

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV OBRATNEGA KAPITALA NA DOBIČKONOSNOST IN  
USPEŠNOST PODJETIJ V SEKTORJU PRODAJE NA DEBELO IN  
DISTRIBUCIJE**

Ljubljana, 14. september 2018

URŠA KLAVS

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Urša Klavs, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Vpliv obratnega kapitala na dobičkonosnost in uspešnost podjetij v sektorju prodaje na debelo in distribucije, pripravljene v sodelovanju s prof. dr. Igorjem Lončarskim,

### IZJAVLJAM:

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo 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 pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

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

Podpis študentke: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 KRATKOROČNO FINANCIRANJE IN OBRATNI KAPITAL.....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 Upravljanje z obratnim kapitalom in vrednost podjetja .....</b>	<b>3</b>
1.1.1 Krogotok denarja .....	4
1.1.2 Upravljanje s terjatvami do kupcev .....	6
1.1.3 Upravljanje z obveznostmi do dobaviteljev .....	8
1.1.4 Upravljanje z zalogami .....	10
1.1.5 Upravljanje z denarjem .....	11
1.1.6 Trgovinski kredit .....	12
<b>1.2 Optimizacija obratnega kapitala.....</b>	<b>14</b>
1.2.1 Likvidnost, dobičkonosnost in kompromis med tveganjem in donosnostjo...	15
1.2.2 Tehnike za optimizacijo obratnega kapitala .....	15
<b>2 OBRATNI KAPITAL IN DONOSNOST PODJETJA .....</b>	<b>17</b>
<b>2.1 Pomen obratnega kapitala za dolgoročno uspešnost podjetja.....</b>	<b>17</b>
<b>2.2 Analiza donosnosti podjetja.....</b>	<b>19</b>
<b>2.3 Vpliv optimizacije obratnega kapitala na dobičkonosnost .....</b>	<b>22</b>
<b>3 RAZISKAVA .....</b>	<b>25</b>
<b>3.1 Namen raziskovalnega dela .....</b>	<b>25</b>
<b>3.2 Hipoteze .....</b>	<b>25</b>
<b>3.3 Metodologija.....</b>	<b>27</b>
3.3.1 Vzorec .....	27
3.3.2 Izbor in pregled podatkov .....	29
<b>3.4 Analiza podatkov .....</b>	<b>32</b>
3.4.1 Opisna statistika.....	33
3.4.2 Korelacijska matrika in Pearsonov koeficient .....	37
3.4.3 Regresijska analiza .....	42
3.4.4 Omejitve raziskave .....	47
3.4.5 Predlogi za nadaljnje raziskovanje .....	48
<b>SKLEP .....</b>	<b>49</b>
<b>LITERATURA IN VIRI .....</b>	<b>50</b>

<b>PRILOGA .....</b>	<b>53</b>
----------------------	-----------

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Tabela pregleda obstoječih terjatev .....	8
Tabela 2: Tabela pregleda podjetij po panogah .....	28
Tabela 3: Tabela pregleda podjetij po državah .....	28
Tabela 4: Opisna statistika za vse države in panoge .....	33
Tabela 5: Opisna statistika za panogo pijače .....	34
Tabela 6: Opisna statistika za panogo hrana .....	35
Tabela 7: Opisna statistika za paogo kozmetika in čistila.....	35
Tabela 8: Opisna statistika za Rusijo .....	36
Tabela 9: Komponente obratnega kapitala v analizah drugih držav .....	37
Tabela 10: Model linearne regresije z ROE kot kazalnik dobičkonosnosti .....	43
Tabela 11: Model linearne regresije z maržo EBIT kot kazalnikom dobičkonosnosti .....	45
Tabela 12: Model linearne regresije z ROE kot kazalnikom dobičkonosnosti (samo Rusija in Ukrajina) .....	46
Tabela 13: Model linearne regresije z maržo EBIT kot kazalnikom dobičkonosnosti (samo Rusija in Ukrajina).....	46

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Krogotok denarja .....	6
Slika 2: Stičišče stroškov držanja in primanjkljaja – celotni stroški so minimalni .....	16
Slika 3: Gibanje ROE in marže EBIT od leta 2012 do leta 2016 .....	30
Slika 4: Gibanje kazalnikov obratnega kapitala (povprečje) v dnevih .....	31
Slika 5: Gibanje kazalnikov obratnega kapitala (povprečje) v dnevih brez Ukrajine in Rusije.....	31
Slika 6: Gibanje povprečnega števila zaposlenih .....	32

## **KAZALO PRILOG**

Priloga 1: Korelacijske matrike in Pearsonov koeficient .....	1
---	---

## **SEZNAM KRATIC**

ang. – angleško

**CCC** – (ang. cash conversion cycle); krogotok denarja  
**COGS** – (ang. cost of goods sold); stroški prodanih proizvodov  
**DVOD** – dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev  
**DVTK** – dnevi vezave terjatev do kupcev  
**DVZ** – dnevi vezave zalog  
**EAR** – (ang. effective annual rate); efektivna letna obrestna mera  
**EBIT** – (ang. earnings before interest and taxes); prihodki pred obrestmi in davki  
**EUR** – evro  
**FCFF** – (ang. free cash flow to the firm); prosti denarni tok podjetja  
**G** – (ang. growth); rast  
**KSF** – (ang. key success factors); ključni dejavniki uspeha  
**ROA** – (ang. return on assets); donosnost sredstev  
**ROE** – (ang. return on equity); donosnost kapitala  
**ROI** – (ang. return on investment); donosnost investicije  
**WACC** – (ang. weighted average cost of capital); tehtano povprečje stroškov kapitala



