanju finančnih sredstev iz drugih (bančnih) virov (Brigham & Daves, 2013, str. 821).

Pri poslovanju nastajata dve vrsti posledic glede na obveznosti (White et al., 2002, str. 324):

- poslovne obveznosti do dobaviteljev, ki so najpogostejše in so rezultat kredita podjetja, odobrenega s strani dobaviteljev in zaposlenih,
- predujmi od kupcev, ki nastanejo, ko kupci plačajo za storitve ali izdelke vnaprej. S tem podjetje postane dolžno nuditi storitve ali dostaviti izdelke kupcu v bližnji prihodnosti.

Pri analizi likvidnosti podjetij je še posebej treba razlikovati med predujmi, pridobljenimi od strank, in ostalimi obveznostmi do dobaviteljev, saj pri slednjih pričakujemo odliv denarnih sredstev v prihodnosti, medtem ko bo pri dobljenih predujmih odliv denarnih sredstev manjši od vrednosti predujma. To je še posebno očitno v panogah z visokimi variabilnimi stroški glede na celotne stroške (na primer letalske družbe), saj morajo biti

variabilni stroški manjši od prodajne cene. Torej je na povečanje predujmov treba gledati pozitivno s stališča prihodnjih prihodkov in ne kot na povečanje izdatkov (White et al., 2002, str. 324).

Pri rasti prodaje podjetje povečuje nabave surovin ali trgovskega blaga, ki mu ga dobavitelji dostavijo ter mu določijo plačilni pogoji, ki je običajno podan v naslednji obliki (26) oziroma kot primer (27).

$$\text{Odstotek popusta} / \text{število dni neto plačilni rok} \quad (26)$$

$$2/9 \text{ neto } 21 \quad (27)$$

Glede na plačilni pogoji lahko podjetje izkoristi polni plačilni rok dobavitelja (21 dni) ali pa se odloči za koriščenje popusta (2 % popusta, če plača v 9 dneh). Če se odloči za slednjo možnost, ima na pasivni strani bilance stanja manj obveznosti do virov sredstev, zato predvidevamo, da se bo za preostalo obdobje 12 dni zadolžilo pri banki. Pri odločitvi, ali uporabiti popust ali izkoristiti polni plačilni rok, mora podjetje primerjati stroške tako bančnih posojil kot tudi stroškov obveznosti do dobaviteljev, kjer mora za obe možnosti izračunati letno obrestno mero. Ker bančno obrestno mero lahko eksplicitno pridobimo, je na drugi strani za primerjavo treba ugotoviti, kolikšna je obrestna mera za neizkoriščen popust oziroma po kolikšni letni obrestni meri se financiramo v obdobju, v katerem ne koristimo popusta. Efektivno obrestno mero se tako izračuna s pomočjo enačbe (28) (Berk et al., 2002, str. 248).

$$\begin{aligned} \text{Letna obrestna mera} &= \\ &= \left( 1 + \frac{\text{Znesek popusta}}{\text{Znesek računa} - \text{Znesek popusta}} \right)^{\frac{365}{\text{Rok plačila} - \text{Rok s popustom}}} - 1 \quad (28) \end{aligned}$$

V izračunu oziroma primerjavi obrestnih mer smo predpostavljali, da se podjetje obnaša racionalno, kar pomeni, da izkoristi zadnji dan plačila, ko še pridobi popust, ali zadnji plačilni dan, ki je omenjen v plačilnem pogoju.

## 1.8 Ostala kratkoročna sredstva in obveznosti

### 1.8.1 Aktivne časovne razmejitve

Aktivne oziroma usredstvene časovne razmejitve (v nadaljevanju AČR) je mogoče obravnavati kot terjatve v širšem pomenu, vendar se od njih v določenih primerih razlikujejo (SRS 11, 2016, str. 81). V SRS 11 so AČR definirane kot terjatve in druga sredstva, ki se bodo po predvidevanjih pojavila v roku, za katerega so oblikovane in katerih nastanek je verjeten, velikost pa zanesljivo ocenjena. Terjatve se nanašajo na pravne oziroma fizične

osebe, do katerih bodo tedaj nastale prave terjatve, s sredstvi pa so mišljeni proizvodi ali storitve, ki jih bodo bremenile.

Po SRS 11 vključujejo AČR:

- **odložene stroške** (angl. *deferred costs*), ki so vrednosti izdatkov ali stroškov, ki bodo kasneje kot stroški imeli vpliv na vrednost nastajajočih poslovnih učinkov kot stroškovnih nosilcev,
- **odložene odhodke** (angl. *deferred expenses*), ki so vrednosti izdatkov ali stroškov, ki bodo kasneje kot odhodki imeli vpliv na poslovni izid,
- **nezaračunane prihodke** (angl. *accrued revenue*), ki so prihodki, ki že vplivajo na poslovni izid, kljub temu da še niso plačani, in katerih dolžnika še ni možno opredeliti.

Ob nastanku **odloženi stroški** in **odloženi odhodki** še ne bremenijo dejavnosti, torej še nimajo vpliva na poslovni izid. Ravno tako jih še ne upoštevamo v zalogah ali nabavni vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev, saj bodo šele kasneje kot odhodki imeli vpliv na poslovni izid oziroma jih bomo vračunali v zaloge ali v nabavno vrednost opredmetenih osnovnih sredstev. Posebna vrsta odloženih odhodkov so vrednostnice (angl. *monetary values*), ki jih kljub temu da jih lahko hranimo v blagajni, upoštevamo med AČR (SRS 11, 2016, str. 81). Vrednostnice so najrazličnejši listki z nazivno vrednostjo, ki jih uporabljamo predvsem za plačilo storitev kot tudi blaga. To so lahko na primer koleki, poštna znamke, bloki vozovnic in nalepnice za javni promet, boni za prehrano ipd. (Odar et al., 2011, str. 208).

Kratkoročno odloženi stroški oziroma odhodki lahko nastanejo pri zmanjšanju zalog zaradi okvar, kala, loma, ob nabavi nekaterih storitev ter v drugih primerih. Delitev je možna na kratkoročne in dolgoročne odložene stroške oziroma odhodke (Odar et al., 2011, str. 208).

Na prihodkovni strani pa v skupino AČR prištevamo nezaračunane prihodke, ki se pojavijo, ko v poslovni izid utemeljeno upoštevamo prihodke, ki jih nismo mogli zaračunati oziroma zanje še nismo prejeli plačila in so za razliko od odloženih stroškov oziroma odhodkov vedno kratkoročni (SRS 11, 2016, str. 82; Odar et al., 2011, str. 208).

### 1.8.2 Pasivne časovne razmejitev

Pasivne časovne razmejitev (v nadaljevanju PČR) obravnava SRS 11 kot dolgove v širšem pomenu, saj se razlikujejo od ostalih obveznosti in kapitala.

Glede na SRS 11 jih delimo na:

- **vneprej vračunane stroške**, ki so stroški, ki so že razporejeni po stroškovnih nosilcih ali poslovnih učinkih, čeprav bodo nastali šele v prihodnosti,

- **vnaprej vračunane odhodke**, ki so odhodki, ki imajo že sedaj vpliv na poslovni izid, čeprav bodo izdatki nastali v prihodnosti,
- **odložene prihodke**, ki so prihodki, ki v danem trenutku še ne vplivajo na poslovni izid.

**Vnaprej vračunani stroški oziroma vnaprej vračunani odhodki** (angl. *accrued costs*) nastajajo na podlagi enakomernega obremenjevanja dejavnosti oziroma poslovnega izida, lahko pa tudi z obremenjevanjem zalog s pričakovanimi stroški, ki se do sedaj še niso pojavili (SRS 11, 2016, str. 82).

**Odloženi prihodki** (angl. *deferred revenue*) nastajajo, če še niso opravljene storitve, ki so sicer že zaračunane ali celo plačane. Prav tako v povezavi z njimi ni običajnih obveznosti do kupcev, ki bi veljale kot dobljeni predujmi. Med odložene prihodke lahko uvrščamo tudi državne donacije in podpore, prejete za pokrivanje določenih stroškov (na primer stroškov amortizacije oziroma amortizirljivih sredstev ipd.) oziroma za pridobitev osnovnih sredstev (SRS 11, 2016, str. 82), ki se porabljajo s prenašanjem med poslovne prihodke. Odložene prihodke delimo na kratkoročne in dolgoročne, kjer so dolgoročni namenjeni pokrivanju pričakovanih odhodkov za obdobje, daljše od enega leta (Odar et al., 2011, str. 258).

## 1.9 Gospodarski cikli

Že v začetku je treba določiti pravilno terminologijo glede razlik med poslovnim in ekonomskim oziroma gospodarskim ciklom. Kot že opredeljeno v poglavju o krogu denarja, je **poslovni cikel** podjetja definiran kot čas pridobitve kratkotrajnih sredstev za opravljanje dejavnosti družbe do njihove prodaje. V primeru, da cikel ni jasno določen, ga opredelimo kot obdobje 12 mesecev (Odar et al., 2011, str. 188). Kljub temu nekateri avtorji (Samuelson & Nordhaus, 2002; Groznik, 2002) ekonomske oziroma gospodarske cikle imenujejo poslovni cikli.

**Ekonomski oziroma gospodarski cikli** odražajo delovanje ekonomije kot celote, ki pa jo sestavlja več različnih delov. Ravno raznolikost njenih posameznih delov zagotavlja, da so gospodarski cikli skoraj unikatni. Kljub temu imajo gospodarski cikli skupni okvir, ki se prične z začetkom v obliki korita, nadaljuje z rastjo do vrha in s ponovnim padcem v obliki korita. Gospodarske cikle razdelimo na dve glavni stopnji, recesijo oziroma krčenje in ekspanzijo oziroma razcvet gospodarstva. Gospodarska rast oziroma aktivnost se prične v krizi prek pospešene rasti v ekspanzivno stopnjo in konča v recesiji, ki ji sledi ponoven začetek rasti (velikokrat zaradi vladnih spodbud). Recesija predstavlja pot navzdol gospodarske dejavnosti oziroma teoretično takrat, ko BDP upade v zaporednih dveh kvartalih. Ekonomske cikle je težko določiti po dolžini in časovnih prelomnicah in zgolj retrospektivni pogled velikokrat omogoča določitev obdobja krize in prosperitete (Jones, 2000, str. 339; Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 434).

Samuelson & Nordhaus (2002, str. 433) definirata gospodarski cikel kot »nihanje celotnega narodnega outputa, dohodka in zaposlenosti«. Običajno obdobje cikla v večini gospodarskih panog traja 2–10 let.

Določitev ekonomskih ciklov trenutno poteka prek glavnih kazalnikov gospodarske aktivnosti<sup>4</sup>, ki se razlikujejo glede na to, ali napovedujejo ekonomske spremembe (angl. *leading indicators*) ali pa sporočajo, kdaj so se ekonomske spremembe zgodile (angl. *lagging indicators*), (O'Sullivan, Sheffrin & Perez, 2010, str. 315). Ravno povezanost med gospodarsko aktivnostjo in borznimi tečaji je zanimiva s stališča tega, da so ravno vrednosti delnic, zgodovinsko gledano, najboljši kazalnik prihodnjega stanja gospodarstva oziroma gospodarskih ciklov (Jones, 2000, str. 340).

Večji del analitikov težko napove naslednje krčenje oziroma recesijo gospodarstva, vendar kljub temu obstajajo določene značilnosti začetkov recesij (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 434):

- velik upad potrošniških in trajnih dobrin (še posebej večjih vrednosti, kot so na primer avtomobili),
- zmanjšanje poslovnih dobičkov,
- zmanjšanje povpraševanja po delu, kjer prihaja najprej do skrajševanja delovnih ur ter kasneje do odpuščanj,
- zmanjšanje inflacije zaradi manjšega outputa, posledično manjše povpraševanje po surovinah ter kasnejši upad cen surovin,
- upad investicij podjetij v tovarne in opremo.

Eden izmed ciljev države oziroma njene fiskalne politike je stabiliziranje rasti, kar pomeni, da naj bi takšna politika težila k čim manjšemu odklonu proizvoda oziroma k čim manjši amplitudi gospodarskih ciklov skozi čas (Bajt & Stiblar, 2004, str. 489).

V analizi gospodarskih ciklov moramo upoštevati tako endogene kot tudi eksogene dejavnike gospodarskih nihanj. Med endogene oziroma notranje dejavnike štejemo človeške dejavnike, naravne dejavnike (potresi, poplave, suše), medtem ko med eksogene dejavnike prištevamo razne oblike tujega vmešavanja, gospodarskih in političnih blokad (Bunc & Trop, 1999, str. 162).

Zaradi raznolikosti ciklov oziroma na to navezujočih kriznih obdobjih v nadaljevanju magistrskega dela poskusim opisati zgolj en ekonomski cikel, ki ima trenutno velik vpliv na zdajšnjo ekonomijo ter ostalo družbeno dogajanje po vsem svetu, tj. zadnjo ekonomsko oziroma finančno krizo v obdobju 2009–2010.

---

<sup>4</sup> Kompozitni indeks splošne gospodarske aktivnosti prikazuje, kaj se bo z gospodarstvom zgodilo v bližnji prihodnosti. Sestavljen je iz več delnih ekonomskih kazalnikov, kot so npr. povprečno število delovnih ur v proizvodnih podjetjih, vrednost novih naročil, obrestne mere, število novih prijav brezposelnosti ipd.

## **2 UPORABA KAZALNIKOV PRI OBRATNEM KAPITALU**

### **2.1 Uporabnost in povezljivost kazalnikov plačilne sposobnosti in dni vezave**

Primarni namen uporabe kazalnikov je v prikazovanju primerjave tveganja in dobičkonosnosti podjetij ne glede na njihovo velikost. Kazalniki omogočajo prikazovanje nekega osnovnega profila družbe, ekonomske značilnosti podjetja, njegove konkurenčne strategije, predvsem pa njegovih edinstvenih poslovnih, finančnih in investicijskih značilnosti (White et al., 2003, str. 111).

V literaturi je zaslediti pet skupin razmernostnih finančnih kazalnikov, kjer vsaka skupina prikazuje različen vidik razmerij med tveganji in donosom (White et al., 2003, str. 111; Tržni multiplikatorji, 2016):

- kazalniki obračanja oziroma dni vezave – ocenjujejo prihodke oziroma proizvodnjo glede na sredstva, ki jih ima podjetje,
- kazalniki plačilne sposobnosti – merijo ustreznost denarnih oziroma likvidnih sredstev podjetij, da lahko izpolnijo svoje kratkoročne obveznosti,
- kazalniki plačilne sposobnosti pokritja dolgoročnega dolga oziroma solventnosti – proučujejo strukturo kapitala v podjetju, vključno s kombinacijo lastnih virov financiranja in sposobnostjo podjetja, da izpolni svoje dolgoročne dolžniške in naložbene obveznosti,
- kazalniki donosnosti – merijo dobiček podjetja glede na njegove prihodke in vloženi kapital,
- tržni multiplikatorji – se uporabljajo za merjenje vrednosti delnic oziroma primerjavo med njimi (na primer dobiček na delnico, dividendna donosnost ipd.).

V nadaljevanju magistrskega dela se posvetim zgolj razlagi in analizi kazalnikov obračanja oziroma dni vezave ter kazalnikom plačilne sposobnosti, saj le ta dva sklopa merita učinkovitost in primernost obsega in strukture obratnega kapitala.

### **2.2 Kazalniki obračanja oziroma dni vezave**

Pri kazalnikih obračanja oziroma dni vezave opazujemo razmerja med prodajo oziroma operativnostjo (proizvodnjo, porabo materiala ipd.) ter sredstvi, ki jih potrebujemo za doseganje te ravni prodaje oziroma proizvodnje. Višje kot je razmerje, bolj učinkovito podjetje posluje. Količnike lahko opazujemo v časovnem razmiku in ugotavljamo trende ali pa jih primerjamo z drugimi podjetji v enaki ali podobni panogi ter tako opazimo morebitne pomanjkljivosti ali priložnosti. Kljub temu da kazalniki ne merijo donosnosti neposredno,

so pomemben pokazatelj tega, kakšno raven dobičkonosnosti posamezno podjetje dosega (White et al., 2002, str. 120).

### 2.2.1 Koeficient obračanja zalog

Koeficient obračanja zalog meri učinkovitost upravljanja z zalogami podjetja. Kot je razvidno iz enačbe (29), je mogoče koeficient obračanja zalog izračunati kot razmerje med stroški prodanih proizvodov in povprečnim stanjem zalog. Višje razmerje pomeni, da zaloge ne ostajajo v skladišču, temveč se hitro pretvorijo iz zalog materiala prek zalog nedokončane proizvodnje in zalog dokončane proizvodnje v prodajo.

$$\text{Koeficient obračanja zalog} = \frac{\text{Stroški prodanih proizvodov}}{\text{Povprečno stanje zalog}} \quad (29)$$

Mnogokrat se v izračunih namesto koeficienta obračanja zalog pojavlja inverzna oblika koeficienta, ki se imenuje koeficient povprečnega števila dni vezave zalog (v nadaljevanju DVZ). Izračun je opisan v enačbi (30). DVZ so sestavljeni iz 3 kategorij: DVZ materiala, DVZ nedokončane proizvodnje ter DVZ proizvodov in blaga.

$$\text{Povprečno število dni vezave zalog} = \frac{365}{\text{Koeficient obračanja zalog}} \quad (30)$$

Daljšo obliko izračuna DVZ lahko zapišemo kot v enačbi (31).

$$DVZ = \frac{360}{\frac{\text{Prodaja}}{\text{zaloge}}} \quad (31)$$

Podjetja zasledujejo cilj, kjer prilagajajo proizvodnjo v smeri visoke odzivnosti na tekoče tržno povpraševanje po svojih izdelkih. V tem primeru gre za tip managementa, ki se odziva na povpraševanje. V tem primeru je treba prilagoditi proizvodni proces večji prilagodljivosti in racionalizaciji (Berk et al., 2002, str. 255). Tako lahko podjetja izboljšajo oziroma povečajo koeficient obračanja zalog. Na drugi strani pa morajo podjetja težiti k temu, da ob povečani prodaji ohranjajo enako stanje zalog in s tem povečajo svoj količnik.

V izračunu pogosto zasledimo zgolj stanje zalog na koncu poslovnega leta oziroma 31. 12, saj so podjetja primorana poročati vsaj na ravni konca leta, medtem ko pravilnejši izračun upošteva povprečje obdobja celega leta.

Prav tako se v izračunu koeficienta v imenovalcu pogosto uporablja prodaja namesto stroškov prodanih proizvodov. Razlog je ponovno v poenostavitvi, saj smo primorani v splošnem pri finančni analizi zaradi nerazpoložljivosti podatkov glede stroškov prodanega blaga uporabljati enostavnejšo in veliko bolj dostopno kategorijo prodaje. Vsekakor pa



moramo v primeru dostopa do obeh podatkov dati prednost uporabi finančne kategorije stroški prodanega blaga (Berk et al., 2002, str. 255).

## 2.2.2 Koeficient obračanja terjatev

Podobno kot koeficient obračanja zalog lahko izračunamo koeficient obračanja terjatev (COT), kot je razvidno iz enačbe (32), pa so terjatve vezane predvsem na prodajo, zato v izračunu primerjamo prodajo ter povprečno raven terjatev v letu.

$$\text{Koeficient obračanja terjatev} = \frac{\text{Prodaja}}{\text{Povprečna vrednost prodajnih terjatev}} \quad (32)$$

Enako kot pri dnevih vezave zalog lahko inverzno obliko zapisa koeficienta obrata terjatev zapišemo kot povprečno število dni vezave terjatev (v nadaljevanju DVT), kar vidimo v enačbi (33). DVT (angl. *average collection period* ali angl. *days dales outstanding*) je čas, v katerem morajo kupci plačati za dobavljeno blago oziroma opravljeno storitev (Brigham & Daves, 2013, str. 798).

$$\text{Povprečno število dni vezave terjatev} = \frac{365}{\text{Koeficient obračanja terjatev}} \quad (33)$$

Če zapišemo enačbo DVT (33) v daljši obliki, dobimo enačbo (34).

$$DVZ = \frac{360}{\frac{\text{Prodaja}}{\text{Terjatve do kupcev}}} \quad (34)$$

Koeficient obračanja terjatev pokaže (White et al., 2002, str. 120):

- učinkovitost kreditnih politik podjetja,
- sporoča primerno raven investicij v terjatve, kjer bo podjetje ohranilo oziroma povečalo prodajo.

Za pravilen izračun koeficienta obračanja terjatev mora enačba temeljiti zgolj na terjatvah, pridobljenih iz prodaje proizvodov oziroma storitev. V tem primeru moramo iz izračuna izločiti terjatve iz naslova finančnega poslovanja (razen če je financiranje kupcev eden izmed prodajnih pogojev) ter investiranja oziroma dezinvestiranja (odprodaja osnovnih sredstev). Prilagoditev izračuna moramo narediti tudi v primeru, če nastale terjatve znotraj poslovnega leta prodamo (angl. *factoring*), (White et al., 2002, str. 120).

Ravno koeficient obračanja terjatev je kazalnik, kjer podjetja nočejo preveč izstopati od povprečja. Na primer, če ima podjetje v enaki panogi, kjer je povprečno število dni vezave terjatev 40 dni, vezana sredstva v terjatve v povprečju 80 dni, to nakazuje, da ima podjetje potencialno probleme s »slabimi kupci« oziroma bo moralo oblikovati rezervacije za zapadle

terjatve (angl. *bad debts*). Na drugi strani pa je v primeru krajše vezave terjatev (na primer 20 dni) možno sklepati o prestrogih kreditnih pogojih glede na konkurenco, kar se posledično lahko odraža v manjši prodaji (Reilly & Brown, 2000).

### 2.2.3 Koeficient obračanja obveznosti do dobaviteljev

Koeficient obračanja obveznosti, ki se izračuna na podlagi enačbe (35), prikazuje učinkovitost upravljanja z obveznostmi, ki jih ima podjetje do dobaviteljev.

$$\text{Koeficient obračanja obveznosti} = \frac{\text{Nabave}}{\text{Povprečno stanje obveznosti}} \quad (35)$$

Izračun v inverzni obliki, kjer dobimo kazalnik povprečno število dni vezave obveznosti do dobaviteljev (v nadaljevanju DVO), zapišemo kot v enačbi (36). Prikazuje časovno obdobje, v katerem mora podjetje plačati obveznosti za svoje nabave (Brigham & Daves, 2013, str. 798).

$$\text{Povprečno število dni vezave obveznosti} = \frac{365}{\text{Koeficient obračanja obveznosti}} \quad (36)$$

Za enostaven izračun DVO (angl. *payables deferral period*) uporabljamo enačbo (37).

$$\text{DVO} = \frac{365}{\frac{\text{Nabave}}{\text{Obveznosti do dobaviteljev}}} \quad (37)$$

Kljub temu da so obveznosti do dobaviteljev viri sredstev in ne sredstva, je njihov pomen glede investiranja v obratni kapital zelo pomemben, saj predstavljajo pomemben vir financiranja operativnih dejavnosti. Še posebno kritična je obravnava obveznosti do dobaviteljev v sektorju prodaje na debelo in drobno, saj morajo po večini imeti večje zaloge in s tem večje nabave, kar vsekakor vpliva na velikost obveznosti do dobaviteljev (White et al., 2002, str. 121).

### 2.2.4 Koeficient obračanja (neto) obratnega kapitala

Enačbo za koeficient obračanja obratnega kapitala (38) oziroma dni vezave denarja lahko izračunamo kot razmerje med prodajo in povprečnim obratnim kapitalom podjetja (White et al., 2002, str. 121).

$$\text{Koeficient obračanja obratnega kapitala} = \frac{\text{Prodaja}}{\text{Povp. stanje obratnega kapitala}} \quad (38)$$

Koeficient obračanja obratnega kapitala pove, koliko denarnih enot prodaje je podjetje zmožno ustvariti za eno enoto investirane denarne enote. Raziskovalec lahko prek

koeficienta obračanja zalog, terjatev in obveznosti analizira, kako produktivno so posamezne kategorije uporabljene (Palepu et al., 2004, str. 104).

V inverzni obliki lahko enačbo zapišemo tudi kot povprečne dni vezave obratnega kapitala (v nadaljevanju DVOK), kjer v enačbi (39) število dni v letu primerjamo s koeficientom obratnega kapitala.

$$\text{Povp. št. dni vezave obratnega kapitala} = \frac{365}{\text{Koeficient obračanja obratnega kapitala}} \quad (39)$$

Koeficient predstavlja sumarni kazalnik, ki odraža stanje obratnega kapitala, s katerim lahko vzdržujemo trenutno prodajo podjetja. V izračunu moramo upoštevati zgolj sredstva in obveznosti iz poslovanja, torej moramo iz izračuna izključiti kratkoročni dolg, tržne vrednostne papirje in denarna sredstva (White et al., 2002, str. 121).

Zaradi sestavljenosti kazalnika DVOK, ki ga imenujemo tudi dnevi vezave denarja (v nadaljevanju DVD), lahko kazalnik prav tako izračunamo prek enačbe (40), ki kaže ročnost potrebnega zunanjega financiranja obratnega kapitala (Bert et al., 2002, str. 256).

$$DVD \text{ ali } DVOK = DVZ + DVTK - DVOD \quad (40)$$

Vsa podjetja zasledujejo dneve vezave denarja s tem, ko nakupijo in/ali proizvedejo zaloge, ki jih zadržijo za določeno obdobje ter jih nato prodajo in čez določeno obdobje pridobijo plačilo za njih. Celoten proces imenujemo krogotok denarja, ki je že opisan v prejšnjih poglavjih (Brigham & Daves, 2013, str. 797).

Podjetja z namenom izboljšanja poslovanja stremijo k skrajševanju časa obdelave produktov, čim hitrejši izterjavi kupcev ter podaljševanju plačilnih rokov. Prvo lahko podjetja dosežejo s proizvodno/nabavno učinkovitostjo, drugo s primerno kreditno politiko in tretje s pogajalsko močjo nasproti dobaviteljem. Kljub temu morajo vedno imeti v mislih negativne učinke, ki jih lahko dosežejo z izboljšanjem dni vezave denarja, saj lahko na primer skrajšanje rokov plačila povzroči padec prodaje oziroma prihodkov podjetja (Berk et al., 2002, str. 256.).

Prav tako je možno do določene mere uporabiti spremembe trendov koeficientov obračanja pri napovedi prihodnjih denarnih tokov. Padajoči koeficienti obračanja, ki na primer vključujejo daljšo časovno obdobje pretvorbe zalog v terjatve ter počasno izterjavo, potencialno nakazujejo na to, da se podjetje srečuje s padanjem prodaje, saj je plačilna sposobnost kupcev manj gotova.

V takšnem primeru lahko ima podjetje naslednje posledice (Berk et al., 2002, str. 256):

- rezultat podjetja je previsok, saj bi morale podjetje oblikovati rezervacije za nekurantno zalogo in slabe terjatve,
- podjetje bo primorano znižati raven proizvodnje in s tem izkoriščenost kapacitet,
- v prihodnje lahko podjetje zaide v likvidnostne težave.

V primeru padajočih koeficientov obračanja si lahko pri analizi pomagamo z izkazom denarnih tokov. S tem lahko ugotovimo, ali je glede na krogotok denarja rezultat poslovanja precenjen oziroma podcenjen (White et al., 2002, str. 121).

### 2.3 Kazalniki plačilne sposobnosti

Finančni vzvod omogoča podjetjem imeti večja sredstva od njihovega kapitala. Podjetje lahko poveča svoje vire sredstev z oblikovanjem ostalih obveznosti, kot so na primer dolgoročni ali kratkoročni dolg, obveznosti do dobaviteljev, vnaprej vračunane obveznosti in odloženi davki. Finančni vzvod povečuje ROE (*angl. return on equity*) toliko časa, dokler je strošek obveznosti manjši od donosnosti teh sredstev (Palepu et al., 2004, str. 106).

S tem, ko finančni vzvod povečuje vrednost za delničarje, pa na drugi strani prav tako povečuje tveganje. V nasprotju s kapitalom imajo obveznosti časovno določene obveznosti, ki v primeru finančnih težav na strani poslovanja ustvarijo resne težave za podjetje (Palepu et al., 2004, str. 106). Prav sposobnost, da podjetje plača svoje obveznosti v trenutku njihovega dospelja, imenujemo likvidnost (Mikerević, 2009, str. 268).