## UVOD

Najti optimalno ravnovesje med dobičkonosnostjo in likvidnostjo predstavlja velik izziv za vodstvo podjetij v različnih panogah. Nekatere študije dokazujejo, da je večja osredotočenost na likvidnost bistvenega pomena, saj naj bi podjetja z visoko likvidnostjo bolje služila gospodarstvu kot nelikvidna podjetja, četudi so sodeč po izkazih slednja dobičkonosna (Chatterjee, 2012). Literatura, ki raziskuje poslovne finance, se bolj osredotoča na dolgoročno financiranje podjetja, zato so študije, ki proučujejo obratni kapital in pomen tega ključnega pomena za razumevanje kratkoročnega delovanja (Makori, 2013). Večina podjetij za ugotavljanje uspešnosti in učinkovitosti poslovanja obvladuje in analizira računovodske izkaze, kot sta bilanca stanja in izkaz poslovnega izida. Vendar oba temeljna računovodska izkaza ne povesta nujno vsega o poslovanju podjetja. Podjetje namreč lahko izkazuje dobiček, vendar ima negativni denarni tok, zato je za finančnike še kako pomembno, da ima podjetje pripravljen tudi izkaz denarnega toka, saj tako lahko analizirajo, ali je podjetje likvidno (Kelly, 2016).

Del izkaza denarnega toka so tudi spremembe v obratnem kapitalu podjetja, ki predstavlja kratkoročno financiranje podjetja. V svojem delu bom raziskala, kako obvladovanje obratnega kapitala vpliva na uspešnost in vrednost podjetja. Vpliv je tako neposreden kot posreden. Obratni kapital neposredno vpliva na vrednost kot komponenta denarnega toka, posredno pa preko drugih komponent denarnega toka in diskontne stopnje. Neto obratni kapital je kapital, ki ga podjetja potrebujejo za kratkoročno delovanje. Predstavlja pokritost kratkoročnih obveznosti (obveznosti do dobaviteljev) s kratkoročnimi sredstvi (zaloge, terjatve in denar). Velikost investicije v vsakega izmed dejavnikov se razlikuje glede na panoge in podjetja, zato je med podjetji smiselno primerjati kazalnike obratnega kapitala znotraj panoge in skozi čas.

Temeljna komponenta obratnega kapitala je krogotok denarja. Krogotok denarja dobimo, ko od seštevka dnevov vezave terjatev do kupcev in dnevov vezave zalog odštejemo dneve vezave obveznosti do dobaviteljev. Daljši kot je krogotok denarja, več obratnega kapitala je potrebno in s tem več denarja za vsakodnevno delovanje. Če podjetje zmanjša vložek v neto obratni kapital (poveča obveznosti ali zmanjša zaloge in terjatve), to vodi v povečanje prostega denarnega toka. Slednjega lahko delničarjem razdeli v obliki dividend in s tem poveča vrednost podjetja. Trgovinski kredit oziroma plačilni pogoji, ki ga podjetje ponudi kupcu, je pogost vir kratkoročnega financiranja. Ta vrsta kreditiranja je pogosta predvsem zato, ker podjetje z določenim kupcem posluje redno in lahko poda bolj informirano oceno tveganja neplačil. Deloma pa tudi zato, ker mu v primeru neplačila ne bo dobavilo dobrin. Vzpostavitev močne kreditne politike in natančno spremljanje plačilnega tveganja sta temelja uspešnega upravljanja terjatev do kupcev. Vir financiranja preko dobaviteljev velja za enega izmed najbolj ugodnih. Podjetje naj vedno izbere tistega dobavitelja, pri katerem je financiranje cenejše, in plača zadnji možni dan, ki je dovoljen. V splošnem naj bi bil kratkoročni koeficient večji od 1. To pomeni, da so kratkoročna sredstva večja od

kratkoročnih obveznosti. Vendar prevelika vrednost zalog na strani sredstev lahko pomeni, da ima podjetje slabšo prodajo ali pa je vodenje zalog neučinkovito. Po drugi strani pa nezadostna vrednost zalog lahko ogrozi prodajo in v primeru, da dobavitelji izdelkov nimajo na zalogi, kupec lahko zahteva plačilo kazni. Učinkovito upravljanje z zalogami naj bi povečalo donosnost podjetja. Dober primer je podjetje GAP, ki je leta 2003 zmanjšalo dneve vezave zalog za 24 %. Denar, ki je bil namenjen financiranju zalog, so investirali v vrednostne papirje in v naslednjem fiskalnem letu beležili rast dobička (Berk & DeMarzo, 2014).

Vse kaže na to, da je uspešno upravljanje obratnega kapitala zelo pomembno, saj neposredno vpliva na donosnost in likvidnost podjetij. Kratkoročna sredstva tipičnega proizvodnega ali distribucijskega podjetja predstavljajo več kot polovico vseh sredstev, zajeten del teh torej predstavljajo terjatve in zaloge. Višja raven kratkoročnih sredstev lahko prinese donosnost investicije (ang. return on investment, v nadaljevanju ROI) v sredstva. Podjetja, ki ne vzdržujejo zadostne ravni kratkoročnih sredstev, lahko s tem ogrozijo svoj delovni proces. Namen upravljanja z obratnim kapitalom je, da z uspešnim upravljanjem kratkoročnega financiranja podjetje doseže ravnovesje med dobičkonosnostjo in tveganjem ter s tem ustvarja vrednost za delničarje podjetja (Mathuva, 2010).

Glavni namen magistrskega dela je proučiti, kako upravljanje obratnega kapitala vpliva na uspešnost podjetij v panogi trgovine na debelo in distribucije v državah nekdanje Jugoslavije in nekaterih drugih izbranih vzhodnoevropskih državah. Kot sem že omenila, je upravljanje z obratnim kapitalom na eni strani upravljanje s kratkoročnimi sredstvi, na drugi strani pa upravljanje s kratkoročnimi obveznostmi in v vseh podjetjih igra pomembno vlogo. Če podjetja ne upravljajo z obratnim kapitalom učinkovito in uspešno, to lahko vpliva na vsakodnevno delovanje in posledično na konkurenčnost v izbrani panogi (Payne, 2002). V panogi trgovine na debelo in distribucije so podjetja močno odvisna od obratnega kapitala in investicija v vsako izmed komponent slednjega močno vpliva na vsakodnevno delovanje, dobičkonosnost in likvidnost. Izziv vsakega podjetja je določiti optimalno raven obratnega kapitala, poleg tega pa se mora podjetje tudi odločiti, ali bo več investiralo v kratkoročna sredstva ali dolgoročna sredstva (Melville, 2014).

V prvem delu magistrskega dela se bom oprla na študije in analize, ki dokazujejo, da uspešno upravljanje obratnega kapitala vpliva na večjo dobičkonosnost in posledično vrednost podjetja. V empiričnem delu magistrskega dela bom s pomočjo baze podatkov Amadeus analizirala podjetja, ki so prisotna na trgih nekdanje Jugoslavije in nekaterih drugih izbranih vzhodnoevropskih trgih. Analizirala bom podatke za obdobje od leta 2012 do leta 2016, saj želim analizirati čim bolj aktualne rezultate, poleg tega pa bi rada izključila obdobje gospodarske krize. Obratni kapital bi namreč rada raziskala neodvisno od negativnih gospodarskih šokov. Skušala bom torej dokazati, da mora biti odločitev o optimalni ravni obratnega kapitala rezultat močne politike, saj lahko znatno vpliva na kratkoročno in dolgoročno poslovanje podjetja, in mora zagotoviti nemoteno poslovanje in čim cenejše financiranje (Berk & DeMarzo, 2014).



# 1 KRATKOROČNO FINANCIRANJE IN OBRATNI KAPITAL

## 1.1 Upravljanje z obratnim kapitalom in vrednost podjetja

Obratni kapital je kapital, ki je potreben za kratkoročno delovanje podjetij. Uspešno obvladovanje tega neposredno vpliva na vrednost in dobičkonosnost podjetja. Glavne komponente so: terjatve do kupcev, zaloge in denar kot kratkoročna sredstva podjetja in obveznosti do dobaviteljev kot kratkoročne obveznosti do virov sredstev. Raven investicije v vsako izmed teh komponent se razlikuje med podjetji in panogami, zato je smiselna primerjava le med podjetji znotraj panoge in skozi čas. Večina podjetij mora za svoje projekte investirati v neto obratni kapital. Neto obratni kapital je razlika med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Kot že omenjeno, povečanje obratnega kapitala vodi v zmanjšanje prostega denarnega toka podjetja in posledično zmanjšuje njegovo vrednost. Vrednost podjetja je po metodi diskontiranih denarnih tokov definirana sledeče:

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

Prosti denarni tok podjetja (ang. free cash flow to the firm, v nadaljevanju FCFF) je prikazan v enačbi (1). To je denarni tok, ki ga podjetje lahko neposredno razdeli svojim delničarjem v obliki dividend. Tehtano povprečje stroškov kapitala (ang. weighted average cost of capital, v nadaljevanju WACC) je sestavljeno iz zahtevane donosnosti s strani delničarjev in obrestne mere za zadolževanje pri bankah. Bolj kot je podjetje tvegano, večja stopnja donosa je zahtevana s strani delničarjev in bank. To pomeni, da bo prosti denarni tok diskontiran z višjo diskontno stopnjo, če je podjetje bolj tvegano od povprečno tveganega podjetja, in bo vrednost podjetja manjša.

Vsako zmanjšanje obratnega kapitala vodi v povečanje denarnega toka podjetja. Podjetje lahko na primer v tekočem letu zmanjša obratni kapital za 50.000 EUR, kar vodi v povečanje FCFF in posledično vrednosti podjetja. V enačbi (2) lahko vidimo izračun FCFF.

$$FCFF = (Prihodki - stroški - amortizacija) + amortizacija - spremembev obratnem kapitalu - investicije v osnovna sredstva \quad (2)$$

Rast podjetja (ang. growth, v nadaljevanju G) ravno tako vpliva na vrednost podjetja. Kljub temu, da je podjetje bolj tvegano od povprečnega, ima lahko napovedano višjo rast in razlika med zahtevano stopnjo donosa in rastjo je diskontna stopnja prostega denarnega toka.

Kot vidimo na vrednost in uspešnost podjetja vpliva veliko dejavnikov, jaz pa bom v analizi predstavila, kako uspešno obvladovanje obratnega kapitala optimizira uspešnost in donosnost podjetja. Investicija v vsakega izmed dejavnikov obratnega kapitala predstavlja

tudi oportunitetne stroške. Presežna sredstva, investirana v zaloge ali terjatve do kupcev, bi lahko podjetje uporabilo za poplačilo dolgov ali bi jih vrnilo delničarjem v obliki dividend. V tem delu bom analizirala, kako lahko podjetje minimizira oportunitetne stroške z uspešnim obvladovanjem vsake od komponent obratnega kapitala (Berk & DeMarzo, 2014).

### 1.1.1 Krogotok denarja

Koncept krogotoka denarja je bil razvit v osemdesetih letih prejšnjega stoletja kot odgovor oziroma kritika na dotedanje kazalnike likvidnosti, kot je na primer kratkoročni koeficient, ki deli kratkoročna sredstva s kratkoročnimi obveznostmi, kot je razvidno iz enačbe (3). Richards in Laughlin (1980) trdita, da slednji predstavlja statično analizo likvidnosti s pomočjo bilance stanja podjetja, medtem ko krogotok denarja predstavlja likvidnost podjetja kot koncept operativnega cikla (Richards & Laughlin, 1980).