Na problem likvidnosti opozarjajo kazalniki plačilne sposobnosti. Analiza likvidnosti primerja denarna sredstva podjetja s svojimi denarnimi obveznostmi. Konceptualno lahko razlikujemo, ali vrednosti, ki jih primerjamo, prihajajo iz bilance stanja (sredstva) ali iz denarnih tokov. V Tabeli 2 vidimo možne konceptualne razlike v razumevanju kazalnikov plačilne sposobnosti, vendar ne glede na vsebinsko razlago v števcu vedno zajemamo podatke o denarnih sredstvih (oziroma denarnih tokovih), s katerimi bomo pokrili v imenovalcu imenovane obveznosti (oziroma tokove), (White et al., 2002, str. 127).

*Tabela 2: Konceptualna razlika v razumevanju enačb kazalnikov plačilne sposobnosti*

	<b>Števec</b>	<b>Imenovalec</b>
Stopnja	Denarna sredstva	Dename obveznosti
Stopnja	Kratkoročna sredstva	Kratkoročne obveznosti
Tok denarja	Denarni tok iz poslovanja	Izdatki iz poslovanja

*Vir: G. I. White et al., Level or flow, 2002, str. 127.*

V splošnem razlikujemo med tremi kazalniki plačilne sposobnosti, ki se razlikujejo po sredstvih, s katerimi krijemo denarne obveznosti.

### 2.3.1 Kratkoročni koeficient

V SRS 29 je kratkoročni koeficient poimenovan kot koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti oziroma krajše kratkoročni koeficient (angl. *current ratio*). Prav tako Kodeks poslovnofinančnih načel (Slovenski inštitut za revizijo, 1998) navaja najpogostejši kazalnik likvidnosti kot kratkoročni koeficient, kjer pa ga starejša literatura imenuje tudi z drugimi imeni, na primer tekoči koeficient, obratni koeficient, splošni koeficient likvidnosti. Kot je ponazorjeno v enačbi (41), koeficient izračunamo kot razmerje med kratkoročnimi sredstvi oziroma kratkoročnimi naložbami ter kratkoročnimi obveznostmi. Osnovna razlaga kazalnika govori o tem, da podjetje lažje zagotavlja plačilno sposobnost, če bodo kratkoročne obveznosti pokrite z večjim zneskom kratkoročnih sredstev oziroma naložb (Bergant, 1999, str. 396).

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{Kratkoročne naložbe}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (41)$$

Ker imajo kratkoročna sredstva in kratkoročne obveznosti podobno dospelost, lahko kratkoročni koeficient obravnavamo kot ključni indeks analiziranja likvidnosti podjetja. Podjetja naj bi zasledovala cilj kazalnika v vrednosti 2, saj lahko v tem primeru pokrivajo svoje tekoče obveznosti z denarnimi sredstvi, ki so bila pretvorjena iz obratnih sredstev. Kljub temu da imajo nekatera podjetja kratkoročni koeficient večji od 2, lahko preidejo v likvidnostne težave, saj je nekatera obratna sredstva težje pretvoriti v denarna sredstva (Palepu et al., 2004, str. 107). V literaturi se podjetje smatra kot likvidno, ko je vrednost kratkoročnega koeficienta 2 ali več (Mikerević, 2009, str. 269), saj takšen delež omogoča krčenje kratkoročnih sredstev v višini 50 %, kjer je podjetje še vedno zmožno kriti tekoče obveznosti (Helfert, 2000, str. 11). V praksi se je izkazalo, da takšna vrednost ni primerno sodilo plačilne sposobnosti podjetja, saj je optimalna velikost kratkoročnega kazalnika odvisna od posebnosti poslovanja podjetja samega in od posebnih dejavnikov, ki nastopajo v panogi. Tako lahko ima podjetje kljub visoki vrednosti kratkoročnega koeficienta blokiran transakcijski račun (Bergant, 1999, str. 396).

Razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi prav tako kaže na stopnjo varnost obstoječih imetnikov terjatev do nas v primeru neplačila. Verjetnost poplačila se večja z večanjem razmerja kazalnika. Z vidika posojilodajalca, tj. naših dobaviteljev, višje razmerje predstavlja določeno rezervo oziroma dodatno varnost za primer drastične izgube vrednosti, če nam posel propade. Veliko večja vrednost kratkoročnih sredstev nad kratkoročnimi obveznostmi bi v primeru poslovnih težav vsekakor do določene mere zavarovala naše upnike, saj bi kljub temu da bi morali naše zaloge prodati pod tržno prodajno ceno ter imeli težave pri unovčevanju terjatev do kupcev, pokrili dobršen del njihovih terjatev do nas (Helfert, 2000, str. 112).

Če pa pogledamo z drugega vidika na kratkoročni koeficient, katerega vrednost je veliko večja kot 2, nam kazalnik lahko signalizira slabe prakse upravljanja s sredstvi. V takšnem primeru lahko kazalnik nakazuje na nepotrebna oziroma previsoka denarna sredstva, na nekurentne ali neodpisane zaloge ali na slabo izterjavo oziroma slabe kupce s problemi plačevanja svojih obveznosti. Prav tako lahko podjetje ob svoji veliki likvidnosti plačuje nepotrebne obresti, saj bi lahko že predhodno odplačalo svoj finančni dolg (Helfert, 2000, str. 113).

### 2.3.2 Pospešeni koeficient

Bolj konservativni koeficient od kratkoročnega koeficienta je pospešeni koeficient (angl. *quick ratio* ali *acid ratio*), ki kaže razmerje med denarnimi sredstvi, kratkoročnimi vrednostnimi papirji ter terjatvami do kupcev v števcu ter kratkoročnimi obveznostmi v imenovalcu, kar lahko vidimo v enačbi (42). V števcu omenjena sredstva predstavljajo veliko bolj zanesljiv način poplačila obveznosti podjetja. Bistvena razlika med kratkoročnim in pospešenim koeficientom je v obravnavanju zalog, saj pospešeni koeficient te upošteva kot najbolj nelikviden del sredstev, s tem pa tudi kot najbolj tvegan, tako po rokih kot tudi po znesku (Bergant, 1999, str. 401). Iz tega izhaja tudi drugi način izračuna pospešenega koeficienta (43). Ta še vedno predvideva, da so terjatve do kupcev likvidna sredstva. Takšno razumevanje je vsekakor pravilno v panogah, kjer imajo kupci dobre bonitetne ocene oziroma so terjatve izterjane v kratkem času (Palepu et al., 2004, str. 107).

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{Denarna sredstva} + \text{Vrednostni papirji} + \text{Terjatve do kupcev}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (42)$$

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{Kratkoročne naložbe} - \text{Zaloge}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (43)$$

Kljub temu da lahko ima podjetje visoko vrednost pospešenega koeficienta, lahko ima blokirane transakcijske račune, kar pomeni, da kazalnik ne sme predstavljati kratkoročne plačilne sposobnosti, ampak zgolj njegovo verjetnost tveganja v prihodnosti (Bergant, 1999, str. 401).

Literatura s področja likvidnosti govori, da je podjetje v primeru, da je splošna vrednost količnika 1 oziroma več kot 1, likvidno, če je manj kot 1, pa je nelikvidno (Mikerević, 2009, str. 268). Kljub nekateri starejši literaturi, ki pravi, da je optimalna vrednost pospešenega koeficienta pri vrednosti 1, vendar za takšno vrednost nimajo niti empiričnih niti teoretičnih osnov. Edina teoretično logična razlaga, ki je veljala kot horizontalno pravilo financiranja podjetja, pravi, da so zaloge v primeru pospešenega koeficienta 1 financirane dolgoročno (Bergant, 1999, str. 401).

V primeru hitre analize podjetja sta oba koeficienta (kratkoročni in pospešeni) koristna, vendar je z operativnega vidika boljše, da analiza likvidnosti temelji na vzorcu prihodnjih denarnih tokov, na katere projiciramo prihodnje prilive in odlive za obdobje, za katero imamo interes (plačilni rok oziroma v primeru posojila dospelost glavnice), (Helfert, 2000, str. 113).

Ne glede na to, ali za analizo likvidnosti uporabljamo kratkoročni ali pospešeni koeficient, se predvideva, da bodo kratkoročna sredstva pretvorjena v denarna sredstva, s katerimi bomo lahko poplačali kratkoročne obveznosti. Kljub temu pa podjetja v realnosti ne spreminjajo svojih kratkoročnih sredstev v denar, saj za ohranjanje svoje operativnosti vedno potrebujejo vsaj minimalne vrednosti zalog in terjatev do kupcev. Če bi podjetja pretvorila celotne terjatve do kupcev in zaloge v denarna sredstva, bi to pomenilo, da so prenehala s poslovanjem. Kot omenjeno v delu magistrskega dela o denarnem krogotoku, je proces povečevanja/pridobivanja zalog, terjatev in plačevanja obveznosti stalen oziroma nedokončen proces. Ravno zaradi tega koeficienti likvidnosti prikazujejo stopnjo varnosti poplačila obveznosti glede na sredstva kot pa glede na pričakovani denarni tok v prihodnosti (White et al., 2002, str. 127).

### 2.3.3 Hitri koeficient

V primeru, da kratkoročni in pospešeni koeficient ne moreta razložiti ravni likvidnosti, je veliko primernejši kazalnik zmožnosti kritja tekočih obveznosti hitri koeficient (angl. *cash ratio*), ki ga izračunamo po enačbi (44) (Palepu et al., 2004, str. 107).

$$\text{Hitri koeficient} = \frac{\text{Denar in denarni ekvivalenti}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (44)$$

Prav tako lahko hitri koeficient, v starejši literaturi poznan tudi kot hitri test, izračunamo po enačbi (45) (Bergant, 1999, str. 403).

$$\text{Hitri koeficient} = \frac{\text{Kratkoročna sredstva-zaloge-terjatve}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (45)$$

Hitri koeficient temelji na predpostavki, da so tudi terjatve tvegana naložba glede na zmožnost hitre pretvorbe v denarna sredstva, zato jih v števcu koeficienta odštejemo, kjer ostanejo zgolj denar oziroma denarni ekvivalenti, ki so teoretično 100 % likvidni (Bergant, 1999, str. 402).

Začetki razvoja financ navajajo različne želene vrednosti koeficienta, ki se gibljejo med vrednostmi od 0,3 do 1 (Bergant, 1999, str. 403; Mikerević, 2009, str. 268). Glede na to, s čim lahko poplačamo obveznosti, je hitri koeficient najbolj konservativno naravnani, saj predvideva, da je zgolj z denarjem in denarnimi ekvivalenti možno poplačati kratkoročne obveznosti (White et al., 2002, str. 127). V modernih časih večina avtorjev izpušča

optimalno vrednost koeficienta oziroma koeficienta kot takega ne omenjajo več. Kljub temu pa v zadnjih obdobjih nekatere empirične raziskave kažejo na to, da ima hitri koeficient še vedno določeno izrazno moč v napovedovanju plačilne sposobnosti podjetij (Bergant, 1999, str. 403).

Najpomembnejša pri razlagi analize likvidnostnih kazalnikov je primerjava med podjetji znotraj panoge in panoge kot celote. V primeru večjih odstopanj je nato treba poiskati globlje vzroke za deviacije in načine, kako bi jih lahko najlažje razložili na primeru izbranega podjetja (Reilly & Brown, 2000, str. 392).

## 2.4 Slabosti, pomanjkljivosti in nevarnosti pri razlagi kazalnikov

Analizi likvidnostnih koeficientov in koeficientov obračanja sta bistveni v vsakršni finančni analizi podjetij. Kljub temu kazalniki temeljijo na implicitnih predpostavkah, ki niso vedno primerne. Koeficienti nas lahko dodatno zmedejo oziroma zavedejo zaradi pomanjkanja oziroma neprimerne uporabe meril, časovnega obdobja, negativnih števil ter razlik glede načina poročanja finančnih poročil. V nadaljevanju so naštet in opisana nekatera področja napak oziroma zavajanj, ki jih je treba upoštevati v analizi (White et al., 2003, str. 112).

**Ekonomske predpostavke.** Razmernostna analiza je v osnovi zasnovana tako, da olajša primerjavo z odpravo velikosti razlik med podjetji v daljšem časovnem obdobju. Ravno zaradi takšne »sorazmernostne predpostavke« lahko v analizi prihaja do določene stopnje napak, saj razmerja med števcem in imenovalcem niso odvisna od velikosti podjetij in njihovih kategorij. Takšna predpostavka torej ne upošteva obstoja fiksnih stroškov (White et al., 2003, str. 112). Tako na primer pri spremembi stroškov prodanih proizvodov (angl. *Cost of goods sold* – COGS) upoštevamo zgolj variabilne stroške, kljub temu da so znotraj te kategorije lahko zajeti tudi fiksni stroški.

Prav tako lahko prihaja do nepravilnosti zaradi implicitne predpostavke linearne povezave med imenovalcem in števcem tudi brez upoštevanja fiksnih stroškov. Tako na primer količnik obračanja zalog predpostavlja linearno povezavo med prodajo in vrednostjo zalog. Na drugi strani pa teorija glede upravljanja z zalogami govori, da moramo v primeru optimiziranja vrednosti zalog slediti načelu povečanja zalog zgolj za kvadratni koren povečanja povpraševanju, kar predstavlja približno 40 % povečanje zalog v primeru povečanja prodaje za 100 %. To posledično pomeni tudi izboljšanje koeficienta obračanja zalog za 40 %. Prikazani primer torej kaže, da je koeficient obračanja zalog neodvisen od velikosti prodaje (White et al., 2003, str. 112).

**Panožne primerjave (angl. *Benchmarks*).** Analizi koeficientov pogosto primanjkuje ustreznih meril, ki bi prikazovala optimalno raven. Za posledico so ocenjevalna razmerja pogosto odvisna od vidika analitika. Na primer visok koeficient plačilne sposobnosti (lahko kratkoročni, pospešeni ali hitri) je z vidika posojilodajalca pozitiven znak, saj je verjetnost



vračila posojila velika. Medtem pa je na drugi strani z vidika investitorja oziroma delničarja takšen visok koeficient lahko znak slabega upravljanja z obratnim kapitalom (White et al., 2003, str. 111).

Da bi kar najbolje ocenili optimalne ravni posameznih koeficientov, analitiki koristijo panožne primerjave oziroma benchmarke, saj (White et al., 2003, str. 111):

- je panožna klasifikacija glavni dejavnik pri pojasnjevanju razpršenosti koeficientov,
- koeficienti posameznih podjetij težijo k zblíževanju proti panožnemu povprečju.

Uporaba panožnega povprečja je lahko koristna za posamezna podjetja znotraj panoge, medtem ko ni primerna za primerjavo med podjetji v različnih panogah. Prav tako ima analiza koeficientov znotraj panoge lahko omejeno uporabnost, predvsem v primerih, ko celotna industrija ali pomembna podjetja v panogi prikazujejo negativne rezultate (White et al., 2003, str. 111).

**Enkratno (letno) zajemanje podatkov.** Podatki, ki jih uporabljamo v analizi koeficientov, so običajno na razpolago le v določenih časovnih trenutkih, ko se izdajajo finančni izkazi. V primeru letnih poročil je ta trenutek velikokrat ravno konec poslovnega leta, kar ustreza nizkemu operativnemu ciklu podjetja. V takšnem primeru stanje sredstev in obveznosti ni primeren pokazatelj povprečnega stanja podjetja skozi vse leto. Še posebno je problematično upoštevati podatke zgolj enkrat na leto v podjetjih, ki poslujejo v panogah z močno sezonsko komponento. Rešitev problema je v zajemanju vmesnih periodičnih (mesečnih, kvartalnih) podatkov, vendar je v mednarodni primerjavi to velikokrat onemogočeno, saj veliko držav od svojih podjetij ne zahteva vmesnih medletnih finančnih poročil (White et al., 2003, str. 113).

**Olepševanje podatkov** (angl. *window dressing*). Zaradi zgolj letnega (v nekaterih primerih tudi kvartalnega ali celo mesečnega) zajema podatkov prihaja do manipulacij koeficientov z namenom olepševanja poslovanja podjetja. Na primer, če je trenutno razmerje kratkoročnega koeficienta 1,5, kjer je vrednost kratkoročnih sredstev 300 d. e. in vrednost kratkoročnih obveznosti 200 d. e. (enačba (46)), lahko zgolj z manipuliranjem z denarnimi sredstvi povečamo vrednost kratkoročnega kazalnika na 2 (enačba (47)). To lahko storimo tako, da pred koncem poslovnega leta plačamo kratkoročne obveznosti z denarnimi sredstvi 100 d. e., s čimer se nam kratkoročna sredstva znižajo za 100 d. e. ter kratkoročne obveznosti povečajo za 100 d. e. (White et al., 2003, str. 113).

$$\text{Kratkoročni koeficient pred spremembo} = \frac{300 \text{ d.e.}}{200 \text{ d.e.}} = \frac{3}{2} \quad (46)$$

$$\text{Kratkoročni koeficient po spremembi} = \frac{300 \text{ d.e.} - 100 \text{ d.e.}}{200 \text{ d.e.} - 100 \text{ d.e.}} = \frac{200 \text{ d.e.}}{100 \text{ d.e.}} = \frac{2}{1} \quad (47)$$

**Negativna števila.** Prav tako si lahko analizo koeficientov razlagamo napačno v primerih, če podatki vsebujejo negativna števila. Ker je v današnjih časih veliko analiz in kalkulacij računalniško generiranih (ter v programih ni primernih omejitev), že v predhodnem pregledu podatkov ne smemo spregledati negativnih števil. Eden izmed primerov napačne interpretacije razmernostnega koeficienta je viden v Tabeli 3.

*Tabela 3: Primer problema negativnih števil na primeru kapitalne donosnosti*

	<b>Dobiček</b>	<b>Kapital</b>	<b>ROE</b>
Podjetje A	10.000	100.000	10%
Podjetje B	-10.000	-100.000	10%

*Vir: G. I. White et al., Return on Equity, 2003, str. 113.*

**Računovodska metoda.** Izbor računovodskih metod lahko močno vpliva na izkaze finančnih poročil. Če podjetja, ki jih primerjamo med seboj, uporabljajo različne računovodske metode ali pa so celo v določenem časovnem obdobju sama spremenile načine računovodskega poročanja, rezultati med seboj niso primerljivi. Za pravilno razlago koeficientov je treba pretvoriti podatke iz ene metode v drugo. Prav tako je za pravilno izvedbo primerljivih analiz potrebno močno razumevanje računovodskih pravil in analitične sposobnosti pri pojasnjevanju rezultatov (White et al., 2003, str. 114).

### **3 EKONOMSKA IN FINANČNA KRIZA NA OBMOČJU DRŽAV ZAHODNEGA BALKANA**

Države Zahodnega Balkana so v zadnjih petindvajsetih letih imela veliko vzponov in padcev na področju gospodarske politike ter drugih družbeno-političnih razmerij. V nadaljevanju magistrskega dela se predvsem osredotočam na gospodarska vprašanja, kjer v ospredju iščem odgovore na vprašanja, zakaj se je gospodarska kriza zgodila, kako so se države na njo odzvale ter kakšne so (bile) posledice zadnje finančne oz. gospodarske krize.

#### **3.1 Integracija z Zahodno Evropo**

Države Zahodnega Balkana so močno integrirane z Zahodno in Srednjo Evropo prek trgovinske menjave, trga dela in financ. Ravno slednje so najhitrejši prevodnik evropskih težav na države Balkana. Države Evropske unije (v nadaljevanju EU) imajo v lasti več kot 90 % bančnih sredstev v državah Zahodnega Balkana in predstavljajo več kot polovico njihovega celotnega izvoza (Ganić, 2012, str. 5). Ob tem ne gre pozabiti nakazil delavcev z območja z denarno valuto EUR, ki predstavljajo kar 10 % BDP Zahodnega Balkana (WorldBank, 2012, str. 25).

Obravnavane države so že v 90. letih stremele k čim višji stopnji integracije s ciljem polnopravnega članstva v EU (Ganić, 2012, str. 2). V 20. letih so dosegle visoko gospodarsko rast. Tuje banke so s povečanim kreditiranjem okrepile regijo, kar je vodilo do povečanega uvoza potrošniškega blaga, motornih vozil ter opreme in strojev za posodobitev proizvodnega sektorja (Bartlett & Prica, 2016, str. 7). Do leta 2008 je trgovinski primanjkljaj znašal povprečno 35 % BDP. Posledično se je povečal mednarodni dolg, ki je v letih med 2003 in 2008 v povprečju znašal 50 % BDP (Bartlett & Prica, 2016, str. 10). V letu 2008 je primanjkljaj plačilne bilance v vseh državah Zahodnega Balkana že presegal 10 % BDP, razen na Hrvaškem in v Sloveniji. Posebej visok delež je bil v Srbiji (17,9 %) in Črni gori (50,7 %). Če bi na račun večjega financiranja s strani tujih bank rasle investicije in bi tako izboljševali gospodarsko rast, to niti ne bi bilo slabo, vendar se je v veliko primerih razcvetelo le potrošništvo (Bartlett et al., 2012, str. 6).

### **3.2 Prenos krize na Zahodni Balkan**

Finančna kriza, ki se je v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) pričela leta 2008, je v sredini istega leta že prizadela finančne institucije Zahodne Evrope. Na finančnem trgu je vladalo nezaupanje in banke so se spopadale z velikimi likvidnostnimi težavami, posledično so zaupanje v banke izgubili tudi investitorji. Banke so močno omejile kreditiranje gospodarstvu, tako da so zaostrile pogoje financiranja in dvignile obrestno mero. Kriza se je iz finančnega sektorja hitro prenesla na celotno gospodarstvo Evrope. V tem obdobju so bile države Zahodnega Balkana zaradi stalne gospodarske rasti, makroekonomske stabilnosti in povečanja investicij še optimistične in se niso zavedale, da se jih zaradi povezanosti z ostalim delom Evrope lahko globalna kriza močno dotakne (Sanfey, 2010, str. 2).

Konec leta 2008 se je pokazalo, da se tudi države Zahodnega Balkana ne bodo mogle izogniti posledicam globalne krize. Prvi problem je bil v tem, da so se finančne institucije in podjetja v regiji financirala predvsem s tujim kapitalom, večinoma iz držav EU. Več kot polovico tujega kapitala v državah Zahodnega Balkana je izhajalo iz Avstrije, Nemčiji in Italije (Arvai, Driessen, & Otker-Robe, 2009, str. 14–19). Slednje države so zaradi problemov doma podražile in omejile financiranje, zaradi česar je bil ogrožen obstoj velikega števila podjetij in finančnih institucij Zahodnega Balkana. Druga težava je bila v tem, da se je zmanjšalo povpraševanje iz glavnih izvoznih trgov, in tretjič se je nekoliko zmanjšala količina nakazil delavcev iz EU. Vse to je pomenilo manjšo kupno moč domačega prebivalstva in ohromilo razvoj majhnih podjetij v regiji (Sanfey, 2010, str. 6). Hkrati je razširjenost posojil v tujih valutah prinesla dodatno skrb nezavarovanim posojilojemalcem zaradi valutnega tveganja (WorldBank, 2012, str. 26).

Posledice prenosa krize iz Zahodne Evrope so vodile do recesije v letih med 2009 in 2012. Povprečna letna stopnja rasti Zahodnega Balkana, ki je pred krizo znašala 5 %, je padla na povprečno 1 % v letih med 2009 in 2012. Istočasno se je stopnja brezposelnosti povečala v

nekaterih državah, kot je na primer Bosna in Hercegovina (v nadaljevanju BiH), preseгла je stopnjo brezposelnosti v Grčiji (Sanfey, 2010, str. 2).

### **3.3 Glavni razlogi za gospodarsko krizo Zahodnega Balkana**

Bartlett et al. (2012) razdelijo razloge za zadnjo gospodarsko krizo na območju Zahodnega Balkana v štiri kategorije:

- bančni sektor in kreditna ekspanzija,
- neposredne tuje investicije (FDI),
- nakazila tujih delavcev (angl. *remittances*) in
- izvoz.

#### **3.3.1 Bančni sektor in kreditna ekspanzija**

Od začetka 20. let ter do leta 2008 so banke Zahodne Evrope širile poslovanje in odpirale podružnice v državah Zahodnega Balkana, ki so bile na eni strani gospodarsko perspektivne in politično stabilne, na drugi strani pa so imele še razmeroma nerazvit finančni trg, zato so tuje banke pričakovale relativno visoke donose v poslovanju. V veliki meri so bile omenjene države zanimive tudi zaradi možnosti morebitnega članstva v EU (WorldBank, 2012, str. 26). S tem so tuje banke pridobile precejšen tržni delež v domačem bančnem sektorju in so ob povečanem povpraševanju po kreditih brez večjih problemov širile poslovanje v regiji. Ob tem velja omeniti, da se je v omenjenem obdobju pred krizo tudi delež danih domačih kreditov zasebnemu sektorju glede na BDP bistveno povečal. Velik delež bančno podprtih investicij s strani domačih bank je imela Slovenija, ki je ostala relativno zadržana glede tujih neposrednih investicij na domačem trgu (Moerec et al., 2012, str. 103).

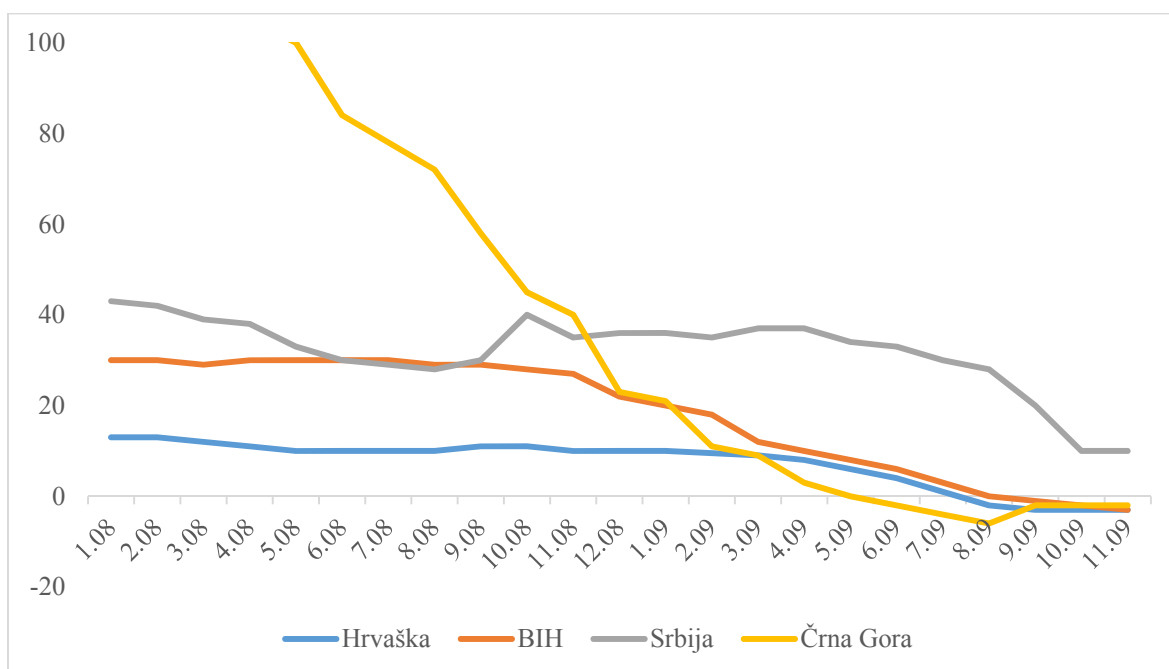
Med letoma 2003 in 2008 je letna stopnja rasti kreditiranja v Srbiji preseгла 30 %. V BiH, Makedoniji in Sloveniji se je povprečna letna stopnja rasti kreditiranja gibala med 20 % in 30 %. Le Hrvaška, ki je imela najvišji delež domačih kreditov glede na BDP v regiji, je zaradi omejitev centralne banke ohranila nižjo letno stopnjo rasti kreditiranja (15 %), (Bartlett et al., 2012, str. 8–12).