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

Krogotok denarja je temelj uspešnega obvladovanja obratnega kapitala. Čas med procesom, ko denar potuje iz podjetja in se vrne nazaj, predstavlja raven obratnega kapitala. Podjetje od dobaviteljev kupi zaloge v obliki materiala ali končnih proizvodov, kar predstavlja povišanje kratkoročnih sredstev (zaloge) in kratkoročnih obveznosti (obveznosti do dobaviteljev). Podjetja večinoma kupujejo zaloge na kredit, kar pomeni, da dobaviteljev ne poplačajo takoj, ampak v dogovorjenem roku. Kupljene zaloge, četudi so v obliki končnih proizvodov, ne prodajo takoj, ampak jih nekaj časa skladiščijo. Ko zaloge končno odprodajo, tudi kupci izdelkov ne plačajo takoj, ampak v dogovorjenem roku. Torej je za podjetje najboljšo, da je rok plačila dobaviteljem daljši, kot rok plačila, ki ga podjetje ponudi kupcem. Krogotok denarja je čas med tem, ko podjetje plača svoje obveznosti dobaviteljem, in med tem, ko dobi povrnjene terjatve do kupcev, kot je razvidno iz enačbe (4) (Berk & DeMarzo, 2014).

$$\begin{aligned} \text{Dnevi vezave denarja} &= \text{Dnevi vezave terjatev} + \\ &\text{Dnevi vezave zalog} - \text{Dnevi vezave obveznosti} \end{aligned} \quad (4)$$

Prvi del enačbe so dnevi vezave terjatev do kupcev (enačba 5). Ta kazalnik nam pove, kakšen plačilni rok podjetje postavi svojim kupcem, torej v koliko dnevih dobi dolg s strani kupcev poplačan. Večji kot je kazalnik, bolj ohlapne pogoje podjetje ponudi kupcem in kasneje dobi denar nazaj v podjetje. Manjši kot je kazalnik, hitreje se denar vrne v podjetje. Podjetja si želijo, da bi bil čas plačila čim krajši, vendar je zelo pomembno poudariti, da je zelo odvisno od tega, v kateri panogi je podjetje, in je primerljiv le med podjetji iste panoge.

$$\text{Dnevi vezave terjatev} = \frac{\text{Povprečne terjatve iz poslovanja}}{\text{Prihodki iz poslovanja}} \times 365 \quad (5)$$

Dnevi vezave zalog (enačbi 6 in 7) predstavljajo, kako učinkovito podjetje upravlja z njimi. Krajši kot so dnevi vezave zalog, bolj učinkovito je upravljanje. Presežne zaloge so lahko pokazatelj slabše prodaje ali pa slabega napovedovanja povpraševanja. Dlje kot podjetje poseduje zaloge, večji strošek ima z njimi in dlje časa traja, da se krogotok denarja obrne.

$$\text{Dnevi vezave zalog} = \frac{\text{Povprečne zaloge}}{\text{Prihodki iz poslovanja}} \times 365 \quad (6)$$

ali

$$\text{Dnevi vezave zalog} = \frac{\text{Povprečne zaloge}}{\text{Proizvajalni stroški prodanih proizvodov}} \times 365 \quad (7)$$

»Teoretično pravilno je upoštevati stroške v imenovalcu, saj prihodki vsebujejo maržo, ki neposredno ne vpliva na koeficient obračanja zalog. Problem pa je, da stroškov prodanih proizvodov iz nemške različice izkaza uspeha ne moremo ugotoviti. Če upoštevamo prihodke, je vrednost kazalnika neupravičeno višja, a če smo pri računanju kazalnika delali to napako konsistentno, njegov trend ravno tako dobro izraža, ali se z zalogami upravlja bolje ali slabše glede na pretekla leta. Številne tuje svetovalne hiše uporabljajo v imenovalcu prihodke. Pomembno je, če hočemo primerjati vrednost kazalnika s konkurenti, da se držimo iste metodike izračuna kazalnikov pri vseh podjetjih v panogi.« (Slapničar, 2015)

Zadnji del enačbe so dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev. Ti predstavljajo čas, ki ga ima podjetje, da se financira brez obresti. V splošnem velja, da je za podjetje boljše, če ima rok plačila do dobaviteljev daljši, kot ga imajo kupci do podjetja.

$$\text{Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev} = \frac{\text{Povprečne obveznosti}}{\text{Prihodki iz poslovanja}} \quad (8)$$

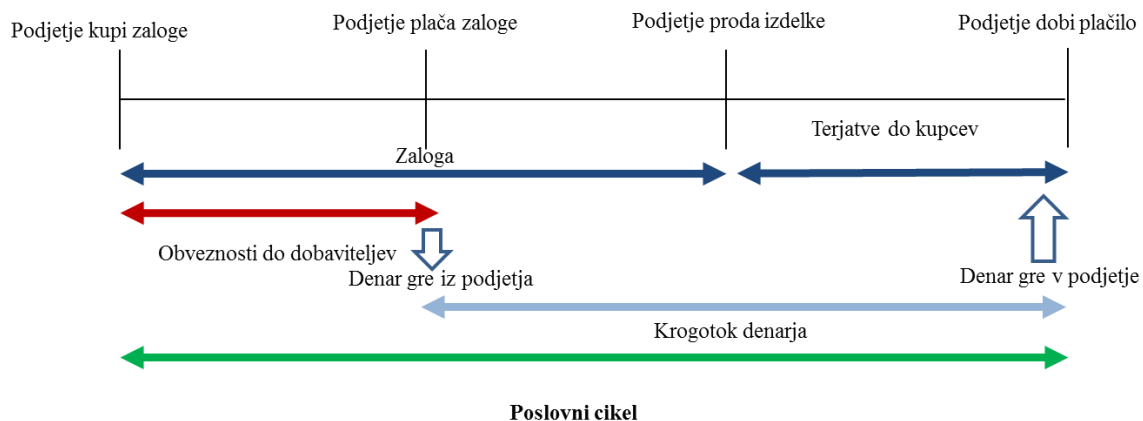
ali

$$\text{Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev} = \frac{\text{Povprečne obveznosti}}{\text{Proizvajalni stroški prodanih proizvodov}} \quad (9)$$

Kot je razvidno iz zgornjih enačb (8, 9), obstaja več načinov merjenja krogotoka denarja. Predstavila bom dva, ki sta najpogosteje uporabljena. Imenujemo ju klasični in prilagojeni krogotok denarja. Avtorja klasičnega in tudi prvega modela sta Richards in Laughlin (1980). V imenovalcu dneva vezave zalog in obveznosti uporabita proizvodjalne stroške prodanih proizvodov (ang. costs of goods sold, v nadaljevanju COGS). Avtorja prilagojenega denarnega toka sta Shin in Soenen (1998) in v imenovalcu namesto COGS uporabita prihodke od poslovanja. Slednji je primernejši od klasičnega, ker ima ta v imenovalcu različne računovodske kategorije, prilagojeni pa je praktično identičen, razen tega, da so vse tri komponente (zaloge, obveznosti in terjatve) izražene kot odstotek od

prodaje. Prikazuje število dni prihodkov, s katerimi podjetje financira obratni kapital, ceteris paribus (če ostalo ostane enako). Prilagojeni denarni tok po njunem prepričanju vpliva na vrednost podjetja, saj krajši kot je krogotok denarja, večja je sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov in s tem vrednost podjetja, hkrati pa podjetje bolj učinkovito upravlja z obratnim kapitalom, kar vodi v večjo donosnost podjetja. Svoje ugotovitve sta podkrepila z raziskavo, v kateri sta ugotovila, da obstaja negativna korelacija med dobičkonosnostjo podjetja in prilagojenim krogotokom denarja, kot prikazuje slika 1 (Shin & Soenen, 1998).

Slika 1: Krogotok denarja



Vir: Prirejeno po Berk & DeMarzo (2014).

### 1.1.2 Upravljanje s terjatvami do kupcev

Terjatve do kupcev nastanejo takrat, ko podjetje proda izdelke, vendar za to ne zahteva takojšnjega plačila, torej kupcu proda dobrine na kredit. V tem delu se bom osredotočila na to, kako se podjetje sooča z upravljanjem terjatev do kupcev. Za uspešno upravljanje s temi mora podjetje vzpostaviti politiko financiranja kupcev, torej pod kakšnimi pogoji jim ponudi prodajo na kredit in kako spremlja obstoječe terjatve.

Z naslednjimi tremi koraki podjetje postavi kreditno politiko:

- vzpostavitev kreditnih standardov,
- vzpostavitev kreditnih pogojev in
- vzpostavitev politike izterjave.

O politiki kreditnih standardov se odloča management v sodelovanju z drugimi oddelki. Kreditni standard je generalna odločitev podjetja, kateremu kupcu bo podjetje odobrilo prodajo na kredit. Lahko se odloči za bolj tvegano možnost in odobri prodajo na kredit vsem, lahko je bolj konservativno in odobri prodajo na kredit le kupcem, ki imajo majhno tveganje neplačil. Ravno zaradi tega imajo večja podjetja svoje oddelke za upravljanje s

tveganji in ena izmed njihovih nalog je tudi, da ocenijo plačilno sposobnost kupcev podjetja. Manjša podjetja pa lahko kupijo poročila različnih bonitetnih agencij in tako pridobijo potrebne informacije. Odločitev komu in koliko prodaje na kredit podjetje odobri, ima veliko vlogo pri tem, koliko denarja ima podjetje v terjatvah do kupcev. Po eni strani bolj konservativna politika lahko pripelje do manjše prodaje, saj gredo kupci lahko h konkurentom, vendar bo imelo podjetje manj denarja v terjatvah. Po drugi strani pa manj konservativna politika vodi do višje prodaje, s tem pa tudi do večjega deleža terjatev in tudi večjega tveganja, da kupci ne bodo plačali. Podjetje se proti tveganjem lahko zavaruje, kar bom razložila v nadaljevanju.

Pogoji, ki jih podjetje nudi kupcem, sledijo vzpostavitvi kreditnih standardov. Podjetje se odloči, kakšen plačilni rok bo postavilo kupcu, lahko pa ga motivira za zgodnejše plačilo s tem, da ponudi popust. Podjetje X kupcu Y ponudi pogoje 2/15 net 30, kar pomeni, da je rok plačila 30 dni, vendar če kupec plača v petnajstih dneh, dobi 2 odstotka popusta na celoten nakup.

Zadnji korak pa je vzpostavitev politike zbiranja terjatev. Kaj naredi podjetje, če kupec ne plača v roku? Podjetje lahko najprej pošlje opomin, lahko zaračuna obresti za zamudo, lahko pa se odloči, da dokler kupec ne poplača svojih dolgov, ne dobavlja izdelkov. Zadnji korak je precej radikalen in lahko si ga privoščijo večja podjetja z veliko pogajalsko močjo in močnim tržnim deležem. Pomembno je, da je postopek izterjave terjatev natančno definiran in so vsi zaposleni, ki se jih pritiče, z njim seznanjeni.

Po tem ko je vzpostavljena kreditna politika, mora podjetje natančno spremljati terjatve do kupcev zato, da lahko ugotovi, ali je kreditna politika učinkovita. Za to lahko podjetje uporabi dve orodji; dnevi vezave terjatev do kupcev in pregled obstoječih terjatev.