Podružnice so se v večji meri financirale le prek svojih matičnih podjetij. Po nastopu krize matične banke niso imele več dovolj sredstev, s katerimi bi financirale svoje podružnice, zato so jim občutno omejile financiranje ali dvignile obrestne mere. Zaradi povezanosti bank je obstajalo veliko tveganje, da se učinki krize ne bodo prenesli samo na podružnice, ampak tudi na druge domače banke, kar je na finančnem trgu povzročilo nezaupanje in še poslabšalo stanje v finančnem sektorju. Banke Zahodne Evrope pa niso bile povezane z Balkanom le prek svojih podružnic. Veliko bank iz zahodnega dela Evrope je bilo neposredno vključenih v financiranje domačih finančnih institucij in podjetij v zasebnem sektorju Zahodnega Balkana. Bankam je zmanjkalo sredstev za nadaljnje financiranje in finančne institucije ter

podjetja Zahodnega Balkana, ki so bila odvisna od tujega kapitala, so ravno tako zašla v težave (Arvai et al., 2009, str. 14–19).

Prihod krize je bistveno upočasnil rast kreditiranja. V večini držav je bila novembra 2009 povprečna letna stopnja rasti kreditiranja še vedno pozitivna, vendar zelo blizu 0 %. V BiH, na Hrvaškem in v Črni gori je bila konec leta 2009 celo negativna, kot je razvidno iz Slike 9 (Sanfey, 2010, str. 8). Financiranje za podjetja je postalo težje dostopno in drago. Do konca leta 2010 je bila povprečna letna stopnja rasti kreditiranja v večini držav že negativna (Bechev, 2012, str. 4). Po letu 2009 je bilo opaziti, da se je stopnja kreditne rasti bolj znižala v državah z višjim deležem tujih bank na trgu (Bartlett et al., 2012, str. 8–12).

Slika 9: Medletna rast kreditiranja po posameznih državah v %



Vir: P. Sanfey, *Credit growth, year-on year change in per cent, 2010, str. 4, slika 7.*

Mednarodna izpostavljenost tujim bankam je po začetku dolžniške krize v EU začela upadati, tuje banke so zmanjšale svojo prisotnost v regiji. Avstrijska banka Hypo Alpe Adria je na primer prodala svoje podružnice v BiH, Črni gori in Srbiji. Tudi Slovenska banka NLB, d. d., je leta 2013 predstavila plan za umik podružnic iz drugih balkanskih držav (Worldbank, 2013, str. 16).

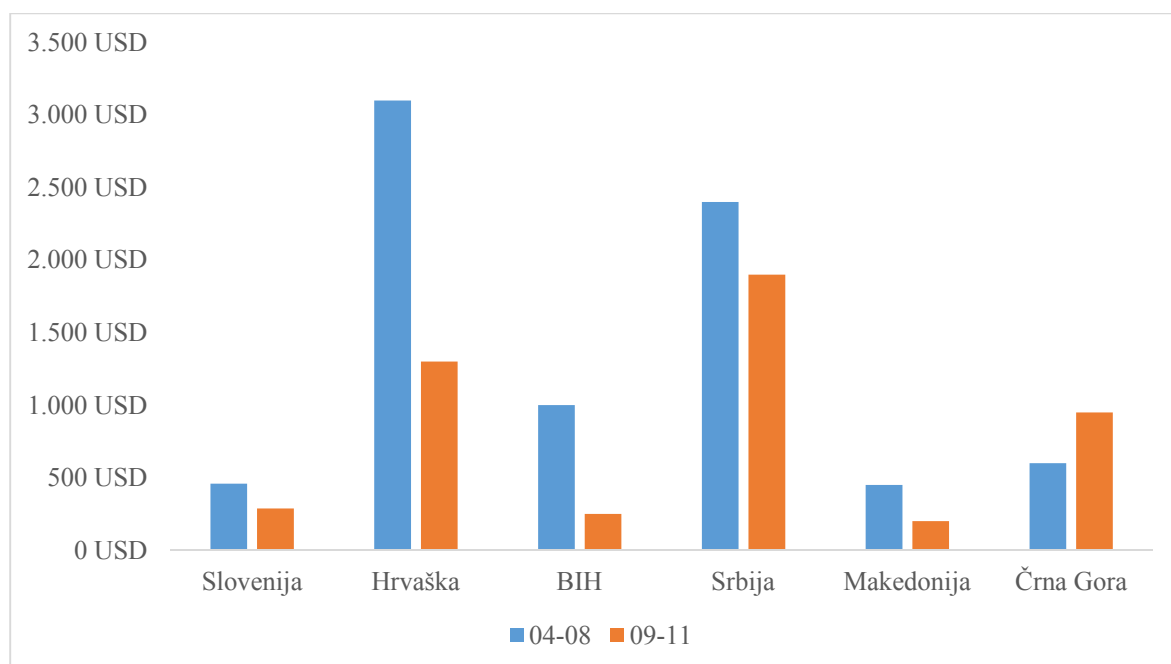
### 3.3.2 Neposredne tuje investicije

Druga pot, prek katere se je dolžniška kriza EU preselila na Zahodni Balkan, so neposredne tuje investicije. Pred krizo je največ omenjenih investicij v absolutnem znesku privabila Hrvaška, polovico manj Srbija, ostale države v regiji pa niso bile tako uspešne. Slovenija je

bila takrat edina, ki je sama investirala v ostale države Zahodnega Balkana. Nekaj let kasneje se je temu pridružila tudi Hrvaška. Največje investicije so bile močno povezane s privatizacijo v sektorjih, kot so telekomunikacije, bančništvo, zavarovalništvo in rafinerije nafte (Bartlett et al., 2012, str. 8–12). Velik delež neposrednih investicij je bilo usmerjenih tudi v proizvodnji sektor, na primer v avtomobilsko industrijo, elektroniko in podobno. Nemčija, Avstrija in Italija pa so največ investirale v tako imenovane greenfield naložbe, kar pomeni ustanovitev novega podjetja na tujem (Ganić, 2012, str. 5).

Po letu 2009 so se neposredne tuje investicije več kot razpolovile. V obdobju pred krizo je regija letno privabila okrog 25 milijard dolarjev neto, v letih od 2009 do 2011 pa samo še 12 milijard dolarjev letno. Največji padec je glede na investicije v prejšnjih letih doživela Hrvaška, kot je razvidno iz Slike 10. Nasprotno sliko pa kaže Črna gora, vendar zaradi nekaj večjih privatizacij. Glavni razlog za strm padec neposrednih tujih investicij je poleg pomankanja sredstev za investicije upad naklonjenosti investorjev k tveganju (European Bank, 2012, str. 4).

*Slika 10: Neposredne tuje investicije*



*Vir: P. Sanfey, Credit growth, year-on year change in per cent, 2010, str. 6, slika 4; UMAR 2015, 2015.*

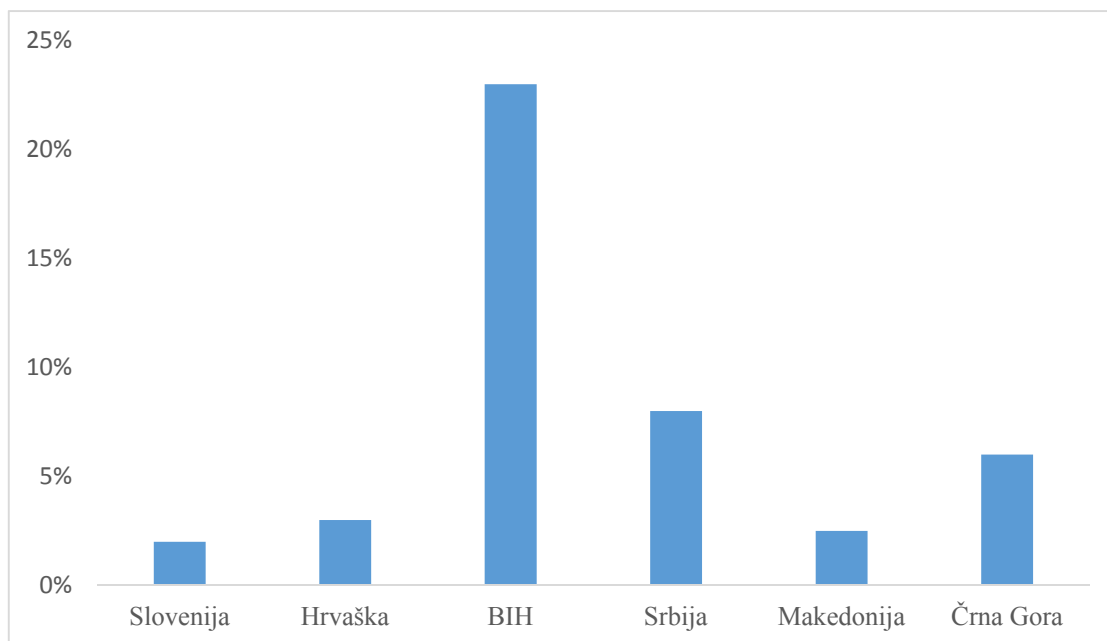
Študija Moerec & Raškovič (2012, str. 111), izvedena na podlagi manjših in srednje velikih podjetij v Sloveniji, potrjuje hipotezo, da je globalna finančna kriza vplivala na obseg investicij.

Neposredne tuje investicije so se v letu 2011 vrnila na Zahodni Balkan, z izjemo Srbije, kjer so bile leta 2012 še vedno pod ravno iz leta 2008 (Bechev, 2012, str. 5).

### 3.3.3 Nakazila delavcev iz tujine

Nakazila delavcev iz tujine (angl. *remittances*) so se v 20 letih povečevala vse do začetka finančne in gospodarske krize. Imela so pomemben vpliv na ohranitev potrošnje, spodbujanje oblikovanja človeškega kapitala in zmanjšanje nestanovitnosti. Poleg tega so bila kot eden ključnih virov priliva tuje valute v regijo pomembna za kritje plačilnobilančnega primanjkljaja. Posredno so tako pozitivno vplivala na gospodarsko rast (Kapetanović et al., 2012, str. 694).

Slika 11: Delež nakazil delavcev iz tujine glede na BDP posamezne države v letu 2008



Vir: R.S. Kapetanović et. al., *Average value of worker's remittances as % of GDP for countries in our sample*, 2012, str. 697, slika 2.

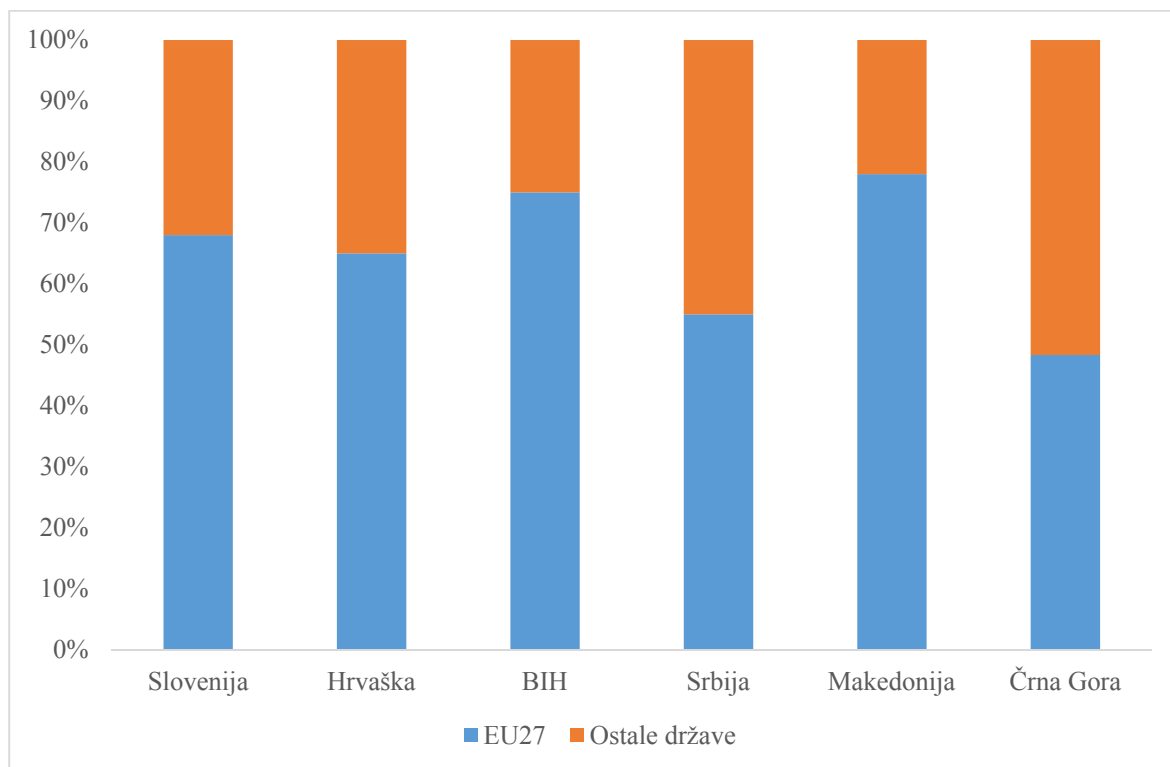
Kljub gospodarski rasti pred nastopom krize se v državah Zahodnega Balkana ni odpiralo veliko novih delavnih mest in stopnja brezposelnosti doma je ostala razmeroma visoka, kar je privedlo do odhoda delavcev na delo v tujino. Evropska dolžniška kriza pa je privedla do upada proizvodnje in posledično do zmanjšanja povpraševanja po delavcih iz držav Zahodnega Balkana v Zahodni Evropi. Slednje je privedlo do problemov z brezposelnostjo doma, predvsem med neizobraženim kadrom, mladimi in ženskami ter do zmanjšanja nakazil delavcev iz tujine. Oboje je vplivalo na kupno moč prebivalstva in pomenilo velike finančne težave tako za gospodinjstva kot tudi za manjša podjetja (Snoy, 2011, str. 3).

Upad nakazil iz tujine je najbolj prizadel BiH, Srbijo in Črno goro, ki so imele najvišji delež omenjenih nakazil v svojem BDP, v BiH je ta delež znašal celo več kot 10 % BDP. Točne podatke o nakazilih iz tujine je zaradi njihove narave težko pridobiti, tudi sicer je njihova točnost navadno vprašljiva (Bartlett et al., 2012, str. 8–12).

### 3.3.4 Izvoz

EU je glavni trgovinski partner za Zahodni Balkan, zato ni presenetljivo, da je eden od glavnih mehanizmov prenosa krize upad povpraševanja EU po izvozu iz držav Zahodnega Balkana (Bartlett et al., 2012, str. 8–12).

Slika 12: Delež izvoza posameznih držav v EU-27 in ostale države



Vir: P. Sanfey, *Share of exports to the European Union in 2008, 2010*, str. 7, slika 6.

Od leta 2000 so evropski trgovinski sporazumi omogočili državam Zahodnega Balkana prednostni dostop do trga EU zaradi nižjih tarif. S tem so ustvarili močno spodbudo za rast mednarodne trgovine (Ganić, 2012, str. 3). Posamične države so se specializirale v določenih industrijskih panogah. Jeklarstvo je bilo posebej pomembno v BiH, Makedoniji in Srbiji. BiH in Črna gora sta veliko zaslužili z izvozom aluminija. Na Hrvaškem in v Črni gori pa je bil zelo pomemben tudi razvoj turizma. Vse omenjene panoge je kriza močno prizadela in posledično tudi njihove izvoznike (Sanfey, 2010, str. 7).

Po letu 2008 je letni izvoz v vseh državah padel za več kot 20 %, največji padec sta doživeli Črna gora in Makedonija, kjer je izvoz na letni ravni padel za več kot eno tretjino (Bartlett et al., 2012, str. 8–12).



### 3.4 Spopadanje z gospodarsko krizo

#### 3.4.1 Odziv vladnih politik

Vlade posameznih držav so želele omiliti posledice evropske dolžniške krize, ki je prizadela gospodarstvo celotne regije. Za stabilizacijo bančnega sistema so pomagale bankam z likvidnostnimi injekcijami, dajanjem garancij na depozite in rekapitulacijo (Gardo, 2010, str. 8).

Vlade so se morale odločiti, ali bodo porabile manj zaradi manjših davčnih prihodkov, s čimer bi tvegale še dodatno zmanjšanje domačega povpraševanja, ali porabiti več in tvegati izrinjenje zasebnih investicij in znižanje bonitetne ocene. Večina vlad je v času razcveta vodila ekspanzivno fiskalno politiko, zato so imele po nastopu krize omejen manevrski prostor. Poleg tega sta upad prihodkov in omejen dostop do novega zadolževanja večino vlad prisilila v zmanjšanje porabe (Sanfey, 2010, str. 11).

V zadnjih mesecih leta 2008 so države še uspele zmanjšati začetne učinke krize, nato pa so že občutile padanje davčnega prihodka in uvedle so lahko le manjše davčne spodbude za gospodarstvo. Srbska vlada je subvencionirala posojila podjetjem, namenjena investicijam, po subvencioniranih cenah ter potrošniške kredite za nakup domačega blaga. Podobno sta Makedonija in Črna gora skušali zmanjšati davčno breme podjetjem in gospodinjstvom. Cilj BiH pa je bilo izvzetje nekaterih osnovnih dobrin iz DDV in tako pomagati revnejšemu prebivalstvu. V vseh državah so sledili tudi omejevalni ukrepi, znižale so se plače javnih uslužbencev, sprejete so bile omejitve glede pokojnin in socialnih prejemkov. Vsi ti ukrepi so prinesli nekaj olajšanja, vendar jih ni mogoče označiti za učinkovit protikrizni pristop, saj so v večji meri imeli namen zgolj kratkoročno povečati potrošnjo ter ne rešiti nekaterih večjih strukturnih problemov (nizka produktivnost, manjši izvoz ipd.), (Sanfey, 2010, str. 11).

Države v regiji so sprejele različne režime deviznega tečaja, valutni odbor v BiH, enostransko sprejetje EUR na Kosovu in v Črni gori, nadziran drseči režim na Hrvaškem in v Srbiji, trdno vezavo v Makedoniji. Države, ki so uvedle fiksne menjalne tečaje ali trdno vezavo, kot tudi države, ki so si veliko izposojale v tuji valuti, kot na primer Hrvaška, so morale z aktivno denarno politiko omejiti rast kreditov za zaježitev izgube deviznih rezerv. Centralna banka Hrvaške je novembra 2008 dvignila ključno obrestno mero s 4,5 na 9,0 %. Pet mesecev kasneje se je za enako potezo odločila centralna banka v Makedoniji in dvignila obrestno mero s 7 na 9 % (Barret, 2012, str. 27–28). Vse države razen Makedonije so znižale zahtevano stopnjo obvezne rezerve v bankah, da bi povečale likvidnost in spodbudile banke k izdajanju kreditov ali vsaj ohranile kreditiranje na enaki ravni. Na splošno so se centralne banke po vsej regiji smiselno in učinkovito odzvale na krizo, čeprav na različne načine (Sanfey, 2010, str. 10–13).

### 3.4.2 Pomoč mednarodnih institucij

Posledice gospodarske krize bi bile še večje za regijo, če ne bi bilo usklajenega in učinkovitega odziva s strani mednarodnih institucij (Cviić & Sanfey, 2010). Na težave držav Zahodnega Balkana se je odzval tako Mednarodni denarni sklad (v nadaljevanju MDS) kot tudi druge mednarodne institucije in poslovne banke, ki so zagotovile nadaljnje kreditiranje regiji. Od leta 2009 je MDS zagotovil BiH 1,1 milijarde EUR ter 402,5 milijona Srbiji. Ti ukrepi so bili oblikovani predvsem za zaježitev bega kapitala iz regije, saj so bili usmerjeni v prepričevanje investitorjev, da imajo države dovolj sredstev za izpolnjevanje svojih obveznosti ter za spodbujanje matičnih bank v tujini, da še naprej ostanejo vključene v finančni trg Zahodnega Balkana. Poleg tega omogočajo vladi neko politično kritje za sprejemanje težkih odločitev na občutljivih področjih, kot so zmanjšanje zaposlovanja v javnem sektorju in spremembe pokojninske reforme (Sanfey, 2010, str. 16).

Februarja 2009 so tudi Evropska banka za obnovo in razvoj (*angl. European Bank for Reconstruction and Development* ali *EBRD*), Evropska investicijska banka (*angl. European Investment banka* ali *EIB*) in Svetovna banka zagotovile močno podporo bančnemu sektorju Zahodnega Balkana. Vse tri institucije nudijo pomoč pri izgradnji in popravilu infrastrukture. Obenem pa poskrbijo, da se zagotovi financiranje pod razumnimi in sprejemljivimi pogoji za podjetja. Tudi EU je pokazala nekaj fleksibilnosti pri pomoči državam nečlanicam s fiskalno podporo in s širšo podporo za banke in mala ter srednje velika podjetja (Sanfey, 2010, str. 16).

Pomemben je bil tudi sporazum, t. i. dunajska pobuda, ki je zagotavljal, da so vlade EU nudile zavarovanja depozitov in likvidnostno podporo matičnim bankam, da so te lahko rekapitalizirale in refinancirale svoje podružnice na Balkanu. Namen sporazuma je bil preprečiti tujim bankam, da bi se umaknile iz regije (Barret et al., 2012, str. 29).

### 3.5 Posledice gospodarske krize

**BDP.** Države Zahodnega Balkana so imele pred krizo relativno trdno rast BDP. V letu 2007 se je gibala med 5 in 6 %, v Črni gori celo več kot 10 %. Učinki krize so bili vidni že v naslednjem letu – 2008. Vsem obravnavanim državam se je gospodarska rast ustavila in BDP je padel. Leto kasneje se je padec še stopnjeval, stopnje gospodarske rasti so bile celo negativne, na Hrvaškem 6,95 %, v Črni gori 5,70 %, v Srbiji 3,50 % in v Makedoniji 0,92 %. Leta 2010 pa se je začelo kazati počasno okrevanje (Shera, 2015, str. 9).

Resnejše posledice je bilo pričakovati v bolj gospodarsko odprtih državah, v smislu mednarodne trgovine in pretoka tujega kapitala, kot je bila na primer Hrvaška. Manjše pa v bolj zaprtem gospodarstvu, v smislu zunanjega pritoka kapitala, kot je bila Makedonija (Vukotić et al., 2012, str. 653).

**Zunanji dolg.** Zaradi velikega primanjkljaja tekočega računa in obsežnega kreditiranja zasebnega sektorja v obdobju pred krizo se je delež zunanjega dolga stalno povečeval. Kljub zmanjšanju primanjkljaja tekočega računa v letih 2009 in 2010 je delež dolga še vedno rasel. Razlog je bil predvsem v povečanju zadolževanja javnega sektorja pri MDS in drugih mednarodnih institucijah z namenom stabilizacije finančnega sektorja, okrepitve deviznih rezerv in financiranja kapitalskih investicij (Shera, 2015, str. 9–11). Vse države Zahodnega Balkana so imele po krizi leta 2011 visoko stopnjo zunanjega dolga, Slovenija 116,6 %, Hrvaška 94,9 %, Črna gora 94,6 %, Srbija 84,9 %, Makedonija 65,0 %, ter BiH 46,5 % (Shera, 2015, str. 12; UMAR, 2012, str. 101).

Poleg visokega celotnega zunanjega dolga imajo omenjene države tudi visok državni dolg. Leto pred krizo se je povprečno gibal okrog 30 % BDP, v letu 2011 pa je povprečno znašal že več kot 40 % BDP. Države z najvišjo stopnjo so Slovenija (46,2 %), Srbija (46 %), Hrvaška (46,11 %) in Črna gora (42,20 %) BDP. Dve državi z najnižjim dolgom pa sta BiH (26,09 %) in Makedonija (28,60 %), (Shera 2015, str. 13). Višji dolg imajo države z bolj odprtim gospodarstvom. Na koncu leta 2011 je državni dolg Hrvaške znašal 20,712 milijonov EUR in je višji kot pred petimi leti (za 45 %). Tudi v Srbiji se je dolg v enakem obdobju povečal za še višjih 63 % na 14,467 milijonov EUR leta 2011 (Shera 2015, str. 13; Računsko sodišče, 2014, str. 1).

**Inflacija.** V sredini leta 2008 je bilo videti, da bo inflacija postala zopet velik problem regije, saj je bila stopnja inflacije v Srbiji, BiH in Črni gori na ravni dvomestne številke. Že konec istega leta se je stanje izboljšalo. Upad domače potrošnje, padec cen nafte in drugih naravnih virov so prispevali k znižanju inflacije na zelo nizko raven. V letu 2009 je stopnja inflacije v BiH kazala celo na deflacijo (Sanfey, 2010, str. 4).

**Bilanca tekočega računa.** Občuten padec izvoza je povzročil padec primanjkljaja tekočega računa. Glede na nevzdržno visok primanjkljaj, ki so ga pred tem imele države Zahodnega Balkana, to sicer pomeni izboljšanje stanja in manjšo odvisnost od pritoka kapitala. Zavedati pa se je treba, da je primanjkljaj padel, ker si podjetja in gospodinjstva niso mogla več privoščiti uvažati dobrin in storitev (Sanfey, 2010, str. 5).

**Brezposelnost.** Podjetja so se znašla v razcepu glede padanja povpraševanja po njihovih izdelkih in storitvah. Ena možnost je bila zmanjšati proizvodnjo in odpuščati, druga pa obdržati delavce in se truditi ter upati, da se bo stanje na trgu v bližnji prihodnosti popravilo. Mnoge so se odločile za nižanje ali zamrznitev plač ali celo skrajšan delovni teden (Sanfey, 2010, str. 10–13). Plače so na primer v BiH stagnirale, v Makedoniji in Črni gori pa so se celo zmanjšale. Če upoštevamo inflacijo, se je realna plača in s tem kupna moč prebivalstva v povprečju še bolj zmanjšala. Brezposelnost je postala velik problem v regiji, v Srbiji in BiH je bila še leta 2012 veliko višja kot leta 2008 (WorldBank, 2012, str. 6–9).

## 4 PREGLED LITERATURE

Pri pregledu literature s področja podobnih analiz opazimo veliko pomanjkanje analiz s področja vpliva poslovnih ciklov oziroma kriznih obdobj na obratni kapital podjetij. Veliko bolj kot vpliv poslovnih ciklov na obratni kapital so raziskave usmerjene v vpliv obratnega kapitala na produktivnost oziroma donosnost. Na drugi strani pa se nekateri raziskovalci ukvarjajo z iskanjem optimalnih ravni zalog, terjatev in obveznosti, s katerimi bi maksimizirali dobiček.

V nadaljevanju zato pregled analiz nadaljujem z dvema vrstama analiz. Prvi del pregleda se navezuje neposredno na obravnavano tematiko v magistrskem delu, tj. povezavo poslovnih ciklov z obratnim kapitalom podjetij. Drugi del pa zajema širši pregled raziskav, ki so močno povezane z raziskavo v magistrskem delu. Sklop pregleda literature se v tem delu usmerja v povezave med obratnim kapitalom podjetij ter dobičkonosnostjo, kjer so poudarki predvsem na strukturi obratnega kapitala podjetij oziroma krogotoku denarja.

### 4.1 Analize vpliva finančne krize na obseg in strukturo obratnega kapitala

**Analiza turških podjetij.** Glede pomembnosti oziroma podobnosti obravnavane teme, ki jo zajema magistrsko delo, je ena od najpomembnejših predhodno obravnavanih raziskav s področja vpliva poslovnih ciklov na obratni kapital prav gotovo raziskava Kesimili iz leta 2011. Raziskava obravnava vpliv globalne ekonomske krize na obratni kapital podjetij na območju Turčije. V vzorcu je zajetih 45 proizvodnih podjetij, ki kotirajo na istanbulski borzi. Obdobja, ki so zajeta v analizo, so predkrizno in krizno obdobje. Raziskava analizira kazalnike likvidnosti in obračanja. Rezultati analize kažejo, da je v primeru analiziranih podjetij gospodarska kriza imela največji vpliv na obrat terjatev, ki se je močno poslabšal. Razlog za to poišče v hitrem padcu prodaje podjetij in pospešenem zamujanju s plačili kupcev. Glede na raziskavo ostali kazalniki niso doživeli večjih sprememb (Kesimili, 2011, str. 52).

Gledano v celoti, turška podjetja niso doživela večjih sprememb na področju obratnega kapitala v kriznem obdobju. Raziskava razloge za to poišče v razmeroma kratkem obdobju krize v Turčiji in velikem padcu obrestnih mer na turškem območju (Kesimili, 2011, str. 59).