Dnevi vezave terjatev do kupcev je povprečje dni, ki jih podjetje potrebuje, da zbere vse terjatve. Ta podatek se nahaja v bilanci stanja, in sicer terjatve do kupcev delimo s številom dni v letu. Zunanji uporabniki lahko ta podatek analizirajo tako, da primerjajo gibanje dni vezave terjatev v določenem obdobju; če na primer ta podatek skozi leta slikovito narašča, je smiselno analizirati širše okolje. V času krize bodo vsa podjetja prizadeta in kot logična posledica število dni naraste. Če pa ugotovimo, da je to težava le enega podjetja, ima verjetno ali preveč ohlapno politiko zbiranja terjatev ali pa je ta enostavno neučinkovita. Za notranje uporabnike je pomembno, da ta podatek primerjajo s postavljenimi pogoji, če je na primer pogoj neto 30, povprečno število dni terjatev do kupcev pa 60 dni, pomeni, da ima podjetje hude težave s kupci in ima neučinkovito kreditno politiko. Slabost tega orodja je, da je precej statično, namreč četudi velik odstotek kupcev zamuja s plačili, se lahko številka zdi sprejemljiva.

Ravno zaradi zadnjega je kombinacija s pregledom obstoječih terjatev v podjetju nujna. Poglejmo si primer. Podjetje ima pogoje 2/15 neto 30, kar pomeni, da naj bi vsi kupci

plačali najkasneje v tridesetih dneh. Tabela 1, izdelana v programu Microsoft Excel, nam prikazuje obstoječe terjatve in denarno vrednost teh.

*Tabela 1: Tabela pregleda obstoječih terjatev*

<b>Dnevi obstoječih terjatev</b>	<b>Število kupcev</b>	<b>% števila kupcev</b>	<b>Vrednost terjatev (v 1000 EUR)</b>	<b>% vrednosti terjatev</b>
1–15	200	57	500	77
16–30	100	29	100	15
31–60	50	14	50	8
Skupaj	350	100	650	100

*Vir: Prirejeno po Berk & DeMarzo (2014).*

Če povprečen dnevni prihodek predstavlja 5 % terjatev do kupcev, kar znaša 32.500 EUR (v nadaljevanju EUR), so povprečni dnevi vezave terjatev do kupcev 20 dni, kar se zdi pravilno. Vendar lahko iz tabele 1 razberemo, da kar 14,3 % kupcev ne plača svojih obveznosti v roku, kar je zaskrbljujoč podatek. Torej je smiselno primerjati obe orodji, tako dneve vezave kot pregled obstoječih terjatev za ugotavljanje učinkovitosti kreditne politike (Berk & DeMarzo, 2014, str. 892–895).

Del kratkoročnega financiranja podjetja in uspešne kreditne politike je tudi zavarovanje v primeru ne plačila kupcev. Napisala sem, da podjetja svojim kupcem izdelke večinoma prodajo na kredit in le to lahko terjatve do kupcev izkoristi kot zavarovanje za posojilo kupcu. Podjetje pa lahko uporabi tudi druge vrste zavarovanja posojila. Svoje terjatve lahko zavaruje preko zastave terjatev kupca ali faktoringa. Pri zastavi terjatev gre za to, da podjetje, ki je posojilodajalec, pregleda kupčeve terjatve do kupcev in se na podlagi svojih kreditnih standardov odloči, katere terjatve bo vzel kot zavarovanje in kolikšno posojilo mu odobri glede na njegove terjatve (recimo 70 % obstoječih terjatev). Če kupci posojilojemalca ne plačajo svojih obveznosti, bodo terjatve, ki so uporabljene kot zavarovanje, poplačane neposredno posojilodajalcu. Druga možnost pa je faktoring terjatev do kupcev. Podjetje, ki ima pogoje do kupcev na primer neto 30, proda svoje terjatve faktorju. Ta mu na 30. dan izplača terjatve neodvisno od tega, ali so kupci dejansko poravnali svoje obveznosti. Ta oblika je priljubljena, ker se podjetje samo ne rabi ukvarjati z izterjavo, temveč to počne faktor. Seveda pa mora podjetje za to ugodnost plačati, zato je smiselno, da oceni, ali je ceneje prodati terjatve faktorju ali sam voditi izterjevalni postopek (Benea & Duma, 2013).

### 1.1.3 Upravljanje z obveznostmi do dobaviteljev

Kratkoročni del obveznosti pasivne strani bilance stanja so tudi obveznosti do dobaviteljev. To je vrednost, ki jo podjetje dolguje dobavitelju za nakup izdelkov oziroma storitev na kredit. Tako kot kupci podjetju ne plačajo za izdelke takoj, tudi podjetje ne plača dobaviteljem takoj in razlika med terjatvami in obveznostmi do dobaviteljev se imenuje

trgovinski kredit. Ko podjetje kupi surovine ali končne izdelke od dobaviteljev, to na aktivni strani podjetja poveča sredstva v obliki zalog in hkrati tudi obveznosti na pasivni strani. Naj omenim, da povečanje obveznosti predstavlja povečanje denarnega toka, povečanje terjatev in zalog pa zmanjšanje denarnega toka. Zato je za podjetje boljše, če ima obveznosti do dobaviteljev večje kot terjatve do kupcev. To lahko zagotovi tako, da si izbori ugodne pogoje pri dobaviteljih, torej ima daljši plačilni rok do dobaviteljev, kot ga imajo kupci do podjetja.

Podjetje naj bi uporabilo obveznosti do dobaviteljev kot vir financiranja le, če je trgovinski kredit najcenejša možnost. Strošek trgovinskega kredita je odvisen od pogojev, ki jih ponudijo dobavitelji. Omenila sem že, da se pogoji navajajo sledeče; 2/10 neto 30, kar pomeni, da, če podjetje plača v desetih dneh, dobi dvo odstotni popust na nakup, v nasprotnem primeru pa mora plačati najkasneje v 30 dneh. Višji kot je popust pri zgodnjem plačilu, večji je strošek neizkoriščanja tega popusta. Enako velja, če je rok plačila krajši. Preden se podjetje odloči o vrsti financiranja, mora torej primerjati različne alternative. Ob vsem ostalem enakem naj najprej primerja pogoje, ki jih postavijo različni dobavitelji, in izbere cenejšo alternativo. Izbrano alternativo nato primerja s posojilom, ki bi ga za nakup pri dobaviteljih dobilo na banki in se odloči za najcenejšo možnost. Poleg tega je pomembno tudi to, da podjetje plača na zadnji možni dan, kot je dovoljeno, brez da ogrozi odnose z dobavitelji. To je pomembno zato, ker na ta način najdlje zadrži denar in kot sem že napisala, povečanje obveznosti predstavlja povečanje prostega denarnega toka. Naj omenim še, da to ne pomeni, da naj povečuje obveznosti do neskončnosti, podjetje mora najti tako raven obveznosti, da optimizira prosti denarni tok in s tem vrednost podjetja. V nadaljevanju bom opisala dve tehniki upravljanja z obveznostmi do dobaviteljev, in sicer:

- odločitev o dnevih vezave obveznosti do dobaviteljev,
- daljšanje plačilnega roka.

Predpostavimo, da je podjetje izbralo samo enega, najcenejšega dobavitelja, s katerim ima sklenjene pogoje 2/10 neto 30. To pomeni, da bi moralo imeti dneve vezave obveznosti do dobaviteljev 30 dni. Recimo, da ima to podjetje 100.000 EUR obveznosti in povprečne dnevne stroške prodanih proizvodov v višini 5.000 EUR – to pomeni, da so dnevi vezave po klasičnem modelu izračuna 20 dni. Lahko zaključimo, da podjetje s svojimi obveznostmi ne upravlja dobro, saj bi lahko izkoristilo še dodatnih 10 dni obresti na denar. Če pa bi imelo recimo 40 dni vezave, bi pomenilo, da v povprečju zamuja dobaviteljem s plačilom, kar sicer znižuje efektivno letno obrestno mero na kredit, vendar lahko prinese več težav kot koristi.

Nekatera podjetja v praksi ne spoštujejo dogovorjenih plačilnih rokov in plačujejo z zamudo. To počnejo zato, ker s tem neposredno zmanjšujejo strošek trgovinskega kredita – podjetje ima sredstva na razpolago dlje časa. O trgovinskem kreditu bom pisala v nadaljevanju, sledi pa primer razlage, zakaj so podjetja motivirana plačevati z zamudo.

Podjetje ima z dobaviteljem dogovorjene pogoje 1/15 neto 40. Znesek računa je 100 EUR. Poglejmo si izračun efektivne obrestne mere ob upoštevanju dogovora in neupoštevanju dogovora, torej podjetje plača šele 60. dan. Efektivna obrestna mera – EAR (effective annual rate) – se izračuna na sledeč način:

$$EAR = \left(1 + \frac{\text{Znesek popusta}}{\text{Znesek računa} - \text{znesek popusta}}\right)^{\frac{365}{\text{Rok plačila} - \text{rok plačila s popustom}}} \quad (10)$$

$$EAR \text{ ob upoštevanju dogovora} = (1,0101)^{14,6} = 15,8 \%$$

$$EAR \text{ od neupoštevanju dogovora} = (1,0101)^{8,1} = 8,5 \%$$

Iz enačbe (10) lahko vidimo, da je za podjetje cenejše, če dogovora ne upošteva, vendar je treba opozoriti na težave, ki lahko nastanejo ob takem ravnanju podjetja. Lahko se zgodi, da bodo dobavitelji postavili zaostrene pogoje poslovanja, in sicer lahko zahtevajo pogoje COD (cash on delivery) ali CBD (cash before delivery), kar pomeni, da mora podjetje plačati dobaviteljem pri prevzemu blaga oziroma še pred prevzemom blaga. To pa pomeni, da bo podjetje moralo zaprositi za posojilo pri banki. Ker pa se na račun neplačil dobaviteljem oziroma zamudnih plačil tudi bonitetna ocena podjetja zmanjša, bodo banke zahtevale večje obresti na dano posojilo. Poleg tega se lahko dobavitelji odločijo, da kupcu ne bodo dobavljali surovin oziroma končnih izdelkov – to vpliva na prodajo podjetja, saj ne bo imelo zalog, kar pa povzroči slabše odnose s kupci. Vidimo, da se nespoštovanje plačilnih rokov na dolgi rok podjetju ne obrestuje, saj vpliva na prodajo in odnose z dobavitelji in kupci, zato je najboljše, da znotraj dovoljenih okvirov vzpostavi politiko upravljanja z obveznostmi, tako da optimizira vrednost podjetja (Berk & DeMarzo, 2014).

#### 1.1.4 Upravljanje z zalogami

Upravljanje z zalogami je glavna naloga logističnega oddelka v podjetjih in predmet managementa poslovnih in storitvenih procesov. Naloga finančnega managerja oziroma direktorja je, da vzpostavi politiko vodenja zalog in financiranje teh, kar zagotovi dobičkonosnost podjetja. Naloga managerja, ki upravlja z zalogami, je, da vzpostavi ravnovesje med stroški in koristmi, povezanimi s temi. Odvečna zaloga načne denarni tok, premajhna zaloga lahko ogrozi prodajo in poslovanje s kupci, optimalna raven zalog pa povečuje vrednost podjetja.