**Analiza 2.000 podjetij v ZDA in Evropi.** Revizijska hiša Ernst & Young (v nadaljevanju E&Y) vsako leto izda poročilo glede upravljanja obratnega kapitala v največjih 2.000 podjetjih s področja Evrope in ZDA. Ugotovitve so glede na regijo različne, saj se je na območju Evrope v obdobju po koncu krize krogotok denarja izboljšal za 4 %, medtem ko je se podjetjem v ZDA poslabšal za 2 % (E&Y, 2013, str. 3). Poročilo kaže predvsem na to, da so se evropska podjetja po koncu krize odzvala s primerno politiko obratnega kapitala, medtem ko imajo podjetja iz ZDA še vedno neoptimalno strukturo in obseg obratnega kapitala.

**Analiza podjetij S&P 500.** Ena izmed obširnejših in relevantnejših raziskav vpliva zadnje gospodarske krize na obratni kapital podjetij je raziskava Duggal in Budden (2012, str. 756), kjer je v analizi zajetih 422 podjetij (brez finančnih družb) iz ameriškega borznega indeksa S&P 500 za predkrizno, krizno in pokrizno obdobje. Rezultati raziskave kažejo predvsem na to, da so podjetja ostala v pokriznem obdobju bolj konservativna glede likvidnosti, zato imajo v bilanci stanja veliko več denarnih sredstev in kratkoročnih investicij kot v kriznem in predkriznem obdobju. Na drugi strani pa raziskava v celotni ni zaznala bistvenih sprememb na področju koeficientov obračanja (Duggal & Budden, 2012, str. 756).

Analiza kljub temu razkriva, da so se kazalniki obračanja v nekaterih panogah močno spremenili. Tako sta se v panogi informacijskih tehnologij koeficienta obrat zalog in neto obrat obratnega kapitala močno zmanjšala, medtem ko se je obrat terjatev močno povečal. Na drugi strani pa podjetja iz defenzivnih panog, kot je na primer panoga potrošnih dobrin, niso doživela opaznih sprememb na področju koeficientov obračanja. Zaradi oligopolnega položaja tudi panoga telekomunikacij ni doživela večjih sprememb. Zgolj dve panoge sta doživele večji padeč koeficientov obračanja. To sta področji proizvodnje in javne gospodarske službe, kjer pa lahko najdemo razloge predvsem v nefleksibilnosti in poznem prilagajanju na spremembe (Duggal & Budden, 2012, str. 756).

**Analiza finskih podjetij (Enqvist, Graham, & Nikkinen, 2013).** Raziskava, narejena leta 2013 na podlagi vzorca podjetij, ki kotirajo na helsinški borzi, proučuje obdobje 18 let, torej od leta 1990 do 2008. Raziskava temelji na proučitvi vpliva obratnega kapitala v različnih obdobjih na dobičkonosnost podjetij. Podjetja na Finskem so nagnjena k močni nestanovitnosti, kar kaže tudi njihov borzni indeks Nasdaq OMX Helsinki, ki hitro pade v primeru poslabšanja ekonomskih kazalcev in obratno, kar močno izboljša kakovost in točnost raziskave (Enqvist et al., 2013, str. 59).

Ugotovitve v analizi kažejo na negativno povezavo med krogotokom denarja in dobičkonosnostjo podjetij. Tako z zvišanjem obrata zalog in obrata terjatev kot tudi z zniževanjem obrata kratkoročnih obveznosti povečujemo dobičkonosnost podjetij. Prav tako je v analizi ugotovljeno, da se v obdobjih kriz močno poveča vpliv upravljanja z obratnim kapitalom na dobičkonosnost. V analizi še posebno izstopata količnika obrat zaloge in obrat terjatev, ki imata še močnejši vpliv na dobičkonosnost v obdobjih ekonomskih depresij. Eden izmed pomembnih predlogov analize je vključitev upravljanja z obratnim kapitalom v finančno planiranje (letna napoved, plan, večletno planiranje), (Enqvista et al., 2013, str. 29).

#### **4.2 Analize vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost**

**Analiza večjih belgijskih podjetij.** V analizi je zajetih 1.009 večjih belgijskih nefinančnih podjetij v obravnavanem obdobju od leta 1992 do 1996. Rezultat raziskave govori, da lahko izboljšamo dobičkonosnost z znižanjem dni vezave zalog, terjatev in obveznosti. Podjetja,

ki imajo daljše dni vezave obveznosti, so torej v povprečju manj dobičkonosna (Deloof, 2003, str. 585).

Prav tako je v raziskavi obravnavana trditev, da ne moremo izključiti obratne logične povezljivosti, torej da dobičkonosnost vpliva na upravljanje z obratnim kapitalom. Ravno pri koeficientu vezave obveznosti je možna takšna korelacija, saj manj produktivna podjetja plačujejo svoje obveznosti z večjim časovnim zamikom (Deloof, 2003, str. 584).

Raziskava predvideva, da za vsako posamezno podjetje obstaja določena stopnja zalog, terjatev in obveznosti, kjer podjetje dosega svojo maksimalno vrednost (Deloof, 2003, str. 585).

**Analiza podjetij, kotirajočih na atenski borzi vrednostnih papirjev.** Raziskava na podlagi vzorca 131 podjetij, ki kotirajo na atenski borzi vrednostnih papirjev, v obdobju 2001–2004, proučuje vpliv zmanjšanja EBIT na povečanje dni vezave obveznosti. Razlog za takšno početje je v tem, da slabo dobičkonosna podjetja maksimalno izkoriščajo plačilne roke oziroma se ne poslužujejo popustov za predčasno plačilo. Na drugi strani pa obstaja visoka negativna povezanost med višino terjatev in dobičkonosnostjo. Vzrok je najti v nizko dobičkonosnih podjetjih, ki poskušajo zmanjšati velikost terjatev z namenom skrajšati krogotok denarja oziroma pridobiti dodatna denarna sredstva. Podobno je ravnanje na strani zalog, kjer podjetja v primeru nenadnega padca prodaje ter slabega vodenja zalog zasledujejo politiko zmanjšanja zalog na račun visoko dobičkonosne prodaje (Lazaridis & Tryfonidis, 2006, str. 11).

**Analiza podjetij, kotirajočih na atenski borzi vrednostnih papirjev.** V raziskavi je zajetih 211 podjetij, ki kotirajo na atenski borzi vrednostnih papirjev, v obdobju od 2005 do 2010. Rezultati analize razkrivajo močno povezavo med sestavinami obratnega kapitala, učinkovitostjo, dobičkonosnostjo in vrednostjo podjetij na borzi (Archavli et al., 2012, str. 7–19).

**Analiza ameriških podjetij.** Raziskava obsega obdobje od leta 1975 do leta 1994, kjer na podlagi 58.985 podatkov (podjetje/leto) računa korelacijo in regresijo krogotoka denarja in dobičkonosnosti. Analiza se odraža v močni negativni povezanosti med dnevi obračanja denarja in dobičkonosnostjo. V zaključku poda priporočilo, da s skrajšanjem krogotoka denarja zmanjšamo nepravilnosti v procesih ter s tem prispevamo novo vrednost delničarjem (Shin & Soenen, 1998, str. 44).

**Analiza manjših ameriških podjetij.** Temtime (2016, str. 43–71) v doktorski nalogi raziskuje na vzorcu 176 manjših ameriških proizvodnih podjetij, ki kotirajo na borzi. Regresijska analiza kaže na močno povezanost med upravljanjem z obratnim kapitalom in dobičkom, ki jo potrди tudi s statistično značilnostjo pri vrednosti  $p < 0,05$ . V sklepu poudari,

da morajo vodje manjših podjetij vključiti optimizacijo obratnega kapitala v strategijo podjetja ter obseg obratnega kapitala dnevno prilagajati spremenjenim poslovnim zahtevam.

**Analiza ameriških podjetij, kotirajočih na borzi NYSE.** Raziskava vključuje manjši vzorec 88 večjih ameriških proizvodnih podjetij, ki kotirajo na newyorški borzi (NYSE), za obdobje od 2005 do 2007. Analiza proučuje povezavo med upravljanjem z obratnim kapitalom in dobičkonosnostjo podjetij, kjer raziskovalci navajajo močno povezanost med slabo izterjavo in nizko dobičkonosnostjo (Gill, Bigger, & Mathur, 2010, str. 56).

Na drugi strani raziskava ugotavlja, da ni večje povezanosti med dnevi vezave zalog in dobičkonosnostjo oziroma pri analiziranju krogotoka denarja navaja celo pozitivno korelacijo, kar pomeni, da večji kot so dnevi vezave denarja, večja je dobičkonosnost. V povzetku raziskave je omenjeno, da predvsem zniževanje dni vezave terjatev lahko pripomore k izboljšanju dobičkonosnosti ter večanju dodane vrednosti za delničarje (Gill et al., 2010, str. 64).

**Analiza pakistanskih podjetij.** Raziskava, ki temelji na nefinančnih podjetjih iz Pakistana za obdobje 1998–2005, primerja učinkovitost podjetij s finančnim kazalnikom ROA ter z upravljanjem z obratnim kapitalom. Pokaže, da podjetja, ki uporabljajo agresivne politike upravljanja z obratnim kapitalom, dosegajo boljše finančne rezultate. Tako predlaga, da bi morala podjetja za maksimiziranje uspešnosti zmanjšati stanje zalog, pospešiti izterjavo in podaljšati dneve vezave obveznosti. S tem bi podjetja pridobila dodatna denarna sredstva, ki bi jih lahko uporabila bolj učinkovito (Afza & Nazir, 2009, str. 23–30).

**Analiza indijskih podjetij.** Raziskava vključuje vzorec 100 indijskih podjetij, ki kotirajo na borzi BSE (*angl. Bombay Stock Exchange*), v dveletnem obdobju (2010–2011). Analiza temelji na vplivu obratnega kapitala podjetij na njihovo dobičkonosnost. Rezultat analize prikazuje močno negativno korelacijo med sestavinami obratnega kapitala in kazalniki dobičkonosnosti. V raziskavi je prav tako analizirana povezanost med likvidnostjo in dobičkonosnostjo podjetij na indijski borzi, ki je prav tako negativno soodvisna (Chatterjee, 2012, str. 1).

**Analiza afriških podjetij.** V raziskavi sta zajeti 102 večji afriški proizvodni podjetji iz Egipta, Nigerije, Kenije in Južne Afrike. Analiza razkriva, da obstaja močna negativna povezanost med dobičkonosnostjo, ki jo merijo z bruto dobičkom, in krogotokom denarja ne zgolj na sumirani ravni, temveč tudi na segmentirani panožni ravni. Prav tako dokaže, da so dnevi vezave zalog in terjatev negativno povezani z dobičkonosnostjo ter dnevi vezave obveznosti pozitivno soodvisni (Ukaegbu, 2012, str. 1)

**Analiza kenijskih podjetij.** Analiza je narejena na podlagi 30 podjetij z nairobijske borze (NSE) v Keniji v obdobju od 1993 do 2008, kjer potrjuje dejstvo negativne korelacije med krogotokom denarja in dobičkonosnostjo. Nadaljuje s potrditvijo hipoteze glede močne

negativne korelacije med dnevi vezave terjatev in dobičkonosnostjo ter pozitivno korelacijo dni obračanja obveznosti in dobičkonosnostjo. Neznačilna ugotovitev analize je pozitivna povezanostjo med dnevi vezave zalog in dobičkonosnostjo, ki je skladna s konservativno politiko obratnega kapitala, ki zagovarja, da večja kot je raven zaloge, manjši so stroški prekinitve operativnega procesa ter pomanjkanja zalog pri prodaji (Mathuva, 2010, str. 14–15).

**Analiza hrvaških podjetij.** Prav tako je bila narejena analiza povezljivosti obratnega kapitala oziroma dni obračanja denarja in dobičkonosnosti na podlagi hrvaških podjetij, ki kotirajo na borzi v obdobju 2000–2005. Ta so bila zaradi boljše razumljivosti razdeljena v tri skupine: proizvodna, trgovska in ostala podjetja. Splošne ugotovitve, ki izhajajo iz analize, so, da imajo največji vpliv na produktivnost dnevi vezave terjatev, nato dnevi vezave zalog in šele nato odloženi dnevi plačil obveznosti. Kot v predhodnih analizah ima tudi v analizi hrvaških podjetij koeficient dnevi vezave terjatev močno negativno povezavo in odloženi dnevi plačil obveznosti močno pozitivno povezavo, medtem ko pri koeficientu dni vezave zalog ni enake povezave. V primeru izračuna dni vezave zalog, kjer primerjamo stroške prodanih proizvodov in stanje zalog, ima namreč koeficient šibko pozitivno povezavo, medtem ko ima v primeru primerjave prodaje in stanja zalog šibko negativno povezavo (Lončar, 2007, str. 89–95).

**Analiza slovenskih malih in srednjih velikih podjetij.** Iz analize, narejene na vzorcu 2.619 malih in srednje velikih podjetij iz Slovenije za obdobje od 2006 do 2008, je razvidno, da učinkovito ravnanje z obratnim kapitalom statistično značilno vpliva na donosnost celotnih sredstev (angl. *Return on Assets*). V raziskavi je zajet tudi kazalnik dnevi obračanja denarja, ki je na vzorcu podjetij celo negativen. Glavni razlog za to je v dnevih poravnave kratkoročnih obveznosti, saj je povprečje kar 166 dni (kar izhaja predvsem iz likvidnostnih problemov podjetij in neuspešnega upravljanja z obveznostmi), (Urbas, 2010, str. 74).

## 5 ANALIZA IN REZULTATI ANALIZE

V nadaljevanju prikažem dve vrsti analize, in sicer deskriptivno in kvantitativno. Najprej se s pomočjo deskriptivne analize osredotočim na glavne značilnosti vzorca, nato pa še s kvantitativno analizo analiziram vzorec s pomočjo parnega t-testa.

### 5.1 Značilnosti vzorca

Vzorec sem omejil zgolj na podjetja, ki se nahajajo na območju držav Zahodnega Balkana. Poglavitni razlog za izbiro držav vzorca je v tem, da na tem področju še ni bilo opravljenih veliko podobnih analiz in raziskav.

Podjetja, ki so zajeta v vzorcu, so po podatkovni bazi Amadeus klasificirana kot izključno velika podjetja (angl. *very large companies*). Med pomembnejšimi razlogi za tako ozek izbor



sta vsekakor večja transparentnost podatkov in podatkovna zadostnost, kjer mislim predvsem na objavo potrebnih finančnih podatkov za nadaljnjo raziskavo. Podoben razlog za izbiro zgolj večjih podjetij sta uporabila tudi Lazaridis in Tryfonidis (2006, str. 4), saj večja podjetja, ki večinoma kotirajo na domačih ali svetovnih borzah, posredujejo finančne izkaze veliko bolj transparentno kot manjša ali mikro podjetja. Razlog je predvsem v tem, da želijo z namenom večje vrednosti oziroma vrednotenja podjetja prikazati kar najboljšo sliko, medtem ko majhna podjetja težijo k izkrivljanju realne podobe finančnega poslovanja, kjer težijo k zmanjšanju davka od dohodka pravnih oseb in podobnih davkov (Lazaridis & Tryfonidis, 2006, str. 4)

Zaradi raziskave smo podjetja omejili zgolj na proizvodna, kjer smo izhajali iz klasifikacije NACE (angl. *Classification of Economic Activities in the European Community*). Razlog za izbiro proizvodnih podjetij je ravno v tem, da so tudi druge podobne raziskave s področja obratnega kapitala v večini primerov zajela izključno proizvodnja podjetja.

Izvorni vzorec je vseboval 497 podjetij, ki pa smo ga nato zmanjšali zaradi naslednjih omejitev:

- primerno število let obratovanja,
- operativnost (v proučevanem obdobju podjetje ni bilo v stečaju ali prisilni poravnavi),
- primerno število let poročanja finančnih izkazov (vsaj en podatek o vrednosti v vsakem izmed treh proučevanih obdobjih),
- večja podjetja (večja prodaja od 1 mio EUR v letu 2014 ali 2013, kjer pa sta v vzorcu dve podjetji z manj kot 1 mio prodaje, vendar sta zajeti zaradi večje reprezentativnosti podjetij po sektorjih).

Končni vzorec vsebuje 146 podjetij, kar predstavlja 29,3 % vseh podjetij, ki so predstavljala populacijo vseh podjetij, ki so bila limitirana glede na prvotne iskalne pogoje. Cilj raziskave je bil obravnavati vsaj tretjino podjetij iz populacije, čemur smo se z danim odstotkom močno približali. Objektivni dejavniki, ki se nanašajo na število podjetij, ki ne poročajo vseh relevantnih finančnih podatkov, potrebnih za analizo, ter prav tako veliko število podjetij, ki ne dosegajo prodajnega praga 1 mio EUR, so preprečili ciljni odstotek podjetij v vzorcu.

## **5.2 Analiza vzorca**

Vsa podjetja v vzorcu predstavljajo skupno prodajo v letu 2013 (oziroma če v tem letu ni bilo podatka, je za deskriptivno analizo upoštevano leto 2012) 13,484 mrd EUR ter stanje sredstev na koncu leta 2013 (oziroma podobno kot pri prodaji, da v primeru pomanjkanja podatkov za leto 2013 uporabimo podatek iz leta 2012) 15,719 mrd EUR. Povprečna velikost podjetja v izbranem vzorcu je na vrednosti prodaje 92,358 mio EUR ter na podlagi stanja sredstev 107,665 mio EUR. Mediana vzorčnega podjetja je glede prodaje 31,712 mio EUR in glede stanja sredstev 48,253 mio EUR.

Največje podjetje v vzorcu glede realizirane prodaje je Krka, tovarna zdravil, d. d., iz Novega Mesta z letno prodajo v letu 2013 1,116 mrd EUR. Farmacevtsko podjetje Krka je prav tako največje na področju stanja sredstev konec leta 2013 z vrednostjo 1,701 mrd EUR. Na drugi strani pa je najmanjše podjetje na področju realizirane prodaje podjetje Grafokomerc A.D. iz Trebinja iz BiH z letno prodajo v letu 2013 (175.000 EUR) ter najmanjše podjetje glede stanja sredstev podjetje Sana Linea A.D. iz bosanske Kostanjevice z vrednostjo sredstev 776.000 EUR.

V analizi vzorca 146 podjetij sem glede na klasifikacijo NACE proizvodnja podjetja združil v 11 panog, ki se v vzorcu glede na velikost močno razlikujejo. Največja panoga glede na število podjetij v vzorcu je panoga proizvodnje hrane, pijače in tobačnih izdelkov, saj sem v vzorec vključil kar 33 podjetij iz obravnavane panoge, kar glede na število vseh podjetij v vzorcu predstavlja 22,6 % vseh podjetij. Najmanjši panogi glede na število podjetij sta proizvodnja farmacevtskih podjetij ter panoga »ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev in opreme«, kjer so v vzorcu zgolj 3 podjetja. Razlog za tako majhno število je v primeru farmacevtskih podjetij velika koncentracija panoge, saj je na območju Zahodnega Balkana zgolj nekaj večjih podjetij. Na drugi strani panoga »ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev in opreme« predstavlja zgolj nekaj manjših podjetij z izjemo podjetja SŽ – Vleka in tehnika, d. o. o.

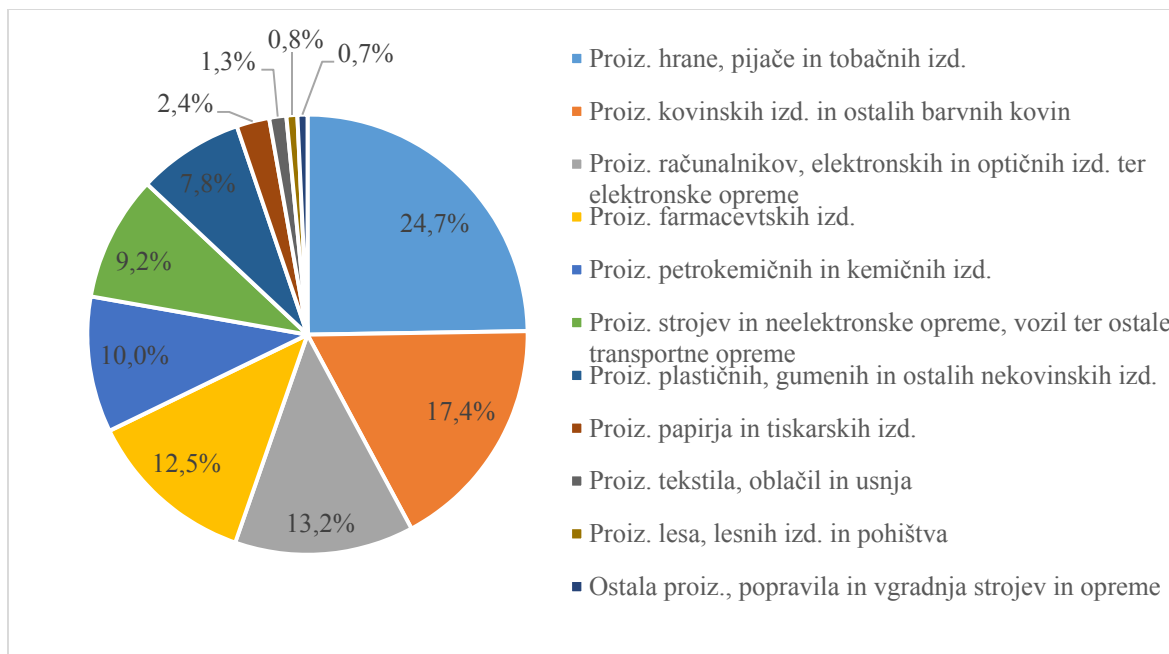
*Tabela 4: Število podjetij v panogi*

<b>Panoga</b>	<b>Populacija</b>	<b>Vzorec</b>	<b>Vzorec %</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	133	33	22,6%
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	32	11	7,5%
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	25	8	5,5%
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	15	5	3,4%
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	32	11	7,5%
Proiz. farmacevtskih izdelkov	7	3	2,1%
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	57	16	11,0%
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	93	26	17,8%
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	38	12	8,2%
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale transp. opreme	57	18	12,3%
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	8	3	2,1%
Skupaj	497	146	100,0%

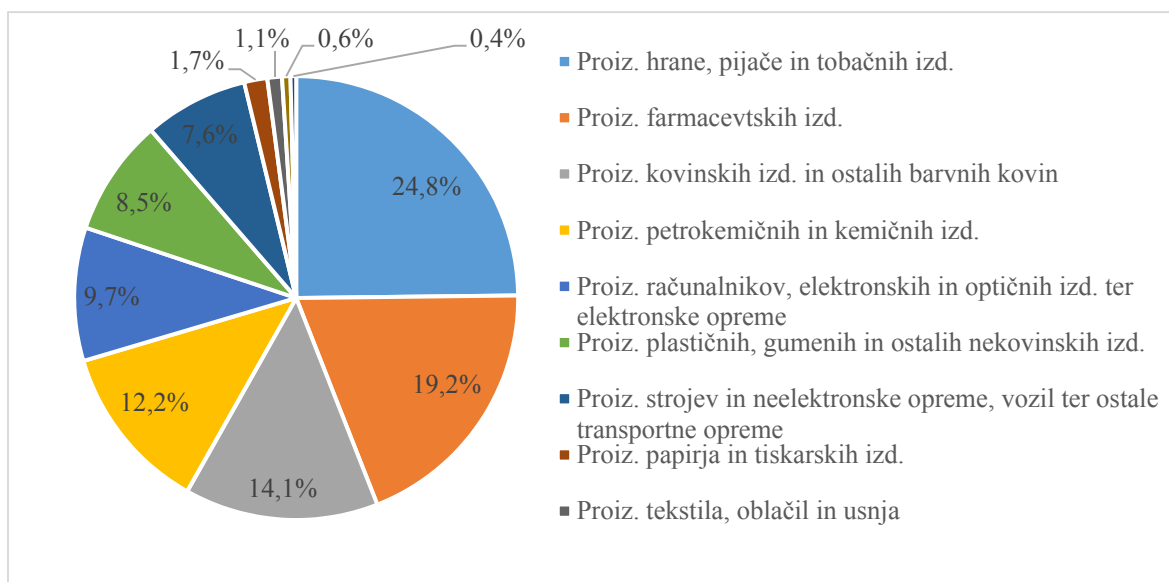
Glede na obseg prodaje ter obseg sredstev v letu 2013 (oziroma 2012) je prav tako največja panoga proizvodnja hrane, pijače in tobačnih izdelkov, kjer je vsota prodaje podjetij v panogi 3,336 mrd EUR, kar predstavlja 24,7 % celotne prodaje v vzorcu, ter vsota stanja sredstev z vrednostjo 3,901 mrd EUR (oziroma 24,8 % celotne vrednosti sredstev v vzorcu). Najmanjša panoga glede prodaje in prav tako sredstev je panoga »ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev in opreme« s kumulativno vrednostjo prodaje 99,154 mio EUR (0,7 % od

celotne vrednosti prodaje vzorca) oziroma 64,364 mio EUR sredstev, kar predstavlja 0,4 % sredstev vzorca.

Slika 13: Delež podjetij po panogah glede na prodajo



Slika 14: Delež podjetij po panogah glede na sredstva



Povprečno veliko podjetje v vzorcu je imelo v letu 2013 92,4 mio EUR prodaje ter obseg sredstev 107,7 mio EUR. V vzorcu so v povprečju največja podjetja iz panoge proizvodnje farmacevtskih izdelkov, kjer je povprečna prodaja podjetja v letu 2013 predstavljal 561,1 mio EUR z obsegom sredstev 1.007 mio EUR. Druge panoge imajo v vzorcu veliko manjša podjetja, saj je druga panoga glede na povprečno velikost prodaje panoga proizvodnja

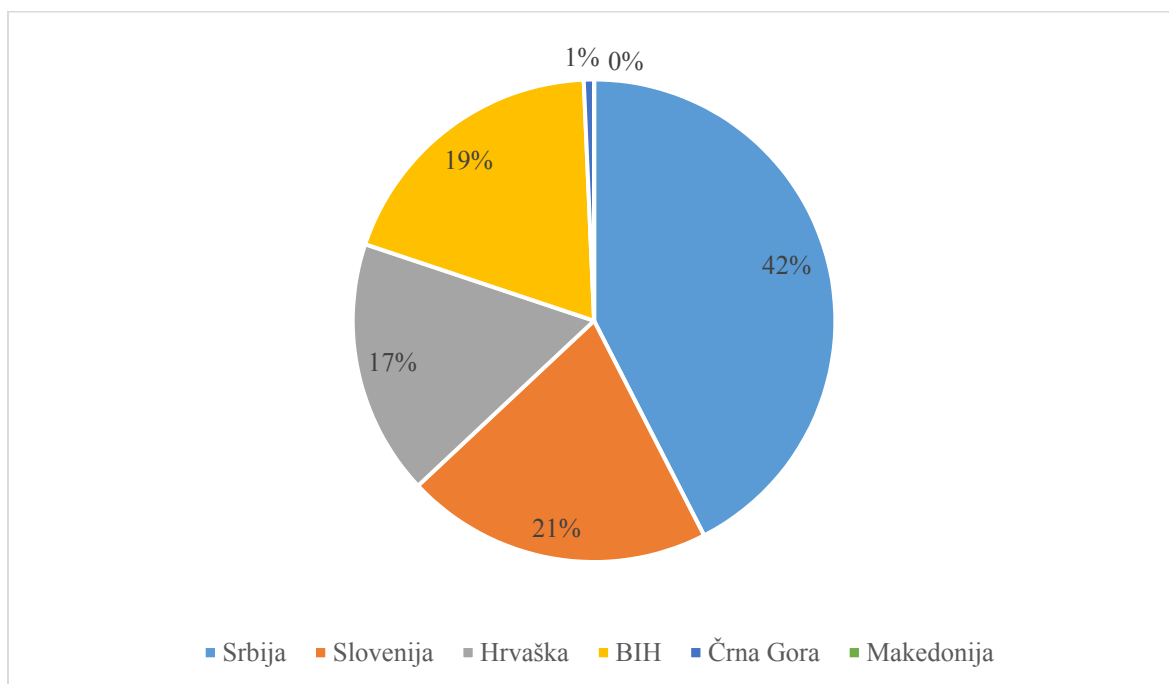
računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov ter elektronske opreme s povprečno prodajo 147,9 mio EUR ter s povprečnim obsegom sredstev 127,3 mio EUR. Panoge, kjer so v vzorcu najmanjša podjetja glede prodaje in sredstev, so proizvodnja lesa, lesnih izdelkov in pohištva, kjer je povprečna prodaja podjetij 13,4 mio EUR ter obseg sredstev 12,0 mio EUR.

*Tabela 5: Povprečna velikost podjetij po panogah glede na prodajo in obseg sredstev (v tisoč EUR)*

<b>Panoga</b>	<b>Povprečna velikost podjetja</b>	
	<b>Prodaja</b>	<b>Sredstva</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	101.106	118.229
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	15.452	15.188
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	13.447	12.026
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	64.916	52.957
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	122.324	174.940
Proiz. farmacevtskih izdelkov	561.100	1.007.194
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	65.698	83.654
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	90.336	85.434
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	147.878	127.336
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale transportne opreme	69.061	66.186
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	33.051	21.455
Povprečje	92.358	107.665

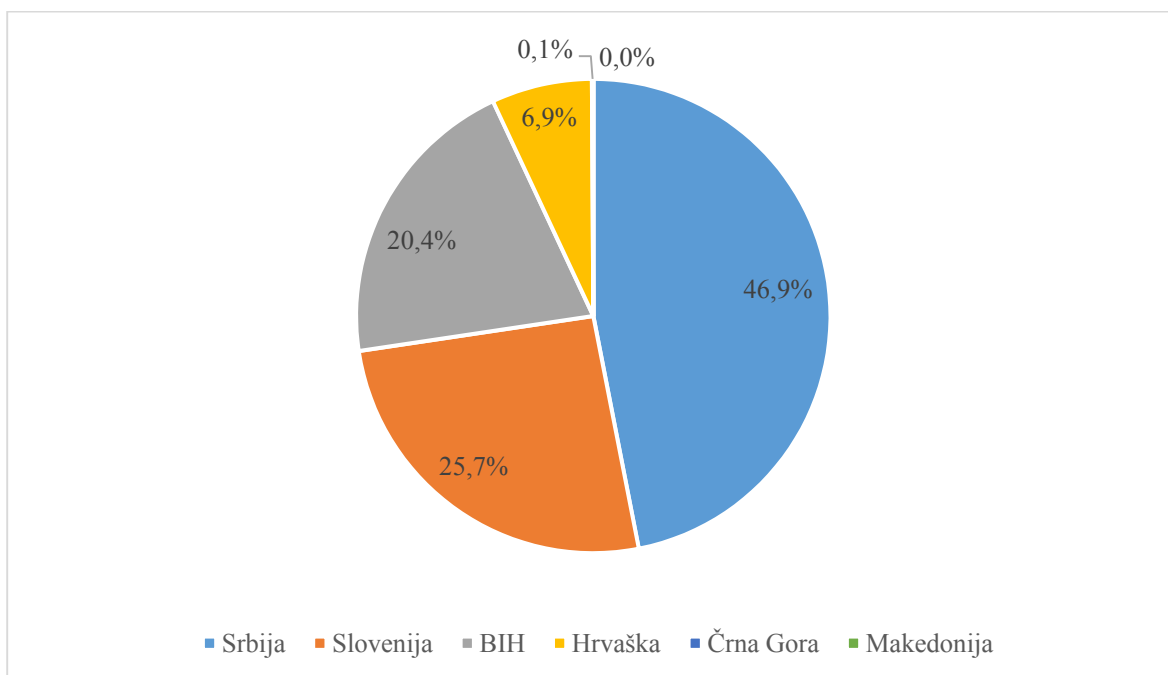
V raziskavi so zajete države Zahodnega Balkana, kjer je delež podjetij, zajet v vzorec, različen. Največ podjetij v vzorcu predstavljajo podjetja iz Srbije (62 podjetij), s podobnim deležem nato sledita Slovenija (30 podjetij) in BiH (28 podjetij). Hrvaška podjetja so vključena v analizo s 25 podjetji, medtem ko je pri Črni gori zgolj eno podjetje vključeno v analizo, saj se ostala podjetja niso skladala s kriteriji glede velikosti in obsega finančnih podatkov. V vzorcu ni nobenega podjetja iz Makedonije, kjer so razlogi za ne vključenost v analizo podobni kot pri Črni gori.

Slika 15: Delež podjetij po državah glede na število podjetij v vzorcu

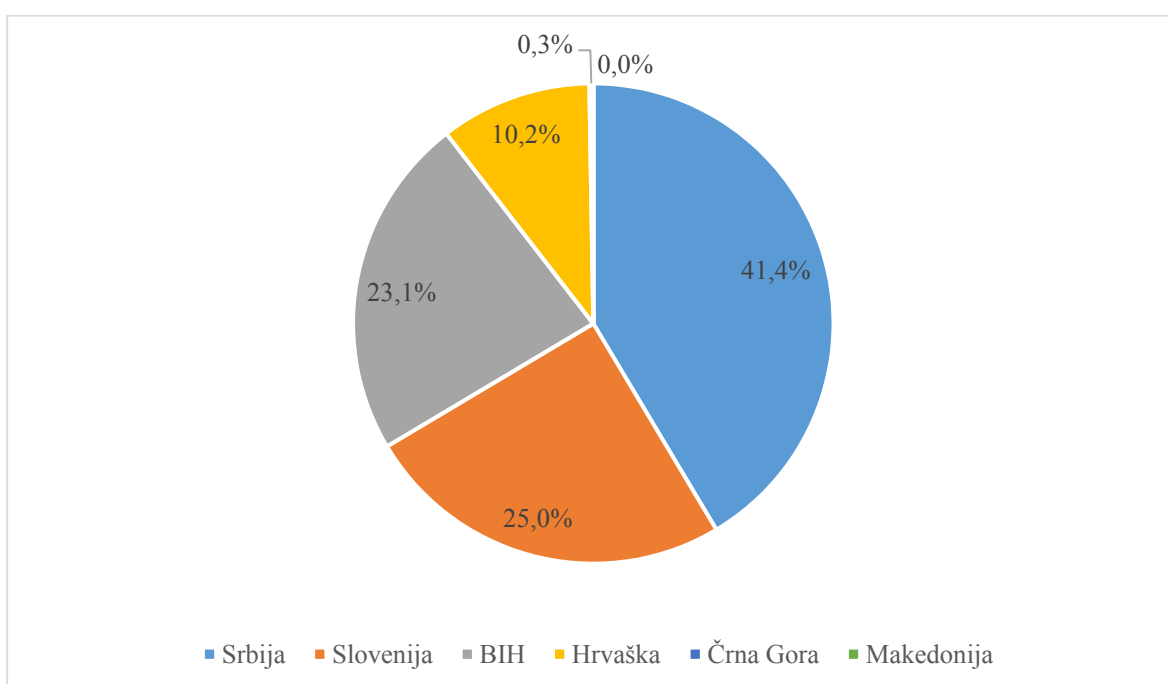


Deleži zastopanosti podjetij v vzorcu po državah se močno razlikujejo, če primerjamo podjetja po prodaji ali stanju sredstev. Tako največji delež podjetij v vzorcu glede na prodajo predstavljajo podjetja iz Slovenije, kjer kumulativna vrednost prodaje v letu 2013 predstavlja 6,327 mrd EUR oziroma 46,9 % celotne prodaje v vzorcu. Kljub temu da ima Srbija po številu podjetij v vzorcu največji delež (42,5 %), je pri deležu glede prodaje in stanja sredstev podjetij druga z deležem prodaje v višini 25,7 % in deležem stanja sredstev v višini 25,0 %. Sledijo Hrvaška (prodaja 20,4 %, sredstva 23,1 %), BiH (prodaja 6,9 %, sredstva 10,2 %) ter Črna gora (prodaja 0,1 %, sredstva 0,3 %).

Slika 16: Delež podjetij po državah glede na prodajo podjetij v vzorcu



Slika 17: Delež podjetij po državah glede na stanje sredstev podjetij v vzorcu



Povprečna velikost podjetja v vzorcu po državah se močno razlikuje. Največja podjetja v vzorcu so iz Slovenije s povprečno prodajo 210,9 mio EUR ter z obsegom sredstev 217,1 mio EUR. Skoraj polovico manjša glede na prodajo so podjetja v vzorcu iz Hrvaške, kjer je povprečna prodaja 110,1 mio EUR ter povprečno stanje sredstev 145,1 mio EUR. Mnogo manjša so podjetja iz Srbije, BiH in Črne gore (Tabela 6).

*Tabela 6: Povprečna velikost podjetja v vzorcu glede na prodajo in stanje sredstev  
(v tisoč EUR)*

Država	Povprečna velikost	
	Prodaja	Sredstva
Slovenija	210.910	217.097
Srbija	55.926	63.427
Hrvaška	110.051	145.076
BIH	33.051	57.334
Črna Gora	12.758	41.407
Makedonija	0	0
Povprečje	92.358	107.665

### 5.3 Analiza kazalnikov

Pri analizi 146 podjetij, kjer sem se osredotočil zgolj na vrednosti obratnega kapitala in z njim povezane podatke, sem uporabil 12 finančnih kazalnikov, ki prikazujejo likvidnost in uspešnost upravljanja z obratnim kapitalom. Uporabljene spremenljivke in njihove formule, ki so uporabljene v analizi, so predstavljene v Tabeli 7.

*Tabela 7: Finančni kazalniki, uporabljeni v analizi*

Kazalnik	Formula za izračun
Kratkoročni koeficient	kratkoročna sredstva / kratkoročne obveznosti
Pospešeni koeficient	(kratkoročna sredstva - zaloge) / kratkoročne obveznosti
Hitri koeficient	denarna sredstva / kratkoročne obveznosti
Koeficient zalog	zaloge / kratkoročna sredstva
Koeficient terjatev	terjatve / kratkoročna sredstva
Koeficient kratkoročnih sredstev	kratkoročna sredstva / celotna sredstva
Koeficient kratkoročnih obveznosti	kratkoročne obveznosti / celotna sredstva
Koeficient obračanja zalog	stroški materiala / zaloge
Koeficient obračanja terjatev	prodaja / terjatve
Koeficient obračana obveznosti	stroški materiala / obveznosti do dobaviteljev
Koeficient obračanja obratnega kapitala	prodaja / kratkoročna sredstva
Koeficient obračanja neto obratnega kapitala	prodaja / (kratkoročna sredstva - obveznosti do dobaviteljev)

V vsebinski analizi krize v državah Zahodnega Balkana sem ugotovil, da je v večini držav višek krize nastopil z začetkom leta 2008 ter se vsaj na podlagi nekaterih kazalnikov končal konec leta 2009. Na podlagi te ugotovitve sem časovnico gospodarskega cikla razdelil na tri dele: predkrizno, krizno ter pokrizno obdobje (Tabela 8).

*Tabela 8: Rast oziroma padec bruto domačega proizvoda v vseh treh analiziranih obdobjih po državah Zahodnega Balkana*

	<b>Predkrizno obdobje</b>	<b>Krizno obdobje</b>	<b>Pokrizno obdobje</b>
	<b>2005-2008</b>	<b>2009-2010</b>	<b>2011-2014</b>
Slovenija	5,0	-3,3	-0,1
Hrvaška	4,1	-4,6	-1,0
BIH	5,5	1,5	2,1
Srbija	5,4	-1,3	0,3
Črna Gora	7,6	-1,6	1,4
Makedonija	5,5	1,5	2,1

V raziskavi je obravnavano obdobje od leta 2004 do vključno leto 2013. Obdobja so razdeljena na predkrizno obdobje, kjer so vključena leta 2004, 2005, 2006, 2007 ter 2008. Krizno obdobje, ki sledi predkriznemu, vsebuje 2 leti, to je 2009 in 2010. Pokrizno obdobje traja od leta 2011 do vključno leta 2013. Finančnih izračunov, ki bi temeljili na kvartalnih podatkih, v magistrskem delu nisem mogel uporabiti, saj podatkovna baza Amadeus ne omogoča izpisa, krajšega od enega leta. Na drugi strani pa ravno zaradi nehkratnega vstopa in izstopa v/iz kriznega obdobja ne bi bilo smiselno uporabiti krajših časovnih intervalov.

V pomoč pri raziskavi kazalnikov sem uporabil statistični program SPSS 17.0, kjer sem uporabil statistični parni t-test, s katerim sem ugotavljal, ali se dve spremenljivki (v raziskavi kazalniki v različnih obdobjih) v povprečju statistično pomembno razlikujeta oziroma kako zanesljivi so rezultati iz našega vzorca. Rezultati so bili ocenjeni na ravni  $p < 0,05$ , kar pomeni, da lahko na ravni 5 % tveganja trdimo, da statistično pomembne razlike obstajajo oziroma da obstaja 5 % verjetnost (ali manj), da smo izračunali razlike po naključju.

V raziskavi sem se osredotočil predvsem na to, ali je krizno obdobje na območju Zahodnega Balkana imelo vpliv na obseg in upravljanje z obratnim kapitalom. Zato sem s pomočjo parnega t-testa testiral naslednji raziskovalni vprašanja:

- Raziskovalno vprašanje 1 (Hipoteza H0): Koeficient iz obdobja pred krizo (04–08) se statistično ne razlikuje od koeficienta v kriznem obdobju (09–10),
- Raziskovalno vprašanje 2 (Hipoteza H2): Koeficient iz kriznega obdobja (09–10) se statistično ne razlikuje od koeficienta v pokriznem obdobju (11–13),

V raziskavi je zajetih vseh 11 spodaj naštetih koeficientov (Tabela 9), zato hipoteze testiramo za vse našete hipoteze. To pomeni za vsak kazalnik s pomočjo t-testa testiramo štiri hipoteze, torej skupaj kar 44 hipotez (4 x 11).



Tabela 9: Primerjava aritmetičnih sredin kazalnikov med analiziranimi obdobji

Kazalnik	Obdobje		
	04-08	09-10	11-13
Kratkoročni koeficient	1,864	1,712	1,708
Pospešeni koeficient	1,135	1,118	1,122
Hitri koeficient	0,143	0,187	0,187
Koeficient zalog	0,385	0,361	0,367
Koeficient terjatev	0,425	0,403	0,403
Koeficient kratkoročnih sredstev	0,477	0,496	0,488
Koeficient kratkoročnih obveznosti	0,337	0,365	0,376
Koeficient obračanja zalog	5,192	4,693	5,587
Koeficient obračanja terjatev	5,991	5,807	6,297
Koeficient obračana obveznosti	4,775	4,756	6,060
Koeficient obračanja obratnega kapitala	2,211	1,846	2,051
Koeficient obračanja neto obratnega kapitala	3,892	2,766	3,549

Tabela 10: Rezultati statističnega testa glede razlik v povprečjih za predkrizno obdobje in krizno obdobje

Kazalnik	Aritmetična	Std odklon	Std napaka	95% interval zaupanja		St. značilnosti (2-tailed)
	sredina			spodnji	zgornji	
Kratkoročni koef.	-0,152	-0,237	-0,020	-0,300	-0,004	0,045
Pospešeni koef.	-0,016	-0,103	-0,008	-0,131	0,098	0,777
Hitri koef.	0,044	0,167	1,386	-0,356	9,176	0,069
Koef. zalog	-0,024	0,019	0,095	-3,782	-0,995	0,001
Koef. terjatev	-0,022	0,022	0,185	-4,041	-0,399	0,017
Koef. kratkoročnih sredstev	0,018	0,001	0,001	0,004	0,032	0,010
Koef. kratkoročnih obveznosti	0,028	0,008	0,001	0,010	0,047	0,003
Koef. obračanja zalog	-0,499	0,064	0,051	-1,341	0,344	0,244
Koef. obračanja terjatev	-0,184	0,382	0,032	-0,815	0,448	0,566
Koef. obračana obveznosti	-0,019	2,389	0,793	-1,112	1,074	0,973
Koef. obračanja OB*	-0,366	-0,062	-0,005	-0,468	-0,263	0,000
Koef. obračanja neto OK*	-1,126	-8,583	-0,710	-3,158	0,907	0,275

Legenda: \* Obratni kapital.

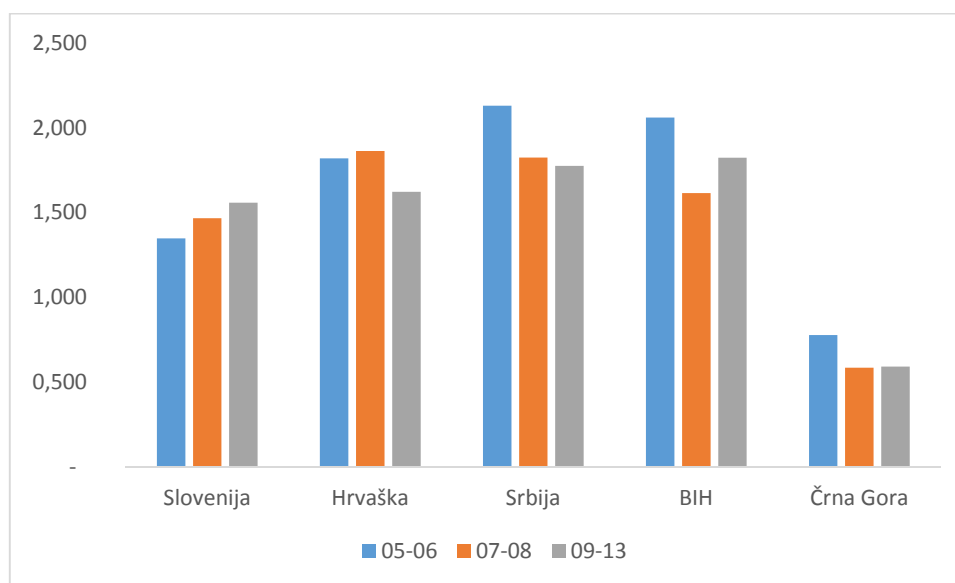
*Tabela 11: Rezultati statističnega testa glede razlik v povprečjih za krizno obdobje in pokrizno obdobje*

Kazalnik	Aritmetična	Std odklon	Std napaka	95% interval zaupanja		St. značilnosti (2-tailed)
	sredina			spodnji	zgornji	
Kratkoročni koef.	-0,004	0,064	0,005	-0,134	0,125	0,947
Pospešeni koef.	0,004	0,129	0,011	-0,105	0,113	0,945
Hitri koef.	-0,001	0,149	1,232	-6,535	6,428	0,987
Koef. zalog	0,007	0,011	0,095	-0,742	2,053	0,355
Koef. terjatev	0,001	-0,002	-0,014	-1,455	1,599	0,926
Koef. kratkoročnih sredstev	-0,008	-0,011	-0,001	-0,023	0,007	0,308
Koef. kratkoročnih obveznosti	0,010	0,009	0,001	-0,006	0,027	0,208
Koef. obračanja zalog	0,894	2,093	0,173	0,148	1,640	0,019
Koef. obračanja terjatev	0,490	0,092	0,008	0,047	0,933	0,030
Koef. obračana obveznosti	1,304	9,578	0,793	-0,619	3,226	0,182
Koef. obračanja OK*	0,206	0,115	0,010	0,103	0,309	0,000
Koef. obračanja neto OK*	0,782	2,830	0,234	-0,087	1,652	0,077

Legenda: \* Obratni kapital.

**Kratkoročni koeficient.** Aritmetična sredina kratkoročnega koeficienta vzorca podjetij se je iz predkriznega obdobja z vrednostjo 1,864 zmanjšala na 1,712, torej je razlika med njima 0,152 (tabela 9). Sprememba je statistično značilna (Tabela 10), zato zavrnilo hipotezo H<sub>0</sub>, ki pravi, da se kratkoročni koeficient iz obdobja pred krizo statistično ne razlikuje od kratkoročnega koeficienta v obdobju krize. Med panogami (Priloga 4) je največji padec koeficienta doživela panoga »proizvodnja plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov«, kjer je bilo zmanjšanje v vrednosti 0,636 (predkrizno obdobje 2,583 – krizno obdobje 1,947). Štirim panogam se je kazalnik izboljšal s prihodom v krizno obdobje, medtem ko se je sedmim panogam poslabšal. Med analiziranimi državami pa se je kazalnik kratkoročni koeficient najbolj znižal v BiH v spremembi 0,446. Rezultat sprememb prikazuje statistično značilno in občutno spremembo v vrednosti kazalnika, saj se je vrednost kazalnika med predkriznim obdobjem in kriznim obdobjem spremenila za 8,6 %. Sprememba nakazuje na povečanje likvidnostnih težav podjetij iz vzorca v kriznem obdobju.

Slika 18: *Kratkoročni koeficient po državah in obdobjih*



Sprememba aritmetične sredine obravnavanega kazalnika med pokriznem in kriznem obdobju znaša  $-0,002$ , kar pomeni, da se je kazalnik po predpostavljenem koncu krize celo malo zmanjšal, kjer pa razlika ni statistično značilna. Zato sprejmemo hipotezo H2, ki pravi, da se kratkoročni koeficient iz obdobja krize statistično ne razlikuje od kratkoročnega koeficienta v pokriznem obdobju. Kazalnik se je med državami najbolj povečal v podjetjih v BiH, vendar je treba vzeti v ozir dejstvo, da je ravno v tej državi analiziranim podjetjem v obdobju krize kazalnik najbolj padel (Priloga 2). Rezultat nakazuje na to, da se v obdobju po teoretičnem končanju krize likvidnost podjetij ni izboljšala oziroma ostaja podobna kot v kriznem obdobju.

Pospešeni koeficient. Iz vzorca podjetij se je aritmetična sredina pospešenega koeficienta kriznega obdobja v primerjavi s predkriznim obdobjem zmanjšala za  $0,016$ , kjer je bil pospešeni koeficient v predkriznem obdobju  $1,135$  ter nato v kriznem obdobju padel na  $1,118$  (Tabela 9). Sprememba ni statistično značilna, zato sprejmemo hipotezo H0 oziroma trditev, da se pospešeni koeficient iz obdobja pred krizo statistično ne razlikuje od pospešenega koeficienta v kriznem obdobju. Koeficient, katerega izračun temelji na primerjavi kratkoročnih sredstev brez zalog ter v imenovalcu kratkoročnih obveznosti, se z vstopom v krizno obdobje ni bistveno spremenil. V primerjavi kratkoročnim koeficientom, kjer je razlika statistično značilna, je potencialni razlog za neobčutljivost na krizo v tem, da pri tem kazalniku zaloge izločimo iz kratkoročnih sredstev. Kljub temu da razlika med kriznim in predkriznim obdobjem ni velika in statistično značilna, lahko prek panožne analize vidimo, da se je aritmetična sredina koeficienta zmanjšala zgolj petim panogam ter šestim panogam povečala. Ponovno je imela največji upad koeficienta panoga »proizvodnja plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov«, na drugi strani pa je največjo rast koeficienta doživela panoga »proizvodnja farmacevtskih izdelkov, kar sovpada z razlago glede defenzivnosti panoge (Salaber, 2009, str. 5). Med državami so največji upad

koeficienta imela podjetja v BiH (padec za 0,217) ter Črni gori (padec za 0,199), medtem ko je koeficient najbolj porasel v Sloveniji (porast za 0,170).

V primerjavi analize aritmetične sredine kazalnika pospešenega koeficienta med obdobjem po krizi ter kriznega obdobja vidimo, da se je aritmetična sredina povečala za 0,004 (krizno obdobje 1,118 – pokrizno obdobje 1,122). Sprememba ni statistično značilna, torej lahko sprejmemo hipotezo H2. V primerjavi z državami je kazalnik najbolj porasel v BiH (za 0,186), kjer moramo ponovno vzeti v obzir dejstvo, da je prav v kriznem obdobju pospešeni koeficient pri njih doživel največji padec. Hrvaška podjetja so prav v tem obdobju doživela največji padec kazalnika, ki se je zmanjšal za 0,145 (v krizi se je povečal za 0,061).

**Hitri koeficient.** Poslednji likvidnostni koeficient, obravnavan v raziskavi, je hitri koeficient, ki v izračunu primerja denarna sredstva v števcu ter kratkoročne obveznosti v imenovalcu. V primerjavi med kriznim in predkriznim obdobjem je kazalnik na podlagi podjetij v vzorcu narastel za 0,044 oziroma 30,8 % (Tabela 10). Sprememba glede na mejo značilnosti ni statistično značilna (Sig. 2-tailed = 0,069), zato hipotezo H0 sprejmemo. V 8 od 11 panog v obravnavani regiji v obdobju primerjave kriznega in predkriznega obdobja so imela podjetja hitri koeficient večji kot v predkriznem obdobju. Največjo rast koeficienta je imela panoga »proizvodnja plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov«, kjer je bila rast hitrega koeficienta 0,182 oziroma 141,0 % (Priloga 4). Na drugi strani pa je panoga z največjim padcem kazalnika »proizvodnja papirja in tiskarskih izdelkov« (Priloga 4). V pregledu kazalnika na primeru podjetij v državah so 3 države beležile rast ter 2 državi padec aritmetične sredine podjetij hitrega koeficienta. Največjo rast so imela podjetja iz Hrvaške (rast kazalnika za 0,092), največji padec pa iz Črne gore (−0,006). Hipoteza glede rasti kazalnika ni bila statistično sprejeta, vendar v določeni meri nakazuje smer, da so podjetja v povprečju povečala denarna sredstva v obdobju krize.

V primerjavi hitrega koeficienta v obdobjih po krizi z obdobjem krize se je kazalnik zmanjšal za 0,001, kar ponovno nakazuje na to, da se v obdobju po krizi, tj. v obdobju 2011 do vključno 2013, likvidnost na območju Zahodnega Balkana ni spremenila oziroma so podjetja delovala v podobnih razmerah kot v obdobju krize (obdobje od 2009 do vključno 2010). Hipoteza H2 je sprejeta oziroma se hitri koeficient iz obdobja krize statistično ne razlikuje od hitrega koeficienta v pokriznem obdobju. Največjo rast kazalnika je imela BiH (0,163), največji padec pa Slovenija (−0,0544) (Tabela 10). Pri analizi panog s pomočjo hitrega koeficienta so padec kazalnika beležile 4 panoge, rast kazalnika pa 7 panog.

**Koeficient zalog.** Ob predpostavki, da je predkrizno obdobje od leta 2004 do vključno 2008 ter krizno obdobje za leti 2009 in 2010, opazimo, da je v vzorcu podjetij iz držav Zahodnega Balkana aritmetična sredina koeficienta zalog padla za 2,4 odstotne točke (z 38,5 % na 36,1 %), (Tabela 10). Sprememba je statistično značilna, torej lahko zavrnilo hipotezo H0, ki pravi, da se koeficient zalog iz obdobja pred krizo statistično ne razlikuje od koeficienta zalog v kriznem obdobju. Glede na panogo je koeficient vrednost najbolj izgubil v panogi

»proizvodnja farmacevtskih izdelkov«, kjer je bil padec kar 8,4 odstotne točke (z 31,3 % na 22,9 %). Devet panog je beležilo padec koeficienta ter dve panogi manjšo rast. Največji padec koeficienta zalog so doživela podjetja iz Slovenije (-4,9 odstotne točke) ter Srbije (3,1 odstotne točke), medtem ko sta rast koeficienta zalog beležili Črna gora ter BiH.

V analizi obdobja po krizi ter kriznega obdobja glede koeficienta zalog ugotovimo, da se je aritmetična sredina na podlagi analiziranih podjetij povečala za 0,7 odstotne točke, kar pa glede na parni t-test ni statistično značilna sprememba (Tabela 11). Hipotezo H2 sprejmemo oziroma se koeficient zalog iz obdobja krize statistično ne razlikuje od koeficienta v pokriznem obdobju. Zgolj pri podjetjih iz Srbije je zaznati opazno povišanje kazalnika (za 1,2 odstotne točke). Sedem panog je beležilo rast koeficienta ter štiri panoge padec.

**Koeficient terjatev.** Na podlagi raziskave kriznega in predkriznega obdobja za koeficient terjatev, ki je izračunan kot razmerje med stanjem terjatev ter stanjem kratkoročnih sredstev, izračunamo padec kazalnika za 2,4 odstotne točke (Tabela 9). Sprememba je statistično značilna (Tabela 10), torej zavrnemo hipotezo H0. Osem obravnavanih panog je beležilo padec kazalnika in tri panoge rast. Največji padec je zaznati v panogah »ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev ter opreme« (padec za 8,6 odstotne točke) ter »proizvodnja petrokemičnih in kemičnih izdelkov (padec za 7,3 odstotne točke), (Priloga 4). Panoga z največjo rastjo kazalnika pa je bila »proizvodnja farmacevtskih izdelkov«, kjer je bila rast 6,3 odstotne točke. Glede na lokacijo podjetij v analizi so zgolj podjetja iz Slovenije beležila manjšo rast kazalnika v vrednosti 1,3 odstotne točke, medtem ko so vsa ostala podjetja iz drugih držav regije beležila padec kazalnika.

Glede na primerjavo obdobja po krizi ter kriznega obdobja pa vidimo zgolj rast kazalnika za 0,1 odstotno točko, kar pomeni, da se kazalnik po krizi ni bistveno spremenil ter da je raven terjatev v razmerju do kratkoročnih sredstev ostala podobna tisti v kriznem obdobju. Prav tako tudi sprememba ni statistično značilna, torej lahko sprejmemo hipotezo H2, ki pravi, da se koeficient terjatev iz kriznega obdobja statistično ne razlikuje od koeficienta terjatev v pokriznem obdobju. Razpon spremembe koeficientov med panogami je bil zelo velik, kjer je največji padec z 10,1 odstotno točko spremembe koeficienta doživela panoga »proizvodnje farmacevtskih izdelkov«, medtem ko je panoga »ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev in opreme« beležila rast kazalnika v vrednosti 4,1 odstotne točke (Priloga 4). Zgolj podjetja iz Hrvaške so beležila rast kazalnika v višini 2,1 odstotne točke, medtem ko so ostala podjetja iz regije beležila padec (Priloga 2).

**Koeficient kratkoročnih sredstev.** Delež kratkoročnih sredstev v sredstvih kaže koeficient kratkoročnih sredstev, ki je na podlagi vzorca podjetij iz predkriznega obdobja z vrednostjo 47,7 % narastel na 49,6 %. Sprememba je bila za 1,8 odstotne točke, kar pa ni dovolj, da bi bila statistično značilna. Hipotezo H0 sprejmemo (Tabela 10). Izmed 11 panog je 8 panog beležilo rast kazalnika ter 3 panoge padec (Priloga 4). Največjo rast je beležila panoga »proizvodnja papirja in tiskarskih izdelkov« z 9,1 odstotne točke. Največji padec koeficienta

kratkoročnih sredstev pa je doživela panoga »proizvodnja plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov« z 1,4 odstotne točke. Podjetja, kjer je aritmetična sredina kazalnika najbolj zrasla, so podjetja iz Srbije in BiH, kjer je bila rast 3,2 odstotne točke (Priloga 2). Padec je beležilo zgolj podjetje iz Črne gore, in sicer za 0,8 odstotne točke.

V primerjavi pokriznega obdobja s kriznim obdobjem glede spremembe koeficienta kratkoročnih sredstev pa je opaziti manjši padec v vrednosti 0,8 odstotne točke, kar pa ni statistično značilna sprememba, zato hipotezo H2 sprejmemo. Tri države so beležile padec koeficienta in dve rast (Priloga 2). V pregledu podjetij po panogah pa je sedem držav beležilo padec kazalnika ter štiri rast. Največjo rast med njimi je beležila panoga »proizvodnja petrokemičnih in kemičnih izdelkov« (Priloga 4).

**Koeficient kratkoročnih obveznosti.** Primerjava kriznega in predkriznega obdobja na podlagi koeficienta kratkoročnih obveznosti kaže spremembo v smeri povečanja koeficienta za 2,8 odstotne točke (s 33,7 % na 36,5 %), kar je statistično značilna sprememba (Tabela 10). Hipotezo H0 zavrnamo oziroma zavrnamo trditev, da se koeficient kratkoročnih obveznosti iz obdobja pred krizo statistično ne razlikuje od koeficienta kratkoročnih obveznosti v kriznem obdobju. Dani kazalnik, ki primerja kratkoročne obveznosti s celotnimi sredstvi, kaže na to, da so se podjetja v regiji Zahodni Balkan v obdobju krize pričela posluževati večjega dela kratkoročnega financiranja kot v predkriznem obdobju. To nakazuje na možne probleme pri pridobitvi dolgoročnih virov financiranja. Znotraj panog so največje povečanje beležile panoge »proizvodnja papirja in tiskarskih izdelkov« z rastjo za 14,1 odstotne točke, »proizvodnja tekstila, oblačil in usnja« z rastjo za 6,9 odstotne točke ter »proizvodnja kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin« s stopnjo rasti 4,0 odstotne točke. Zgolj 2 panogi sta beležili padec koeficienta. Prek analize med državami vidimo, da so vse države beležile rast kazalnika, kjer sta Srbija in Črna gora beležili rast v višini 5,0 odstotne točke ter BiH v višini 3,7 odstotne točke.

V primerjavi s koeficientom kratkoročnih sredstev, kjer je bila razlika v predkriznem obdobju 14 odstotnih točk (torej so imela podjetja v regiji 14 odstotnih točk več kratkoročnih sredstev kot kratkoročnih obveznosti), se je v kriznem obdobju razlika zmanjšala na 13,1 odstotne točke med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi (Tabela 9).

Glede na spremembo koeficienta kratkoročnih obveznosti med pokriznem in kriznem obdobju, kjer je bila rast v višini 1,0 odstotne točke, lahko ugotovimo, da razlika ni statistično značilna, zato sprejmemo hipotezo H2. Šest panog je beležilo rast ter pet panog padec koeficienta (Priloga 4). Največjo rast je beležila panoga »proizvodnja kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin«. Med državami pa so zgolj podjetja iz Slovenije beležila padec kazalnika v vrednosti 3,0 odstotne točke, kar kaže na to, da so podjetja iz Slovenije prva pričela s spreminjanjem kratkoročnega financiranja z manj tveganim dolgoročnim.

**Koeficient obračanja zalog.** Koeficient obračanja zalog, pri katerem opazujemo, kolikokrat se v enem letu v povprečju porabijo zaloge (najbližji podatek v analizi glede porabe je bil stroški materiala), je v predkriznem obdobju znašal 5,192, medtem ko je v kriznem obdobju znašal 4,693, kar pomeni, da je bila sprememba kazalnika 0,499 (Tabela 9). Če bi to pretvorili v dneve vezave zalog, bi imelo predkrizno obdobje število dni vezave zalog 70,3 dneva, krizno obdobje pa 77,8 dneva, torej so se dnevi vezave zalog podaljšali za 7,5 dneva. Razlika kljub velikemu povečanju kazalnika ni bila statistično značilna (Tabela 10). Hipotezo  $H_0$  sprejmemo, kar pomeni, da se koeficient obračanja zalog iz obdobja pred krizo statistično ne razlikuje od koeficienta obračanja zalog v kriznem obdobju. Izmed 11 obravnavanih panog se je koeficient obračanja zalog znižal 7 panogam, medtem ko se je povišal podjetjem v štirih panogah (Priloga 4). Največji padec v kriznem obdobju v primerjavi s predkriznim so doživela podjetja v panogi »proizvodnja plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov«, kjer je bil padec vrednosti kazalca kar 2,015. Zgolj v Sloveniji (+1,106) se je podjetjem iz vzorca povečal koeficient, v vseh preostalih 4 državah pa se je zmanjšal, še posebno v Srbiji, kjer je padel za 1,248 (Priloga 2).

Na drugi strani pa je glede na primerjavo obdobja po krizi s kriznim obdobjem koeficient obračanja zalog narastel za 0,894 oziroma padel glede na dneve vezave zalog za 12,4 dneva. Sprememba je statistično značilna, torej lahko zavrnemo hipotezo  $H_2$ , ki pravi, da se koeficient obračanja zalog iz kriznega obdobja statistično ne razlikuje od koeficienta obračanja zalog v pokriznem obdobju. Iz dane hipoteze lahko sklepamo, da so se podjetja v regiji Zahodnega Balkana po predpostavljenem obdobju krize pričela spopadati z optimizacijo zalog glede na raven operativnosti oziroma prodaje. Kar v 9 od 11 panogah se je koeficient povečal, kjer so izstopala podjetja iz dveh panog (Priloga 4): »proizvodnja plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov«, kjer je koeficient obračanja zalog narastel za 3,153 oziroma je 1,83-krat višji kot pred krizo, ter panoga »proizvodnja strojev in neelektronske opreme, vozil ter ostale transportne opreme«, kjer je bila sprememba 2,055. Na podlagi analize po državah so 3 države beležile rast koeficienta (Slovenija, Hrvaška, Srbija), medtem ko sta Črna gora in BiH še vedno beležili padec (Priloga 2). Podjetja iz Slovenije so izboljšale koeficient obračanja zalog za 3,048 oziroma 15,0 dni vezave.

**Koeficient obračanja terjatev.** Obdobje krize v primerjavi s predkriznim obdobjem je prav tako vplivalo na vrednost koeficienta obračanja terjatev, kjer se je vrednost znižala za 0,184 oziroma so se dnevi vezave terjatev povečali za 1,9 dneva. Sprememba ni statistično značilna, zato sprejmemo hipotezo  $H_0$  oziroma se koeficient obračanja terjatev iz obdobja pred krizo statistično ne razlikuje od koeficienta obračanja terjatev v kriznem obdobju. Sedmim panogam se je kazalnik znižal in štirim povišal (Priloga 4). Največje izstopanje je v panogi »proizvodnja petrokemičnih in kemičnih izdelkov«, kjer je vrednost kazalnika poskočila za 2,363, ter v panogi z največjim padcem koeficienta »proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov ter elektronske opreme«, kjer je se je kazalnik zmanjšal za 0,904. Na podlagi analize med državami je koeficient padel v Sloveniji (-0,563) in BiH (-0,482), v preostalih državah pa je porasel (Priloga 2).

Med primerjavo pokriznega ter kriznega obdobja je koeficient terjatev podjetij iz vzorca narastel za 0,490 oziroma so dnevi vezave terjatev padli v povprečju za 4,9 dneva. Sprememba je statistično značilna. Hipotezo H2 zavrnilo oziroma zavrnilo trditev, da se koeficient obračanja terjatev v kriznem obdobju statistično ne razlikuje od koeficienta obračanja terjatev v pokriznem obdobju. Če primerjamo koeficient obračanja v obdobju pred krizo in obdobju po krizi, vidimo, da je koeficient večji kot pred začetkom krize oziroma so dnevi vezave terjatev v povprečju celo nižji kot pred začetkom krize (60,9 dneva vezave pred krizo, v krizi 62,9 dneva, po krizi 58,0 dni). V panožni analizi se je v obdobju po krizi napram kriznemu obdobju povečal koeficient obračanja terjatev 10 od 11 panog (Priloga 4). Zgolj podjetjem v panogi »proizvodnja petrokemičnih in kemičnih izdelkov« se je koeficient zmanjšal. Največje povečanje koeficienta so beležile panoge »proizvodnja lesa, lesnih izdelkov in pohištva« (povečanje za 1,589), panoga »ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev in opreme« (povečanje za 1,558) ter panoga »proizvodnja strojev in neelektronske opreme, vozil ter ostale transportne opreme« (povečanje za 1,279). V primerjavi med državami so največje povečanje koeficienta obračanja terjatev beležila podjetja iz Srbije, kjer je bilo povečanje za 1,067 (Priloga 2).

**Koeficient obračanja obveznosti.** V analizi koeficientov obračanja zgolj en koeficient obravnava zgolj pasivno stran bilance. To je koeficient obračanja obveznosti. Ko primerjamo obdobje pred krizo in obdobje krize, vidimo, da se je koeficient obračanja obveznosti zmanjšal za 0,019 oziroma so se dnevi vezave obveznosti podaljšali za 0,3 dneva. Iz danega rezultata lahko sklepamo, da kljub temu da so se obveznosti v strukturi aktive povečevale v obdobju krize (glej komentar analize koeficienta kratkoročnih obveznosti), so obveznosti v večini primerov sledile povečanju stroškov materiala. Iz analize vidimo velike razlike med spremenljivkami in njihovo veliko razpršenost okrog aritmetične sredine (standardni odklon je 2,389). Sprememba ni statistično značilna, torej H0 sprejmemo, kar pomeni, da se koeficient obračanja obveznosti iz obdobja pred krizo statistično ne razlikuje od koeficienta obračanja obveznosti v kriznem obdobju. Podjetjem iz sedmih panog se je koeficient zmanjšal, medtem ko se je štirim povečal (Priloga 4). Med državami se je kazalnik najbolj povečal Hrvaški (za 2,274), medtem ko so največji padec doživela podjetja iz Črne gore (-1,399).

Primerjava obdobja po krizi in kriznega obdobja na koeficientu obračanja obveznosti prikazuje rast kazalnika v višini 1,304, kjer je v kriznem obdobju bila povprečna vrednost 4,756 ter v pokriznem obdobju 6,060. Če spremembo izrazimo v dnevih vezave obveznosti, bi to pomenilo spremembo 16,5 dneva vezave obveznosti (s 76,7 dneva v kriznem obdobju na 60,2 v pokriznem obdobju). Sprememba kljub visokemu porastu vrednosti kazalnika ni statistično značilna ter tako sprejmemo hipotezo H2. Razlog za sprejetje hipoteze H2 je v visokem standardnem odklonu, ki je v našem primeru 9,578 (Tabela 11). Kljub temu lahko na podlagi pregleda analize panog vidimo, da je 7 podjetij iz panog beležilo rast koeficienta ter štiri padec. Analiza med državami prikazuje zgolj Črno goro z zmanjšanjem kazalnika, medtem ko so ostale države beležile rast koeficienta (Priloga 2). Iz danega lahko do določene



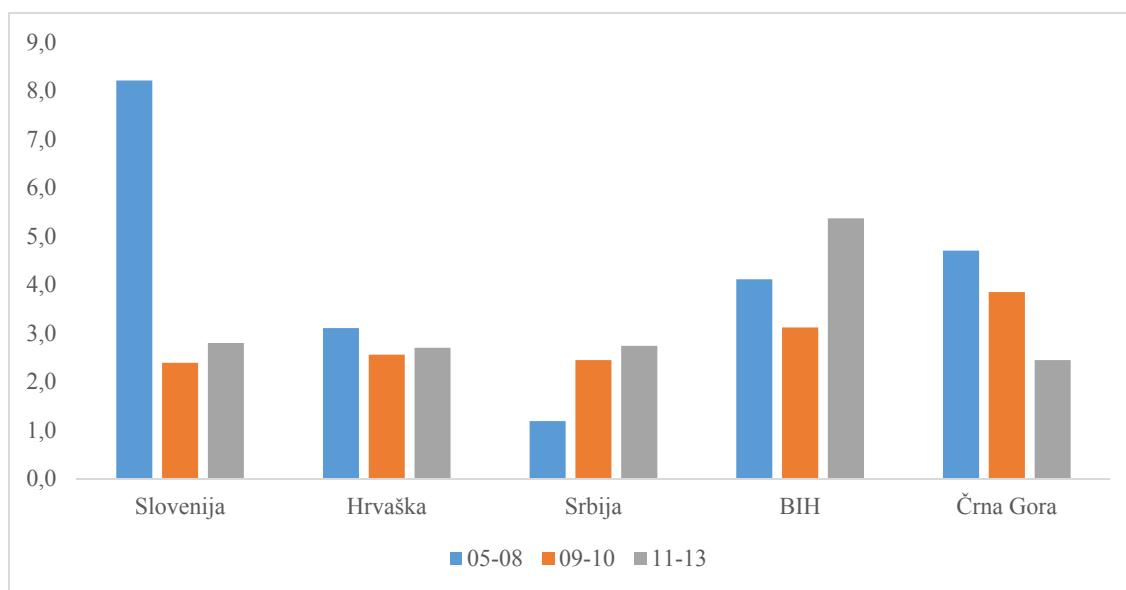
mere zaradi statistične neznačilnosti sklepamo, da so podjetja iz Zahodnega Balkana po krizi zmanjšala financiranje na račun svojih dobaviteljev ter so poiskala druge vire financiranja.

**Koeficient obračanja obratnega kapitala.** Za koeficient obračanja obratnega kapitala, kjer primerjamo prodajo in kratkoročna sredstva, smo v analizi obdobj med kriznim in predkriznim obdobjem izračunali zmanjšanje za 0,366. Ob pretvorbi kazalnika v dneve vezave obratnega kapitala to pomeni povečanje vezave za 32,7 dneva. Ena izmed sporočilnih razlag tega kazalnika bi bila, da so podjetja za financiranje zalog in terjatev morala v obdobju krize zagotoviti za 32,7 dneva več finančnih sredstev v enem operativnem ciklu. Sprememba je statistično značilna, zato hipotezo  $H_0$  zavrnilo oziroma zavrnilo trditev, da se koeficient obračanja obratnega kapitala iz obdobja pred krizo statistično ne razlikuje od koeficienta obratnega kapitala v kriznem obdobju. Ob analizi prejšnjih koeficientov obračanja (terjatev in zalog) vidimo, da se za takšen padec koeficienta odgovornost v večji meri išče v nepravilnem ravnanju z zalogami v času krize, saj je bil padec kazalnika zalog bistveno višji (-0,499) kot padec terjatev (-0,184). Ob pregledu panog vidimo, da se je koeficient prav v vsaki panogi zmanjšal, kjer pa sta največji padec koeficienta beležili panogi »ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev in opreme« z zmanjšanjem za 0,882 ter panoga »proizvodnja strojev in neelektronske opreme, vozil ter ostale transportne opreme« s padcem za 0,592 (Priloga 4). Najmanjši padec kazalnika pa sta imeli panogi »proizvodnja plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov« s padcem 0,208 ter panoga »proizvodnja farmacevtskih izdelkov« s padcem 0,211. Med državami so prav tako vse države beležile padec vrednosti koeficienta, kjer sta še najmanjši padec beležili Hrvaška (-0,236) in Slovenija (-0,298) (Priloga 2). Na drugi strani pa so največji padec zabeležila podjetja iz Črne gore (-0,854) in Srbije (0,451).

Ob analizi obravnavanega koeficienta za naslednji dve primerljivi obdobji (pokrizno in krizno obdobje) vidimo, da se je količnik povečal za 0,206 oziroma so se dnevi vezave obratnega kapitala (terjatev in zalog) zmanjšali za 19,8 dneva. Hipotezo  $H_2$  zavrnilo, saj je sprememba statistično značilna (Tabela 11). Glede na izid potrjene hipoteze smemo sklepati, da so po obravnavanem modelu obdobja konca krize podjetja na območju Zahodnega Balkana pričela veliko bolj smiselno upravljati s terjatvami in z zalogami oziroma so relativno veliko bolj povečala prodajo kot pa vrednost terjatev in zalog. Na osnovi analize panoge koeficienta obračanja obratnega kapitala vidimo, da je devet panog beležilo povečanje koeficienta, dve panogi pa minimalno zmanjšanje (Priloga 4). Najvišjo rast koeficienta sta beležili panogi »ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev in opreme« z rastjo vrednosti za 0,528 ter »proizvodnja papirja in tiskarskih izdelkov« za 0,391. Edina država, ki je beležila padec koeficienta, je bila Črna gora, medtem ko so ostale države beležile rast (Srbija 0,265; Slovenija 0,251), (Priloga 2).

**Koeficient obračanja neto obratnega kapitala.** Kot povzetek vseh koeficientov obračanja se najpogosteje uporablja koeficient obračanja neto obratnega kapitala, ki temelji na izračunu koeficienta obračanja kapitala, vendar so od kratkoročnih sredstev (terjatev in zalog) odštete obveznosti do dobaviteljev. V analizi obdobj primernosti predkriznega obdobja ter kriznega obdobja na območju držav Zahodnega Balkana na vzorcu podjetij vidimo, da se je koeficient obračanja neto obratnega kapitala zmanjšal za 1,126. Ob pretvorbi koeficienta v dneve vezave neto obratnega kapitala se je podjetjem, zajetim v vzorcu, povečala vezava neto obratnega kapitala za 38,2 dneva. Sprememba ni statistično značilna, torej lahko sprejmemo hipotezo H0, kar pomeni, da se koeficient obračanja neto obratnega kapitala v predkriznem obdobju statistično ne razlikuje od koeficienta obračanja neto obratnega kapitala v kriznem obdobju. Deset od 11 panog je v času krize zmanjšalo koeficient obračanja neto obratnega kapitala. Prav tako je zgolj Srbija povečala koeficient, medtem ko so ga ostale države zmanjšale. Med državami z največjim zmanjšanjem koeficienta je bila Slovenija z zmanjšanjem vrednosti koeficienta za 5,821.

*Slika 19: Koeficient obračanja neto obratnega kapitala po državah*



Pri analizi pokriznega in kriznega obdobja koeficienta obračanja neto obratnega kapitala se je koeficient povečal za 0,782 oziroma so se dnevi vezave neto obratnega kapitala zmanjšali za 29,1 dneva. Razlika tudi med tem obdobjem ni statistično značilna. Hipotezo H2 lahko sprejmemo oziroma se koeficient obračanja neto obratnega kapitala v obdobju krize statistično ne razlikuje od koeficienta obračanja neto obratnega kapitala v pokriznem obdobju. V analizi panog raste kazalnik v devetih panogah, medtem ko se je koeficient zmanjšal v dveh panogah. Največjo absolutno rast koeficienta je beležila panoga »proizvodnja kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin« z rastjo kazalnika za 2,316, največji padec pa panoga »proizvodnja tekstila, oblačil in usnja« s padcem kazalnika za 1,711. Med državami je zgolj Črna gora beležila padec v vrednosti 1,402, medtem ko so

podjetja iz vzorca iz ostalih držav Zahodnega Balkana beležila rast. Največjo rast koeficienta v pokriznem obdobju je zabeležila BiH (za 2,253).

**Povzetek analize.** Na območju držav Zahodnega Balkana se je podjetjem, zajetim v analizo, s prihodom v krizno obdobje poslabšala likvidnost. To nakazuje predvsem kratkoročni koeficient, kar lahko s statistično značilnostjo posplošimo na celotno območje. Z vidika vseh koeficientov likvidnosti vidimo, da se je hitri koeficient v krizi celo povečal, kar pomeni, da so podjetja postala veliko bolj previdna z vidika denarnih sredstev, saj lahko v primeru posamezne zakasnitve plačila obveznosti kupca hitro zaidejo v težave, kot so znižanje bonitetne ocene, prekinitev oziroma kršenje pogodb z dobavitelji oziroma v skrajnem primeru stečaj.

Prav tako pa se likvidnost analiziranih podjetij tudi po kriznem obdobju ni bistveno spremenila oziroma se je v določenih primerih celo poslabšala (sprememba kratkoročnega koeficient za  $-0,004$ , sprememba hitrega koeficienta za  $-0,001$ ). Glede na gospodarske kazalnike držav Zahodnega Balkana vidimo, da se je kriza v nekaterih državah še vedno nadaljevala. Tako je povprečna letna rast BDP na Hrvaškem in v Sloveniji tudi v pokriznem obdobju še vedno negativna (tabele 8), prav tako pa je povprečna letna stopnja brezposelnosti v pokriznem obdobju v vseh državah razen v Makedoniji večja kot v kriznem obdobju (Priloga 6).

Koeficient zalog in koeficient terjatev sta se v kriznem obdobju zmanjšala, vendar se je koeficient kratkoročnih sredstev povečal, kar pomeni, da so se denarna sredstva v podjetjih povečala za več kot zaloge in terjatve skupaj (Tabela 9). Po kriznem obdobju so koeficienti terjatev, zalog, kratkoročnih sredstev in kratkoročnih obveznosti ostali na podobni ravni kot v kriznem obdobju. Iz rezultatov kazalnikov sklepam, da so podjetja z namenom prilagajanja kriznemu obdobju oziroma negotovim okoliščinam ali pomanjkanju primernih poslovnih priložnosti zmanjšala svoje investicije tako v osnovna sredstva (IMF2, 2015, str. 25) kot tudi v obratna sredstva. Na drugi strani pa so k zmanjšanju terjatev prav gotovo pripomogli odpisi slabih oziroma neizterljivih terjatev, ki so se zaradi problemov z izterjavo močno povečale v obdobju krize. Na drugi strani je manjša prodaja vodila k povečanju odpisov nekurantne oziroma slabo obračljive zaloge, kar je tudi vodilo k zmanjševanju ravni zalog v bilancah stanja podjetij.

Glavni razlog za padec koeficienta obračanja zalog in koeficienta obračanja terjatev je velik padec prodaje. Kljub temu da je koeficient terjatev in zalog padel, sta koeficienta obračanja zalog in obračanja terjatev padla. Ena izmed pomembnejših ugotovitev je tudi rast koeficienta kratkoročnih obveznosti v kriznem obdobju, kar lahko povežemo s kreditnim krčem v finančnem sektorju. Tako so se podjetja v iskanju kakršnihkoli virov sredstev zatekla tudi k reprogramiranju svojih kreditov s kratkoročnimi viri. To pomeni, da so podjetja zmanjšala zaloge in terjatve v kriznem obdobju, vendar je bilo krčenje njihovega poslovanja večje.

Do določene mere sumirani koeficient obračanja zalog in terjatev je koeficient obračanja obratnega kapitala, ki se je statistično značilno zmanjšal, kar pomeni, da so se podjetja neprimerno odzvala na krizo, saj niso primerno zmanjšala zalog in terjatev glede na novo raven prodaje oziroma operativnosti. Na drugi strani se koeficient obračanja obveznosti v kriznem obdobju ni bistveno spremenil, torej bi lahko sklepali, da so se podjetja vsaj na strani obveznosti pravilno odzvala na prihod krize. Iz koeficienta kratkoročnih obveznosti pa lahko vidimo, da so se v primerjavi s celotnimi sredstvi kratkoročne obveznosti v krizi močno povečale (s 33,7 % v predkriznem obdobju na 36,5 % v kriznem obdobju). Sklep glede ravnanja z obveznostmi v kriznem obdobju bi bil, da so podjetja zaradi zmanjšanja likvidnosti poskušala pridobiti dodatna denarna sredstva s podaljševanjem plačilnih rokov oziroma predvsem z nepravočasnim plačevanjem svojih obveznosti. Ravno povečanje obveznosti je tudi razlog, zakaj sem zavrnil hipotezo glede spremembe koeficienta neto obračanja obratnega kapitala.

V obdobju po krizi so se vsi koeficienti obračanja izboljšali, kar pomeni, da so podjetja pričela z racionalizacijo zalog, terjatev in obveznosti glede na obseg poslovanja. Glede na koeficiente zalog, terjatev, kratkoročnih sredstev in kratkoročnih obveznosti, ki so ostali podobni kot v kriznem obdobju, ter gleda na to, da so se koeficienti obračanja izboljšali, lahko sklepamo, da so podjetja ohranila enako raven zalog, terjatev in obveznosti kot v kriznih časih, vendar pa so se jim izboljšali prodajni oziroma operativni rezultati.

Raziskava predkriznega, kriznega in pokriznega obdobja podjetij na območju Zahodnega Balkana kaže na to, da so podjetja v krizo v večini stopila nepripravljena oziroma nefleksibilna glede sprememb prilagajanja novim razmeram. V prvi vrsti so se jim povečali problemi z likvidnostjo, ki so jih reševali z odlogom plačila svojih obveznosti. Na drugi strani so v krizi zmanjševali terjatve in obveznosti, vendar ne v zadostni meri, zato so se jim koeficienti obračanja poslabšali. V pokriznem obdobju podjetja kljub povečani prodaji ohranjajo manjše zaloge in terjatve, medtem ko se jim je obrat obveznosti močno povečal, kar pomeni, da so se jim pogoji na strani nabave močno poslabšali. Prav iz tega razloga tudi koeficient obračanja obratnega kapitala in koeficient obračanja neto obratnega kapitala nista dosegla ravni iz predkriznega obdobja.

Glede na navodilo revizijske hiše Deloitte (Deloitte, 2013, str. 3) morajo podjetja v kriznih časih narediti vse, da pridobijo denarna sredstva. Prav obratni kapital je eno izmed področij, kjer lahko v zelo kratkem času, brez večjih prestrukturiranj, pridobimo veliko prostih denarnih sredstev. Prav zato bi se morala podjetja pripraviti za naslednje finančne/gospodarske krize na način, kako bi glede na spremenjen obseg poslovanja prilagajala svoje ravni obratnega kapitala.

## SKLEP

Upravljanje z obratnim kapitalom predstavlja pomemben del vsakodnevnega odločanja vodstev podjetij, kjer velik del odločitev izhaja tudi iz okolja oziroma lokalnega in mednarodnega gospodarstva. Celotna politika upravljanja z obratnim kapitalom temelji na tehtanju med varnostjo poslovanja oziroma likvidnostjo in dobičkonosnostjo.

Glavni cilj magistrskega dela je bil usmerjen na vprašanje, ali gospodarski cikli oziroma zadnja finančna kriza vplivajo na obseg in strukturo obratnega kapitala. Skozi celotno magistrsko delo sem zato najprej prek teoretičnega pregleda in v drugem delu prek empirične raziskave poskušal najti odgovor na zastavljeno vprašanje.

Teoretični del predstavlja terminologijo in različne interpretacije obratnega kapitala ter posamezne podkategorije obratnega kapitala. Konceptualno je možno celotno upravljanje z obratnim kapitalom strniti v zgoznen kazalnik, s katerim lahko primerjamo posamezna podjetja in panoge med seboj. To je obrat denarja oziroma denarni krogotok. Krajši kot je obrat, učinkovitejše upravljamo procese. Z namenom čim uspešnejšega upravljanja z obratom denarja moramo najprej spoznati vsebino sestavnih delov koncepta denarnega krogotoka, ki ga predstavljajo zaloge, terjatve, obveznosti do dobaviteljev in pogojno denarna sredstva.

Pri obravnavi zalog se osredotočamo na modele optimiziranja vrednosti zalog in primerne naročanja (JIT, model optimalne količine naročila, ABC-sistem), zato sem v magistrskem delu povzel glavne značilnosti posameznih metod. Poslovne terjatve, ki izvirajo iz prodaje izdelkov in storitev na odlog plačila, so v krogotoku denarja zavedene kot povprečno obdobje unovčevanja terjatev. Pri upravljanju s terjatvami je bistvenega pomena oblikovanje primerne kreditne politike. Pri upravljanju s poslovnimi obveznostmi je pozornost usmerjena na plačilne roke oziroma na tehtanje med odločitvijo, ali izkoristiti ponujene popuste za plačilo pred rokom zapadlosti ali ne.

Podjetja potrebujejo za zagotavljanje nemotenega poslovnega procesa ustrezno raven kratkoročnih naložb oziroma sredstev. S povečanjem obratnih sredstev podjetja zmanjšujejo možnost nenadnih zaustavitev proizvodnje, potencialne izgube prodaje in podobnih stroškov, vendar na drugi strani s povečanjem kratkoročnih sredstev in z enakim dobičkom zmanjšujejo dobičkonosnost sredstev. V teoriji zato obstajajo tri politike, s katerimi lahko razlikujemo različne modele investiranja v kratkoročna sredstva. Tako obstajajo omejevalna politika, ki zagovarja majhen obseg kratkoročnih sredstev, sproščena politika, kjer podjetje veliko investira v kratkoročna sredstva, ter zmerna politika, ki zasleduje neko sredinsko oziroma povprečno stopnjo investiranja v kratkoročna sredstva.

Pri politikah financiranja v kratkoročna sredstva se odločamo glede optimalnega razmerja med dolgoročnim in kratkoročnim dolgom, kjer tehtamo med tveganjem in donosnostjo. Bolj

kot se podjetje zanaša na kratkoročni dolg, večja je nevarnost nelikvidnosti. Na drugi strani ima večja uporaba kratkoročnega dolga v primerjavi z dolgoročnim prednost v tem, da je kratkoročni dolg cenejši in fleksibilnejši način financiranja. Obstajajo tri vrste politik financiranja obratnih sredstev. Politika izenačevanja ročnosti oziroma zmerna politika predvideva, da se celotna dolgoročna sredstva in vsa trajna kratkoročna sredstva financirajo z dolgoročnimi viri ter se izključno začasna kratkoročna sredstva financirajo s kratkoročnimi viri. Pri agresivni politiki se tudi del trajnih sredstev financira s kratkoročnimi viri, medtem ko pri konservativni politiki uporabljamo dolgoročne vire tudi za financiranje določenega dela enkratnih oziroma sezonskih sredstev.

Prek interpretacije kazalnikov likvidnosti in obračanja ter predstavitve njihovih slabosti oziroma pomanjkljivosti sem zapolnil teoretično vrzel, prek katere sem lahko nadaljeval bolj natančno raziskovanje hipotez magistrskega dela. Razlog za uporabo kazalnikov je v prikazovanju primerjave tveganja in dobičkonosnosti podjetij, kjer velikost podjetij ni pomembna. Obstaja pet skupin razmernostnih finančnih kazalnikov, kjer le kazalniki obračanja in likvidnosti merijo učinkovitost in primernost obsega in strukture obratnega kapitala. Kazalniki plačilne sposobnosti opozarjajo na problem likvidnosti in predpostavljajo, da podjetje lažje zagotavlja plačilno sposobnost, če so kratkoročne obveznosti pokrite z večjim zneskom kratkoročnih sredstev. Na drugi strani koeficienti obračanja kažejo razmerje med prodajo oziroma operativnostjo ter sredstvi, ki jih potrebujemo za doseganje te ravni prodaje oziroma proizvodnje. Primarno prikazujejo učinkovitost upravljanja sredstev, kjer posredno vplivajo na dobičkonosnost podjetja. Najpogostejši koeficienti likvidnosti so kratkoročni, pospešeni in hitri koeficient, medtem ko se koeficienti obračanja delijo na podlagi podsestavin obratnega kapitala, ki so: koeficient obračanja zalog, koeficient obračanja terjatev, koeficient obračanja obveznosti in koeficient obračanja (neto) obratnega kapitala.

Z namenom boljšega razumevanja gospodarskih ciklov in še posebno zadnjega večjega upada gospodarske aktivnosti v naši neposredni bližini sem magistrsko delo nadaljeval s proučevanjem gospodarske krize na območju držav Zahodnega Balkana.

Kriza, ki je ekonomski odločevalci na začetku niso jemali resno oziroma so podcenjevali njeno moč, je imela močan vpliv tako na ekonomsko kot tudi politično in družbeno okolje. Razlogov za nastanek krize na obravnavanem območju je veliko in niso enoznačni, vendar je eden od glavnih prav vpetost držav Zahodnega Balkana v ekonomske tokove EU.

Države Zahodnega Balkana so se s krizo sprva spopadle pričakovano, kjer so poskušale umiriti padanje gospodarske rasti prek ekspanzijske politike, ki pa zaradi velikosti in moči krize ni trajala dolgo. Države so zato bile po letu ali dveh prisiljene v varčevalne ukrepe. Centralne banke so poskušale ponovno pridobiti zaupanje ljudi v bančni sistem. Državam so na pomoč priskočile tudi mednarodne inštitucije, ki so prek določenih programov ponudile finančno pomoč, predvsem v smeri oživitve finančnega sektorja. Odtis krize na države

Zahodnega Balkana je viden še danes, saj je kriza znižala BDP posameznih držav, poslabšala zunanji dolg in s tem povečala obveznosti iz naslova poplačila obresti. Kljub že nizki stopnji zaposlenosti v predkriznem obdobju se je zaposlenost v kriznem obdobju občutno poslabšala.

Ob pregledu obstoječe literature sem ugotovil, da je na tem področju veliko pomanjkanje raziskav, še posebej analiz s področja vpliva gospodarskih ciklov oziroma kriznih obdobj na spremembo obratnega kapitala podjetij. Kljub temu je na drugi strani množica podobnih raziskav s področja vpliva obratnega kapitala podjetij na kazalnike dobičkonosnosti podjetij.

Pri pregledu raziskav s področja ekonomskih ciklov in vpliva na obratni kapital sem našel zgolj dve raziskavi (raziskava turških podjetij in analiza podjetij iz borznega indeksa S&P500), ki neposredno raziskujeta področje vpliva krize na obseg in strukturo obratnega kapitala. Predvsem ameriška podjetja tudi v obdobju po krizi ostajajo previdna in preferirajo likvidnost v primerjavi z dobičkonosnostjo. Pomembna ugotovitev, ki jo lahko razberemo med raziskavami, je tudi ta, da v obdobju krize upravljanje z obratnim kapitalom veliko pomembneje vpliva na dobičkonosnost kot v obdobjih prosperitete.

Večji del obravnavanih raziskav, ki analizirajo države oziroma skupine držav iz vseh delov sveta, prikazuje močan vpliv obratnega kapitala na dobičkonosnost. Zanimiva ugotovitev je tudi ta, da je v razvitih državah povezljivost obratnega kapitala in dobičkonosnosti predvidljiva oziroma raziskovalci prihajajo do enakih rezultatov, medtem ko v državah v razvoju ni enoznačne povezave in so lahko rezultati celo nasprotni od postavljene prvotne hipoteze.

V raziskavi, kjer sem naredil statistično analizo podjetij iz držav Zahodnega Balkana in vpliva krize na obratni kapital podjetij, sem prišel do ne vedno enoznačnih in predvidljivih rezultatov, vendar lahko iz nekaterih kazalnikov povzamem nekatere bistvene ugotovitve. Iz kratkoročnega in pospešenega koeficienta, ki se jima je znižala vrednost, bi lahko sklepali, da se je likvidnost poslabšala. Vendar se je na drugi strani hitri koeficient izboljšal, kar nakazuje na to, da so imela podjetja glede na raven obveznosti manj zalog in terjatev, vendar več denarnih sredstev. V nadaljevanju takšno tezo potrdi tudi koeficienti zalog, terjatev in kratkoročnih sredstev, saj sta se koeficienta zalog in terjatev zmanjšala, medtem ko se je koeficient kratkoročnih sredstev povečal. To pomeni, da so se zaloge in terjatve zmanjšale manj, kot so se povečala denarna sredstva, kar namiguje na tezo, da so podjetja zmanjševala investicije v zaloge in terjatve (prav tako tudi v investicije v osnovna sredstva) ter preostanek hranila v najbolj likvidnih denarnih sredstvih. Na drugi strani so podjetja zaradi likvidnostnega krča bank poskušala pridobiti nove vire sredstev, ki pa so bili večinoma kratkoročni, kar nakazuje tudi povečanje koeficienta kratkoročnih obveznosti v kriznem obdobju. Podjetja so, kljub temu da se je znižala raven zalog in terjatev, beležila padec koeficienta obračanja zalog in terjatev. Torej so še vedno premalo znižala zaloge in terjatve

glede na obseg proizvodnje in prodaje. Prav tako na neprimerno oziroma nepravočasno odzivnost nakazuje statistično značilno zmanjšanje koeficienta obračanja obratnega kapitala.

Prav tako sem v delu magistrskega dela, kjer sem s pomočjo statistične analize preveril hipotezo, ali je gospodarska kriza vplivala na obseg in strukturo obratnega kapitala, poskušal najti odgovor na pet vprašanj, ki sem si jih zastavil v uvodu.

Odgovor na vprašanje, ali je gospodarska kriza vplivala na obseg obratnega kapitala na območju Zahodnega Balkana, je na podlagi raziskave pritrđen. Določene panoge in tudi države znotraj skupine držav Zahodnega Balkana so doživele različne spremembe na področju obratnega kapitala, vendar trend sprememb nakazuje podobno usmeritev. V večini primerov so podjetja vstopila v krizo nepripravljena in so se prepočasi odzvala na spremembe. Najprej so se jim povečali problemi z likvidnostjo, ki so jih reševali z odlogom plačil obveznosti. Prav tako so pričeli v krizi zmanjševati terjatve in zaloge, vendar še vedno ne v zadostni meri, zato sta se jim koeficienta obračanja zalog in obračanja terjatev poslabšala. Po krizi se je podjetjem z območja Zahodnega Balkana prodaja povečala, kjer pa so zadržali ravni zalog in terjatev na nižjih ravneh, zato se jim je koeficient obračanja obratnega kapitala izboljšal. Edini koeficient obračanja, ki se je po kriznem obdobju dodatno poslabšal, je koeficient obračanja obveznosti, kar pomeni, da so se jim plačilni pogoji na strani dobav še dodatno poslabšali oz. so podjetja zmanjšala zamude pri plačilih.

Najbolj na udaru (glede na koeficient obračanja obratnega kapitala) so bila podjetja iz panog proizvodnje strojev, neelektronske opreme ter proizvodnje petrokemičnih in kemičnih izdelkov. Na drugi strani so najmanjši padec doživela podjetja iz panog proizvodnje farmacevtskih izdelkov ter panoge proizvodnje plastičnih, gumenih in ostalih izdelkov.

V primerjavi med obravnavanimi državami so največji padec koeficientov obračanja neto obratnega kapitala doživela podjetja iz Slovenije, v primeru koeficienta obračanja obratnega kapitala pa Črna gora in Srbija. Zmanjšanje koeficientov likvidnosti pa so doživela podjetja predvsem iz Srbije, BiH in Črne gore.

Tudi likvidnost raziskovanih podjetij se po kriznem obdobju ni izboljšala, kar nakazuje na kontinuirano nadaljevanje gospodarske krize po začetnem kriznem obdobju v letih 2009 in 2010. Na to se navezujejo tudi ostali makroekonomski kazalniki, saj je bila povprečna rast BDP na Hrvaškem in v Sloveniji po kriznem obdobju še vedno negativna ter povprečna letna stopnja brezposelnosti v vseh državah razen v Makedoniji večja kot v kriznem obdobju.

Zaradi pomanjkanja podobnih raziskav glede vpliva gospodarskih ciklov na obseg obratnega kapitala v bližnji geografski okolici je težko enoznačno posplošiti, da ugotovitev o vplivu ciklov na obratni kapital velja za vse države in panoge.



## LITERATURA IN VIRI

1. Atrill, P., & McLaney E. (2000). *Accounting and Finance for non-specialist* (3<sup>rd</sup> ed.). London: Financial Times Prentice Hall.
2. Arvai, Z., Driessen, K., & Otker-Robe, I. (2009). *Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe (IMF Working Paper)*. Washington, D. C.: Mednarodni denarni sklad.
3. Archavli, E., Siriopoulos, K., & Arvanitis S. (2012). *Determinants of working capital management*. Heraklion: Technological Educational Institute (T.E.I) of Crete.
4. Anderson, R. (2003). Capital structure, firm liquidity and growth. V *Zbornik Firms' Investment and Finance Decisions. Theory and Empirical Methodology* (str. 270–291). Cheltenham: National Bank of Belgium.
5. Bajt, A., & Štiblar F. (2004). *Ekonomija. Ekonomska analiza in politika* (2<sup>nd</sup> ed.). Ljubljana: GV založba.
6. Bartlett, W., & Prica I. (2012). The Variable Impact of the Global Economic Crisis in South East Europe. *LSEE – Research on South Eastern Europe*, 56(191), 7–34.
7. Bartlett, W., & Prica I. (2016). Interdependence between Core and Peripheries of the European Economy: Secular Stagnation and Growth in the Western Balkans. V *Paper for SSEES100 Economics and business Conference »Achievements and Challenges for the Emerging Economies of Central Europe* (str. 1-23). London: London School of Economics and Political Science.
8. Bašić, M., & Veledar B. (2012). Impact of Financial Crises on Company's Financial Performance in Bosnia and Hercegovina. V *6<sup>th</sup> International Conference of the School of Economics and Business. Beyond the Economic Crisis: Lessons Learned and Challenges Ahead* (str. 849-865). Sarajevo: University of Sarajevo, School of Economics and Business.
9. Bechev, D. (2012). *The Periphery of the Periphery: The Western Balkans and the Euro Crisis*. London: European Council on Foreign Relations.
10. Bergant, Ž. (1999). Ali so kratkoročni, pospešeni in hitri koeficienti res informacije o kratkoročni plačilni sposobnosti?. V *Zbornik referatov 31. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 395–410). Portorož: Koordinacijski odbor Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
11. Bergant, Ž. (2007). Nekaj stranpoti teorije in prakse analiziranja plačilne sposobnosti podjetja. *Economic and Business Review for central and South-Eastern Europe*, Posebna številka, 409–429.
12. Berk, S. A., Lončarski, I., & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance* (1. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
13. Berk, S. A. (2012). *Obratni kapital – Pregled izhodišč in posebnih izzivov iz prakse*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
14. Block, S., & Hirt G. (2000). *Foundations of Financial Management* (9<sup>th</sup> ed.). Boston: The McGraw-Hill Companies.

15. Brigham, F. E, & Daves, R. P. (2013). *Intermediate financial management* (11<sup>th</sup> ed.). Masson: South-Western.
16. Buchman, P., Roos, A., Jung, U., & Wortler, M. (2008). *Cash for Growth. The Neglected Power of Working-Capital Management*. Hamburg: The Boston Consulting Group.
17. Bunc, M., & Trop K. V. (1999). *Uvod v politično ekonomijo tržnega gospodarstva*. Kranj: Založba Moderna organizacija.
18. Chatterjee, S. (2012). The impact of working capital on the profitability: Evidence from the Indian firms. Najdeno 8. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2125228>.
19. Cohen, J. B., Robbins, S., & Young, A. (1994). *The financial manager*. Columbus: Publishing Horizons.
20. Colina, J. (2002). Working capital optimization. *Pulp and Paper*, 76(7), 64.
21. Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3), 573–587.
22. Duggal, R., & Budden, C. M. (2012). The Effects Of The Great Recession On Corporate Working Capital Management Practices. *International Business & Economics Research Journal*, 11(7), 753–756.
23. Ehrhardt, M., & Brigham, E. (2003). *Corporate Finance: A focused Approach*. Mason: South-Western Thomson Learning.
24. Eljelly, M. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 48–61.
25. Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2013). The impact of working capital management on the firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36–49.
26. Ernst & Young. (2013). All tied up. Working capital management report 2013. Najdeno 4. maja 2014 na spletnem naslovu [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Working\\_capital\\_management\\_2013:\\_all\\_tied\\_up/\\$FILE/All\\_Tied\\_Up\\_2013\\_DE0430.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Working_capital_management_2013:_all_tied_up/$FILE/All_Tied_Up_2013_DE0430.pdf)
27. European Bank. (2012). *Making sense of competitiveness indicators in south-eastern Europe*. London: European Bank for Reconstruction and Development.
28. Ganić, M. (2012). The Transmission of European Debt Crisis on the Region of Western Balkans: Some Stylized Fact. V *Electronic International Interdisciplinary Conference 2012, September 3. – 7. 2012* (str. 231–237). Sarajevo: International University of Sarajevo.
29. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The Relationship between Working Capital Management And Profitability: Evidence from the United States. *Business and Economic Journal*, 12, 56–65.
30. Groznik, P. (2002, 20. januar). Poslovni cikli in trgi kapitala so povezani. Najdeno 4. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/16859/Poslovni-cikli-in-trgi-kapitala-so-povezani?metered=yes&sid=465166108>

31. Hočevar, M., Igličar, A., & Zaman, M. (2002). *Osnove računovodstva* (1. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. IMF. (2015). Fiscal Deficit and Public Debt in the Western Balkans: 15 Years of Economic Transition. *Working Paper 15/172. IMF Regional Economic Issues Special Report*. Najdeno 6. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2015/eur/eng/pdf/REI0515.pdf>
33. IMF2. (2015). *Regional Economic Issues. Central, Eastern, and Southeastern Europe. Mind the Credit Gap*. Washington: International Monetary Fund.
34. Jones, P. C. (2000). *Investments* (7<sup>th</sup> ed.). New York: John Wiley & Sons Corp.
35. Josic, H., & Josic, M. (2012). Non-Interest Current Account Sustainability in Central and Eastern European (CEEC) and Baltic Counties. V *6<sup>th</sup> International Conference of the School of Economics and Business. Beyond the Economic Crisis: Lessons Learned and Challenges Ahead* (str. 849–865). Sarajevo: University of Sarajevo, School of Economics and Business.
36. Kesimili, I., & Gunay, G. S. (2011). The impact of the global economic crisis on working capital of real sector in Turkey. *Business and Economic Horizons*, 4(1), 52–69.
37. Keown, J., Martin, D., Petty, W., & Scott D. (2001). *Foundations of Finance. The Logic and Practice of Financial Management* (3<sup>rd</sup> ed.). New York: Prentice Hall.
38. Krugman, P. (2009). *Vrnitev ekonomske depresije in kriza leta 2008* (1. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
39. Kamnar, H. (2010). Vodenje javnih financ v času gospodarske krize. V *Zbornik 42. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 236–238). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
40. Kapetanović, S. R., Resić, E., & Balavac, M. (2012). Growth Prospects of Remittances in Transition Economies. V *6<sup>th</sup> International Conference of the School of Economics and Business. Beyond the Economic Crisis: Lessons Learned and Challenges Ahead* (str. 849–865). Sarajevo: University of Sarajevo, School of Economics and Business.
41. Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). The relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 1–12.
42. Lončar, S. (2007). *Working Capital Management Practices of Croatian Companies* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Mathuva, M. D. (2010). The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms. *Research Journal of Business Management*, 4(1), 1–11.
44. Megginson, W. L., & Smart, S. B. (2006). *Introduction to corporate finance*. Mason: South-Western.
45. Moerec, B., & Rašković, M., (2012). SMEs' Investment Dynamic before and during the Economic Crisis: Evidence from Slovenia. V *6<sup>th</sup> International Conference of the School of Economics and Business. Beyond the Economic Crisis: Lessons Learned and*

- Challenges Ahead* (str. 102–113). Sarajevo: University of Sarajevo, School of Economics and Business.
46. Mramor, D. (1999, 20. maj). Finančno upravljanje kot faktor kakovosti poslovanja slovenskega podjetja. V *Forum odličnosti in mojstrstva* (str. 16–29). Najdeno 5. maja 2015 na spletnem naslovu [http://www.fos.unm.si/media/pdf/forum/11\\_forum/11\\_forum1999\\_mramor.pdf](http://www.fos.unm.si/media/pdf/forum/11_forum/11_forum1999_mramor.pdf)
  47. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ* (2<sup>nd</sup> ed.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
  48. Mramor, D. (1999). Sodobna finančna analiza podjetja. V *Zbornik referatov 31. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 327–339). Portorož: Koordinacijski odbor Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
  49. Moerec, B., & Valentinčič, A. (2010). Vrednotenje gospodarskih kategorij v pogojih gospodarske krize. V *Zbornik 42. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 42–53). Portorož: Koordinacijski odbor Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
  50. Mikerević, D. (2009). *Financijski management*. Banja Luka: Ekonomski fakultet u Banjoj Luci.
  51. Odar, M., Hieng, R., & Zupančič, V. (2011). *Finančno računovodstvo za družbe* (1. izd.). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
  52. Okicic, J., & Horvath, R. S. (2012). The Effect of the Global Financial Crisis on Capital Markets in central and Eastern Europe. V *6th International Conference of the School of Economics and Business. Beyond the Economic Crisis: Lessons Learned and Challenges Ahead* (str. 849–865). Sarajevo: University of Sarajevo, School of Economics and Business.
  53. O'Sullivan, A., Sheffrin, M. S., & Perez, J. S. (2010). *Economics: principles, applications, and tools* (6<sup>th</sup> ed.). New York: Upper Saddle River.
  54. Palepu, K. G., Healy, P., & Bernard, V. (2004). *Business Analysis & Valuation* (3<sup>rd</sup> ed.). Mason: South-Western.
  55. Panigrahi, A. (2015). Managing Working Capital – A practical Approach. *International Journal on Textile Engineering and Processes*, 1(1), 1–12.
  56. Preve, A. L., & Allende, S. V. (2010). *Working Capital Management*. New York: Oxford University Press.
  57. Pučko, D. (1998). *Analiza poslovanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
  58. Reilly, F., & Brown, K. (2000). *Investment Analysis and Portfolio Management* (6<sup>th</sup> ed.). Orlando: The Dryden Press.
  59. Rafuse, M. (1996). Working capital management: an urgent need to refocus. *Management Decision*, 34(2), 59–63.
  60. Salaber, M. J. (2009). Sin Stock Returns Over the Business Cycle. Najdeno 23. aprila 2016 na spletni strani [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1443188](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1443188)
  61. Samuelson, P. A., & Nordhaus, D.W. (2002). *Ekonomija* (16<sup>th</sup> ed.). Ljubljana: GV založba.

62. Sanfey, P. (2010). *South-eastern Europe: lessons from the global economic crisis*. London: European Bank for Reconstruction and Development.
63. Sanfey, P., & Zeh, S. (2012). *Making sense of competitiveness indicators in south-eastern Europe*. London: European Bank for Reconstruction and Development.
64. Shera, A. (2015). Financial Crisis Effect on Public Debt in Western Balkans Countries. *Journal of Knowledge Management, Economics and Informational Technology*, 5(1), 1–17.
65. Shin, H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37–45.
66. Slovenski inštitut za revizijo. (1997). *Kodeks poslovnofinančnih načel*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
67. Slovenski inštitut za revizijo. (2002). *Slovenski računovodski standardi*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
68. Slovenski inštitut za revizijo. (2006). *Slovenski računovodski standardi*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
69. Slovenski inštitut za revizijo. (2016). *Slovenski računovodski standardi*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
70. *STAT 2016*. Najdeno 20. aprila 2016 na spletnem naslovu [http://pxweb.stat.si/pxweb/Database/Ekonomsko/24\\_zunanja\\_trgovina/02\\_24301\\_blagovna\\_menjava/02\\_24301\\_blagovna\\_menjava.asp](http://pxweb.stat.si/pxweb/Database/Ekonomsko/24_zunanja_trgovina/02_24301_blagovna_menjava/02_24301_blagovna_menjava.asp)
71. Svetovna Banka (2015). V *Databank*. Najdeno 3. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://databank.worldbank.org/data/>
72. Temtime, T. Z. (2016). *Relationship between Working Capital Management, Policies, and Profitability of Small Manufacturing Firms* (doktorska naloga). Minneapolis: Walden University.
73. *Tržni multiplikatorji*. Najdeno 4. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.myaccountingcourse.com/financial-ratios/market-prospect-ratios>
74. Ukaegbu, B. (2012). The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa. *Research in International Business and Finance*, 31, 1–16.
75. UMAR 2015. (2015). *Poročilo o razvoju 2015. Kazalniki razvoja Slovenije*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
76. Urbas, M. (2010). *Upravljanje obratnega kapitala in donosnost malega in srednje velikega podjetja v Sloveniji* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
77. Van Horne, J. C., & Wachowicz, J.M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13<sup>th</sup> ed.). New York: Prentice Hall.
78. Vukotić, Č. N., Suljagić J. I., & Smirnov I. (2012). The Western Balkans Post-Crisis Potential Output. V *6<sup>th</sup> International Conference of the School of Economics and Business. Beyond the Economic Crisis: Lessons Learned and Challenges Ahead* (str. 653–671). Sarajevo: University of Sarajevo, School of Economics and Business.

79. Wang, Y. (2002). Liquidity management, operating performance and corporate value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of multinational financial management*, 2(12), 159–169.
80. Western Balkans Investment Framework. (2011). *Synopsis of findings on the need for new growth initiatives in the Western Balkans*. Brussels: Western Balkans Investment Framework.
81. White, G., Sondhi, A., & Fried, D. (2003). *The analysis and use of financial statements* (3<sup>rd</sup> ed.). Denver: John Wiley & Sons Inc.
82. Worldbank. (2012). South East Europe Regular Economic Report – From Double-Dip Recession to Accelerated Reforms. Poverty Reduction and Economic Management Unit Europe and Central Asia Region. Najdeno 11. decembra 2016 na spletnem naslovu [http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/SEERER\\_3\\_Report\\_FINAL\\_eng.pdf](http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/SEERER_3_Report_FINAL_eng.pdf).
83. Worldbank. (2013). *South East Europe Regular Economic Report – Slow Road to Recovery*. Washington, D.C.: The World Bank.
84. Vijayakumar, A. (2001). *Working capital management*. New Delhi: Northern Book Centre.

## **PRILOGE**





## **KAZALO PRILOG**

PRILOGA 1: Podjetja po skupinah panog, zajetih v analizo .....	1
PRILOGA 2: Kazalniki in njihova povprečja po državah.....	5
PRILOGA 3: Rezultati statističnega testa glede razlik v povprečjih za predkrizno in krizno obdobje .....	6
PRILOGA 4: Primerjava aritmetičnih sredin kazalnikov med analiziranimi obdobji in panogami.....	7
PRILOGA 5: Rast cen življenjskih potrebščin v vseh treh obravnavanih obdobjih po državah na območju držav Zahodnega Balkana .....	11
PRILOGA 6: Stopnja brezposelnosti v treh obravnavanih obdobjih po državah na območju držav Zahodnega Balkana.....	11
PRILOGA 7: Koeficient obračanja obratnega kapitala po panogah med obdobji ter razlika med njimi .....	12



## PRILOGA 1: Podjetja po skupinah panog, zajetih v analizo

Tabela 1: Podjetja po skupinah panog, zajetih v analizo

Podjetje	Kranj	Država	NACE	Prodaja (v .000 EUR) 2013	Sredstva (v .000 EUR) 2013
<b>Proizvodnja hrane, pijače in tobanih izdelkov</b>	<b>33 podjetij</b>			<b>3.336.505</b>	<b>3.901.547</b>
VINDIJA d.d. Varaždin	Varaždin	Hrvaška	10	351.232	261.255
Coca-Cola Hellenic	Beograd	Srbija	11	255.501	118.912
Imlek	Padinska Skela	Srbija	10	188.896	234.366
Matijević	Novi Sad	Srbija	10	156.156	125.119
LJUBLJANSKE MLEKARNE, d.d.	Ljubljana	Slovenija	10	152.178	98.758
PERUTNINA PTUJ	Ptuj	Slovenija	10	141.616	208.721
MESNA IND. BRAČA PIVAC d.o.o.	Vrgorac	Hrvaška	10	140.605	72.990
KRAŠ, d.d.	Zagreb	Hrvaška	10	111.933	134.966
ŽITO prehrabena industrija, d.d.	Ljubljana	Slovenija	10	103.726	120.477
P P K d.d.	Karlovac	Hrvaška	10	100.181	31.312
Sojaprotein	Bečej	Srbija	10	99.435	203.173
VIRO TVORNICA ŠEĆERA d.d.	Zagreb	Hrvaška	10	81.564	180.457
Te-To	Senta	Srbija	10	75.475	65.583
Crvenka	Crvenka	Srbija	10	61.797	71.853
Carnex	Vrbas	Srbija	10	54.705	105.034
MLINOTEST Živilska industrija d.d.	Ajdovščina	Slovenija	10	46.633	55.550
Vital	Vrbas	Srbija	10	28.533	55.450
Niška Mlekara	Niš	Srbija	10	19.978	12.171
Žitopromet A.D.	Bijeljina	BIH	10	9.352	6.667
Fratello Trade A.D.	Banja Luka	BIH	10	6.637	4.335
Mlinprodukt	Ada	Srbija	10	4.522	3.478
JAMNICA d.d.	Zagreb	Hrvaška	11	164.718	235.993
ZAGREBAČKA PIVOVARA d.o.o.	Zagreb	Hrvaška	11	119.808	90.983
Apatinska Pivara	Apatin	Srbija	11	118.992	162.653
COCA-COLA HBC, d.o.o.	Zagreb	Hrvaška	11	113.333	56.692
Pivovarna Union D.D.	Ljubljana	Slovenija	11	99.467	189.232
PIVOVARNA LAŠKO, d.d.	Laško	Slovenija	11	90.161	357.061
Banjalučka Pivara A.D.	Banja Luka	BIH	11	19.531	25.177
Voda Vrnjci	Vrnjačka Banja	Srbija	11	16.205	15.572
Planinka	Kuršumlija	Srbija	11	9.139	12.347
Vino Župa	Aleksandrovac	Srbija	11	47.104	78.109
Philip Morris Operations	Niš	Srbija	12	203.448	191.476
TDR d. o. o.	Rovinj	Hrvaška	12	143.946	315.627
<b>Proizvodnja tekstila, oblačil in usnja</b>	<b>11 podjetij</b>			<b>169.971</b>	<b>167.067</b>
PREVENT SARAJEVO d.o.o. Visoko	Visoko	BIH	13	19.738	19.830
ČATEKS d.d.	Čakovec	Hrvaška	13	8.774	13.082
Miteks	Stara Moravica	Srbija	13	954	5.523
JADRAN d.d.	Zagreb	Hrvaška	14	7.184	12.802
Kadinjača	Užice	Srbija	14	2.484	2.389
POUNJE, d.d.	Kostajnica	Hrvaška	14	1.130	5.250
Sana Linea A.D.	Kostajnica	BIH	14	1.033	776
BOXMARK LEATHER d.o.o.	Kidričevo	Slovenija	15	111.621	54.366
Tvornica Obuče Sportek D.O.O.	Kotor Varoš	BIH	15	9.617	17.181
Bema D.O.O.	Banja Luka	BIH	15	5.687	17.761
Beograd	Beograd	Srbija	15	1.749	18.106

se nadaljuje

Tabela 1: Podjetja po skupinah panog, zajetih v analizo (Nad.)

Podjetje	Kraj	Država	NACE	Prodaja (v .000 EUR) 2013	Sredstva (v .000 EUR) 2013
<b>Proizvodnja lesa, lesnih izdelkov in pohištva</b>	<b>8 podjetij</b>			<b>107.575</b>	<b>96.207</b>
INLES Proizvodnja, trženje, d.d.	Ribnica	Slovenija	16	22.033	21.856
D.I. Šipovo A.D.	Šipovo	BIH	16	2.468	3.000
Sava	Hrtkovci	Srbija	16	1.443	2.121
Forma Ideale	Kragujevac	Srbija	31	55.487	42.226
Standard A.D.	Prnjavor	BIH	31	12.660	7.991
SPIN VALIS d. d. Požega	Požega	Hrvaška	31	11.525	15.583
Šipad-Srbobran	Srbobran	Srbija	31	1.509	2.486
Industrija Nameštaja Bajmok	Bajmok	Srbija	31	451	944
<b>Proizvodnja papirja in tiskarskih izdelkov</b>	<b>5 podjetij</b>			<b>324.582</b>	<b>264.783</b>
Tetra PAK Production	Beograd	Srbija	17	142.043	54.808
KOLIČEVO KARTON , d.o.o.	Domžale	Slovenija	17	140.858	154.978
CETIS, d.d.	Celje	Slovenija	18	36.441	42.748
Štamparija Borba	Beograd	Srbija	18	5.064	9.240
Grafokomerc A.D.	Trebinje	BIH	18	175	3.009
<b>Proizvodnja petrokemičnih in kemičnih izdelkov</b>	<b>11 podjetij</b>			<b>1.345.564</b>	<b>1.924.341</b>
Rafinerija Nafta A.D.	Bosanski Brod	BIH	19	33.321	536.344
Rafinerija Ulja Modriča A.D.	Modriča	BIH	19	30.103	109.311
Hip - Petrohemija	Pančevo	Srbija	20	371.769	497.614
PETROKEMIJA, d.d.	Kutina	Hrvaška	20	326.869	209.914
HELIOS d.d.	Domžale	Slovenija	20	211.390	215.622
CINKARNA Celje, d.d.	Celje	Slovenija	20	165.955	183.359
Henkel Srbija	Beograd	Srbija	20	138.757	76.769
MELAMIN kemična tovarna d.d.	Kočevje	Slovenija	20	45.348	39.832
CHROMOS AGRO d.d.	Zagreb	Hrvaška	20	13.556	41.642
Linde GAS Srbija	Bečej	Srbija	20	5.284	10.632
Panonija	Pančevo	Srbija	20	3.212	3.301
<b>Proizvodnja farmacevtskih izdelkov</b>	<b>3 podjetja</b>			<b>1.683.299</b>	<b>3.021.581</b>
KRKA, tovarna zdravil, d.d.,	Novo Mesto	Slovenija	21	1.116.339	1.701.235
PLIVA HRVATSKA d.o.o.	Zagreb	Hrvaška	21	353.870	1.031.297
Hemofarm	Vršac	Srbija	21	213.090	289.049
<b>Proizvodnja plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov</b>	<b>16 podjetij</b>			<b>1.051.169</b>	<b>1.338.472</b>
Tigar Tyres	Pirot	Srbija	22	258.867	211.787
GOODYEAR DUNLOP SAVA TIRES	Kranj	Slovenija	22	204.836	147.380
Tarkett	Bačka Palanka	Srbija	22	135.606	139.103
SAVATECH	Kranj	Slovenija	22	111.078	139.095
PLAMA-PUR	Podgrad	Slovenija	22	35.264	24.231
Trayal Korporacija	Kruševac	Srbija	22	17.547	79.877
UNIONINVESTPLASTIKA d.d.	Semizovac	BIH	22	5.044	13.650
KNAUF INSULATION, d.o.o.	Škofja Loka	Slovenija	23	105.660	82.233
CEMEX Hrvatska d.d.	Kaštel Sućurac	Hrvaška	23	96.327	244.444
Tvormica cementa Kakanj d.d.	Kakanj	BIH	23	36.752	88.060
Srpska Fabrika Stakla	Paraćin	Srbija	23	18.260	88.749
Polet	Novi Bečej	Srbija	23	9.714	22.991
Jelen DO	Jelen Do	Srbija	23	7.378	13.714
OPEKA d.d.	Osijek	Hrvaška	23	5.676	35.301
Drina A.D.	Bijeljina	BIH	23	1.971	5.644
IBA	Ada	Srbija	23	1.189	2.213

se nadaljuje

Tabela 1: Podjetja po skupinah panog, zajetih v analizo (Nad.)

Podjetje	Kraj	Država	NACE	Prodaja (v .000 EUR) 2013	Sredstva (v .000 EUR) 2013
<b>Proizvodnja kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin</b>	<b>26 podjetij</b>			<b>2.348.744</b>	<b>2.221.287</b>
ArcelorMittal Zenica, d.o.o.	Zenica	BIH	24	366.648	267.251
TALUM d.d.	Kidričevo	Slovenija	24	301.205	173.548
ALUMINIJ d.d. Mostar	Mostar	BIH	24	259.831	206.270
Železara Smederevo	Smederevo	Srbija	24	186.446	218.071
ŠTORE STEEL, d.o.o.	Štore	Slovenija	24	104.453	105.549
Impol Seval Valjaonica Aluminijuma	Sevojno	Srbija	24	103.183	74.644
Valjaonica Bakra Sevojno	Sevojno	Srbija	24	78.823	103.207
MIV d.d.	Varaždin	Hrvaška	24	22.121	28.694
Jelšingrad Livar Livnica Čelika A.D.	Banja Luka	BIH	24	7.577	28.071
Unis Fabrika Cijevi A.D.	Derventa	BIH	24	53.670	154.552
IMPOL, d.o.o.	Slovenska Bistrica	Slovenija	25	517.738	252.321
UNIOR Kovaška industrija d.d.	Zreče	Slovenija	25	166.532	293.927
HS PRODUKT d.o.o.	Karlovac	Hrvaška	25	78.761	88.653
Zastava Oružje	Kragujevac	Srbija	25	33.833	89.511
Goša Montaža	Velika Plana	Srbija	25	13.775	14.019
Krušik	Valjevo	Srbija	25	10.293	47.440
Metal A.D.	Gradiška	BIH	25	9.923	12.097
Swisslion Industrija Alata A.D.	Trebinje	BIH	25	8.115	25.411
Unior Components	Kragujevac	Srbija	25	5.386	10.857
Sila	Stara Moravica	Srbija	25	4.885	4.819
Fasil	Arilje	Srbija	25	4.882	7.998
Bosnamontaža A.D.	Prijedor	BIH	25	3.095	3.762
Metaloplastika	Čajetina	Srbija	25	2.531	1.386
Metalac	Novaci	Srbija	25	1.807	1.421
Megal	Bujanovac	Srbija	25	1.723	2.917
Unis-Usha A.D.	Višegrad	BIH	25	1.506	4.890
<b>Proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov ter elektronske opreme</b>	<b>12 podjetij</b>			<b>1.774.541</b>	<b>1.528.037</b>
M SAN GRUPA d.d.	Buzin	Hrvaška	26	177.994	111.807
Comtrade Distribution	Beograd	Srbija	26	140.150	40.978
Informatika	Beograd	Srbija	26	13.047	11.184
Insa	Beograd	Srbija	26	3.764	4.822
Mikroelektronika A.D.	Banja Luka	BIH	26	1.626	5.972
GORENJE gospodinjski aparati, d.d.	Velenje	Slovenija	27	667.323	886.876
BSH HIŠNI APARATI d.o.o.	Nazarje	Slovenija	27	343.988	100.393
Končar- TTransformatori d.o.o.	Zagreb	Hrvaška	27	106.154	133.687
Siemens d.d.	Zagreb	Hrvaška	27	135.637	49.066
KOLEKTOR SIKOM	Idrija	Slovenija	27	122.185	75.500
Alfa-Plam	Vranje	Srbija	27	35.127	53.924
Novosadska Fabrika Kabela	Novi Sad	Srbija	27	27.545	53.828

se nadaljuje

Tabela 1: Podjetja po skupinah panog, zajetih v analizo (Nad.)

Podjetje	Kraj	Država	NACE	Prodaja (v .000 EUR) 2013	Sredstva (v .000 EUR) 2013
<b>Proizvodnja strojev in neelektronske opreme, vozil ter ostale transportne opreme</b>	<b>18 podjetij</b>			<b>1.243.099</b>	<b>1.191.354</b>
Goša Fabrika Opreme I Mašina	Smederevska Palanka	Srbija	28	18.785	25.426
FKL	Temerin	Srbija	28	11.273	11.899
HIDRIA P,	Koper	Slovenija	28	9.689	18.361
PMP Jelšingrad-Fmg Gradiška A.D.	Gradiška	BIH	28	8.899	11.324
Goša	Simićevo	Srbija	28	8.464	8.595
RFK VALJČIČI d.d. Konjic	Konjic	BIH	28	7.399	6.967
MONTMONTAŽA d.d.	Zagreb	Hrvaška	28	3.802	44.700
Progres	Mladenovac	Srbija	28	4.158	6.836
Enikon	Loznica	Srbija	28	1.483	1.072
REVOZ	Novo Mesto	Slovenija	29	654.437	422.352
HELLA SATURNUS SLOVENIJA	Ljubljana	Slovenija	29	214.461	154.291
MAHLE Letrika	Šempeter Pri Gorici	Slovenija	29	188.285	134.452
Zastava Tapacirnica	Kragujevac	Srbija	29	12.506	6.781
Industrija Precizne Mehanike	Beograd (Zvezdara)	Srbija	29	6.016	13.873
Fabrika Automobila Priboj	Priboj	Srbija	29	4.773	85.582
Famos A.D.	Lukavica	BIH	29	1.324	16.728
ULJANIK Brodogradilište d.d.	Pula	Hrvaška	30	74.588	180.708
Jadransko Brodogradilište A.D.	Bijela	Črna Gora	30	12.758	41.407
<b>Ostala proizvodnja, popravila in vgradnja strojev in opreme</b>	<b>3 podjetja</b>			<b>99.154</b>	<b>64.364</b>
Nova Sirovina A.D.	Banja Luka	BIH	32	1.725	3.307
Rudo	Beograd	Srbija	32	1.017	2.450
SŽ - Vleka in tehnika, d.o.o.	Ljubljana	Slovenija	33	96.411	58.607

## PRILOGA 2: Kazalniki in njihova povprečja po državah

Tabela 2: Kazalniki in njihova povprečja po državah

<b>Kratkoročni koeficient</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>	<b>Koeficient krat. obveznosti</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Slovenija	1,347	1,465	1,557	Slovenija	37,9%	38,6%	35,6%
Hrvaška	1,819	1,862	1,621	Hrvaška	33,8%	33,9%	36,4%
Srbija	2,129	1,823	1,774	Srbija	33,2%	38,2%	41,2%
BIH	2,059	1,613	1,822	BIH	28,9%	32,6%	35,5%
Črna Gora	0,777	0,584	0,591	Črna Gora	18,7%	23,6%	31,4%
<b>Pospešeni koeficient</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>	<b>Koeficient obračanja zalog</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Slovenija	0,901	1,071	1,102	Slovenija	6,128	7,233	10,281
Hrvaška	1,190	1,250	1,105	Hrvaška	6,827	6,018	7,295
Srbija	1,261	1,159	1,149	Srbija	4,973	3,725	4,304
BIH	1,176	0,959	1,145	BIH	4,250	3,869	3,363
Črna Gora	0,379	0,180	0,285	Črna Gora	1,567	0,861	0,701
<b>Hitri koeficient</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>	<b>Koeficient obračanja terjatev</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Slovenija	0,065	0,149	0,095	Slovenija	5,426	4,863	5,566
Hrvaška	0,106	0,198	0,154	Hrvaška	5,274	5,346	4,653
Srbija	0,206	0,205	0,207	Srbija	5,367	5,827	6,893
BIH	0,146	0,158	0,322	BIH	7,366	6,884	7,317
Črna Gora	0,015	0,009	0,008	Črna Gora	8,059	9,740	3,962
<b>Koeficient zalog</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>	<b>Koeficient obračana obveznosti</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Slovenija	33,8%	28,9%	29,3%	Slovenija	3,881	3,516	3,881
Hrvaška	34,0%	33,0%	33,2%	Hrvaška	6,298	8,572	9,369
Srbija	40,7%	37,6%	38,8%	Srbija	4,136	3,095	3,656
BIH	40,4%	41,1%	40,9%	BIH	5,895	6,335	10,706
Črna Gora	50,4%	67,8%	50,8%	Črna Gora	3,546	2,147	1,582
<b>Koeficient terjatev</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>	<b>Koeficient obračanja obratnega kapitala</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Slovenija	52,0%	53,3%	53,0%	Slovenija	2,798	2,500	2,751
Hrvaška	45,4%	45,2%	47,3%	Hrvaška	2,147	1,911	2,003
Srbija	40,8%	37,2%	37,1%	Srbija	1,900	1,449	1,714
BIH	34,7%	32,6%	30,8%	BIH	2,161	1,800	1,900
Črna Gora	45,4%	28,8%	47,9%	Črna Gora	3,656	2,802	1,896
<b>Koeficient krat. sredstev</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>	<b>Koeficient obračanja neto obratnega kapitala</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Slovenija	44,8%	45,0%	44,5%	Slovenija	8,212	2,391	2,799
Hrvaška	52,5%	53,0%	50,5%	Hrvaška	3,107	2,559	2,698
Srbija	54,9%	58,0%	56,3%	Srbija	1,189	2,445	2,739
BIH	33,9%	37,2%	40,4%	BIH	4,113	3,119	5,372
Črna Gora	14,4%	13,5%	18,7%	Črna Gora	4,702	3,848	2,447

**PRILOGA 3: Rezultati statističnega testa glede razlik v povprečjih za predkrizno in krizno obdobje**

*Tabela 3: Rezultati statističnega testa glede razlik v povprečjih za predkrizno in pokrizno obdobje*

Kazalnik	Aritmetična	Std odklon	Std napaka	95% interval zaupanja		St. značilnosti (2-tailed)
	sredina			spodnji	zgornji	
Kratkoročni koef.	-0,156	-0,173	-0,014	-0,342	0,029	0,098
Pospešeni koef.	0,000	1,941	0,002	-0,158	0,133	0,864
Hitri koef.	0,044	0,316	2,618	-3,576	12,290	0,280
Koef. zalog	-0,017	0,030	0,249	-3,468	0,002	0,050
Koef. terjatev	-0,022	0,021	0,170	-4,268	-0,028	0,047
Koef. kratkoročnih sredstev	0,011	-0,010	-0,001	-0,010	0,031	0,320
Koef. kratkoročnih obveznosti	0,039	0,017	0,001	0,013	0,065	0,003
Koef. obračanja zalog	0,395	2,156	0,178	-0,720	1,511	0,485
Koef. obračanja terjatev	0,307	0,474	0,039	-0,390	1,003	0,386
Koef. obračana obveznosti	1,285	11,967	0,990	-1,561	4,131	0,374
Koef. obračanja OK*	-0,160	0,053	0,004	-0,290	-0,030	0,016
Koef. obračanja neto OK*	-0,344	-5,752	-0,476	-2,523	1,835	0,756



## PRILOGA 4: Primerjava aritmetičnih sredin kazalnikov med analiziranimi obdobji in panogami

Tabela 4: Primerjava aritmetičnih sredin kazalnikov med analiziranimi obdobji in panogami

<b>Kratkoročni koeficient</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	1,720	1,586	1,409
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	1,523	1,348	1,273
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	1,791	1,999	1,610
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	1,653	1,342	1,396
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	2,262	2,272	2,470
Proiz. farmacevtskih izdelkov	2,425	2,905	2,487
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	2,583	1,947	2,058
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	1,845	1,594	1,644
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	2,039	2,115	2,280
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	1,406	1,297	1,313
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	1,747	1,394	2,537

<b>Pospeseni koeficient</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	1,078	1,086	0,936
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	0,981	0,903	0,788
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	0,973	1,024	0,880
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	1,228	1,038	1,089
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	1,544	1,654	1,745
Proiz. farmacevtskih izdelkov	1,642	2,197	1,788
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	1,692	1,384	1,459
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	0,888	0,902	1,045
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	1,385	1,460	1,612
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	0,772	0,697	0,757
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	0,898	0,781	1,105

<b>Hitri koeficient</b>	<b>05-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	0,113	0,153	0,081
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	0,156	0,177	0,081
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	0,112	0,074	0,097
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	0,176	0,064	0,039
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	0,315	0,467	0,557
Proiz. farmacevtskih izdelkov	0,035	0,048	0,106
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	0,129	0,312	0,317
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	0,127	0,133	0,210
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	0,172	0,293	0,226
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	0,134	0,095	0,122
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	0,144	0,220	0,325

se nadaljuje

*Tabela 4: Primerjava aritmetičnih sredin kazalnikov med analiziranimi obdobji in panogami (Nad.)*

<b>Koeficient zalog</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	34,0%	29,9%	30,9%
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	32,1%	31,0%	36,5%
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	42,9%	45,9%	45,7%
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	20,6%	17,5%	18,8%
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	37,4%	32,1%	32,2%
Proiz. farmacevtskih izdelkov	31,3%	22,9%	27,4%
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	36,7%	31,7%	29,6%
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	49,3%	48,4%	48,4%
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	33,0%	29,7%	28,9%
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	44,7%	46,6%	47,1%
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	48,3%	42,4%	48,7%

<b>Koeficient terjatev</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	45,0%	42,3%	44,7%
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	35,7%	34,9%	33,4%
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	43,3%	39,0%	38,5%
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	49,0%	50,3%	49,6%
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	44,6%	37,3%	36,2%
Proiz. farmacevtskih izdelkov	56,0%	62,3%	52,2%
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	44,9%	47,9%	46,0%
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	36,3%	32,1%	33,7%
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	45,8%	44,7%	44,1%
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	39,3%	37,9%	37,1%
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	39,9%	31,3%	35,4%

<b>Koeficient kratkoročnih sredstev</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	45,7%	49,1%	48,0%
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	54,4%	58,9%	55,1%
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	52,9%	54,1%	48,7%
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	41,3%	50,4%	51,8%
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	41,4%	45,5%	50,1%
Proiz. farmacevtskih izdelkov	46,1%	49,6%	48,8%
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	43,2%	41,8%	39,9%
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	46,2%	45,3%	47,8%
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	65,7%	68,6%	66,7%
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	49,3%	50,2%	47,4%
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	26,0%	25,8%	28,2%

se nadaljuje

*Tabela 4: Primerjava aritmetičnih sredin kazalnikov med analiziranimi obdobji in panogami (Nad.)*

<b>Koeficient kratkoročnih obveznosti</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	33,0%	35,4%	38,8%
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	44,9%	51,8%	49,5%
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	38,4%	35,8%	34,1%
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	29,1%	43,2%	46,2%
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	26,8%	30,4%	33,5%
Proiz. farmacevtskih izdelkov	21,4%	20,1%	22,9%
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	28,9%	31,6%	29,0%
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	30,1%	34,1%	38,4%
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	41,5%	41,9%	38,9%
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	40,3%	43,0%	43,1%
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	19,0%	20,3%	15,9%

<b>Koeficient obračanja zalog</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	5,986	6,606	7,130
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	3,032	2,457	2,065
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	3,663	2,954	4,107
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	7,221	7,398	7,410
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	4,200	4,007	4,260
Proiz. farmacevtskih izdelkov	1,904	1,928	1,589
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	5,821	3,806	6,959
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	3,427	3,509	3,729
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	5,171	4,861	6,397
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	7,346	5,812	7,867
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	3,061	2,243	2,439

<b>Koeficient obračanja terjatev</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	6,503	5,701	5,844
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	5,075	5,849	6,907
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	5,664	5,302	6,891
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	5,041	4,504	5,473
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	5,135	7,498	6,718
Proiz. farmacevtskih izdelkov	2,571	1,900	2,124
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	5,318	4,202	4,241
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	6,957	7,367	7,417
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	5,022	4,118	4,955
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	6,591	6,038	7,317
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	8,963	9,631	11,189

se nadaljuje

*Tabela 4: Primerjava aritmetičnih sredin kazalnikov med analiziranimi obdobji in panogami (Nad.)*

<b>Koeficient obračana obveznosti</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	6,771	7,837	8,266
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	1,803	1,673	1,667
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	4,685	3,415	3,462
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	3,148	3,316	3,195
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	4,448	3,807	4,382
Proiz. farmacevtskih izdelkov	2,548	2,837	2,585
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	4,461	3,381	4,253
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	4,627	3,893	3,696
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	5,332	4,674	5,985
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	4,329	2,724	3,036
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	2,977	21,170	68,088

<b>Koeficient obračanja obratnega kapitala</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	2,447	2,170	2,432
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	1,503	1,158	1,324
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	2,239	1,882	2,045
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	2,217	1,941	2,332
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	2,083	1,599	1,683
Proiz. farmacevtskih izdelkov	1,395	1,184	1,131
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	1,970	1,762	1,750
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	2,148	1,815	2,008
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	2,222	1,832	2,118
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	2,544	1,951	2,087
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	3,055	2,174	2,701

<b>Koeficient neto obračanja obratnega kapitala</b>	<b>04-08</b>	<b>09-10</b>	<b>11-13</b>
Proiz. hrane, pijače in tobačnih izdelkov	4,495	3,328	4,368
Proiz. tekstila, oblačil in usnja	10,576	1,702	-0,009
Proiz. lesa, lesnih izdelkov in pohištva	8,062	5,412	5,857
Proiz. papirja in tiskarskih izdelkov	3,858	3,174	4,243
Proiz. petrokemičnih in kemičnih izdelkov	-5,977	2,575	2,663
Proiz. farmacevtskih izdelkov	2,050	1,547	1,595
Proiz. plastičnih, gumenih in ostalih nekovinskih izdelkov	2,742	1,658	2,577
Proiz. kovinskih izdelkov in ostalih barvnih kovin	3,651	3,118	5,434
Proiz. računalnikov, elekt. in optičnih izdelkov ter elekt. opreme	6,010	3,032	3,588
Proiz. strojev in neelekt. opreme, vozil ter ostale trans. opreme	3,048	1,574	1,291
Ostala proiz., popravila in vgradnja strojev in opreme	6,832	3,628	4,350

**PRILOGA 5: Rast cen življenjskih potrebščin v vseh treh obravnavanih obdobjih po državah na območju držav Zahodnega Balkana**

*Tabela 5: Rast cen življenjskih potrebščin v vseh treh obravnavanih obdobjih po državah na območju držav Zahodnega Balkana*

Rast cen življenjskih potrebščin	Predkrizno obdobje	Krizno obdobje	Pokrizno obdobje
	2005-2008	2009-2010	2011-2014
Slovenija	3,6	1,4	1,6
Hrvaška	3,9	1,7	1,9
BIH	5,0	0,9	1,2
Srbija	11,7	7,1	7,1
Črna Gora	5,3	2,1	2,3
Makedonija	3,5	0,4	2,4

*Vir: Svetovna Banka, Databank, 2015.*

**PRILOGA 6: Stopnja brezposelnosti v treh obravnavanih obdobjih po državah na območju držav Zahodnega Balkana**

*Tabela 6: Stopnja brezposelnosti v treh obravnavanih obdobjih po državah na območju držav Zahodnega Balkana*

Stopnja brezposelnosti (ILO) % celotne delovne	Predkrizno obdobje	Krizno obdobje	Pokrizno obdobje
	2005-2008	2009-2010	2011-2014
Slovenija	5,4	6,6	9,1
Hrvaška	10,4	10,5	15,6
BIH	27,8	25,7	28,0
Srbija	18,3	17,9	23,0
Črna Gora	18,5	19,4	19,7
Makedonija	35,5	32,1	30,5

*Vir: Svetovna Banka, Databank, 2015.*

## PRILOGA 7: Koeficient obračanja obratnega kapitala po panogah med obdobji ter razlika med njimi

Slika 1: Koef. obračanja obratnega kapitala po panogah med obdobji ter razlika med njimi