Podjetje mora vzdrževati določeno raven zalog za uspešno poslovanje. Če ima podjetje premajhno raven zalog, to vodi v pomanjkanje surovin za izdelavo končnih izdelkov in posledično v manjšo prodajo. Poleg tega nekateri kupci zaračunavajo penale, če podjetje izdelkov nima na zalogi, saj to vpliva tudi na njihovo prodajo. Zadostna raven zalog je pomembna tudi v podjetjih, ki imajo sezonsko prodajo, torej v nekaterih mesecih poslujejo boljše kot v drugih. Posebej pomembno je upravljanje z zalogami v prehranski panogi, namreč prevelika raven zalog lahko povzroči, da bodo izdelkom pretekli roki in jih bo treba odpisati, kar pa tudi pomeni velik strošek za podjetje. Torej poleg samega stroška



vzdrževanja zalog bo imelo podjetje še strošek odpisa zalog. Koristi držanja zalog so povezane predvsem s tem, da lahko podjetje ustreže povpraševanju kupcev in zagotovi določeno raven prodaje, stroški, povezani z držanjem zalog, pa so sledeči:

- nabavna vrednost surovin oziroma končnih proizvodov v določenem obdobju (navadno enega leta);
- stroški naročanja – so stroški, ki so povezani s samim naročilom dobaviteljem;
- stroški držanja zalog so stroški skladiščenja, zavarovanje, davki, stroški odpisa zalog zaradi pretečenih rokov ali uničenih izdelkov in oportunitetni stroški držanja sredstev v zalogah.

Podjetje mora sprejeti kompromis, če želi minimizirati zgoraj opisane stroške. Podjetje lahko minimizira stroške držanja zalog tako, da ima majhno raven teh, vendar bodo letni stroški naročanja večji, saj bo podjetje moralo večkrat naročiti surovine oziroma končne proizvode pri dobaviteljih, da bi zadovoljilo povpraševanje kupcev. Zelo pogosto uporabljen je tudi koncept JIT (»just in time«), ki je bil razvit s strani Toyote. Koncept JIT minimizira stroške držanja zalog tako, da je raven zalog vedno blizu nič, saj podjetje naroča od dobaviteljev točno takrat, ko potrebuje zaloge. Sliši se preprosto, vendar mora imeti podjetje, če želi zagotoviti uspešnost koncepta JIT, izjemno koordinacijo med dobavitelji in kupci. Poleg tega je zelo pomembno, da ima predvidljivo povpraševanje po izdelkih, namreč samo tako lahko naredi zanesljiv načrt prodaje in s tem tudi naročanja zalog. Učinkovito upravljanje z zalogami naj bi povečalo donosnost podjetja. Dober primer je podjetje GAP, ki je leta 2003 zmanjšalo dneve vezave zalog za 24 %. Denar, ki je bil namenjen financiranju zalog, so investirali v kratkoročne vrednostne papirje in v naslednjem fiskalnem letu beležili veliko rast dobička (Berk & DeMarzo, 2014).

### 1.1.5 Upravljanje z denarjem

Podjetje lahko računovodsko izkazuje dobiček, vendar ima negativni denarni tok, zato je za finančnike še kako pomembno učinkovito upravljanje z denarjem zato, da zagotovijo zadostno likvidnost podjetja. Vendar je likvidnost podjetja tudi strošek, namreč z držanjem denarja na računu je donosnost tega lahko manjša, kot če bi ta denar investiralo v kratkoročne vrednostne papirje. Poleg tega pa je presežek denarja tudi podvržen dvojnemu obdavčevanju preko davka od dobička. Podjetje mora torej na računu držati optimalno raven denarja, da se lahko sooči s sezonskostjo denarnih tokov in si ustvari denarne rezerve za nepričakovane šoke, ki vplivajo na poslovanje.

Prednosti držanja denarja na računu:

- kompenzacija za negotovost denarnih tokov,
- zadovoljitev zahtev s strani bank,
- vsakodnevne potrebe.

Znesek denarja na računu je odvisen tudi od tega, kako volatilni in negotovi so prihodnji denarni tokovi. Bolj je podjetje podvrženo negotovosti, več denarja mora imeti na računu, da se lahko sooči z morebitnim denarnim primanjkljajem. Poleg tega banke zahtevajo minimalno stanje denarja na računu za storitve, ki jih opravljajo (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999).

Podjetje mora imeti dovolj denarja in drugih likvidnih sredstev na računu, da lahko plača svoje kratkoročne obveznosti. Najpogostejši kazalnik, ki ocenjuje, ali je podjetje dovolj likvidno, je hitri oziroma pospešeni koeficient, ki se razlikuje od kratkoročnega po tem, da izloči zaloge iz števca, saj so najmanj likvidna kratkoročna sredstva.

$$\text{Hitri koeficient} = \frac{\text{Kratkoročna sredstva} - \text{zaloge}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (11)$$

V literaturi se pojavljajo pravilne vrednosti zgornjega kazalnika (enačba (11)), ki naj bi bile več od 1, vendar se kazalnik razlikuje med panogami, zato je smiselno primerjati kazalnik med podjetji znotraj panoge. Iz kazalnika izločimo zaloge, ker naj ne bi bile hitro unovčljive, vendar v nekaterih panogah so, in je zaradi tega vrednost kazalnika manjša, kljub temu da so podjetja plačilno sposobna (Slapničar, 2015).

#### 1.1.6 Trgovinski kredit

Trgovinski kredit je najpogostejša oblika kratkoročnega financiranja podjetij poleg posojil, ki jih podjetje lahko dobi na banki. V prejšnjih poglavjih sem že predstavila, kako se lahko podjetje financira preko svojih dobaviteljev in kako financira kupce, sedaj pa bom natančneje predstavila, kaj trgovinski kredit je in prednosti in slabosti tega.

Zakaj je uporaba trgovinskega kredita ena izmed najpogostejših oblik financiranja? Teoretičnih razlag za obstoj tega je veliko. Trgovinski kredit zagotavlja potreben kapital za podjetja, ki se ne morejo financirati prek bolj tradicionalnih kanalov, kot je na primer banka. Poleg tega so dobavitelji lahko bolj specializirani za ocenjevanje tveganj neplačil svojih kupcev, saj z njimi poslujejo vsakodnevno in poznajo naravo posla. Trgovinski kredit tudi omogoča cenovno diskriminacijo, ki sicer ni dovoljena. Namreč dobavitelj lahko ponudi popust v primeru plačila pred rokom, lahko ponudi količinski popust, in glede na oceno tveganja podjetja določi, koliko popusta bo dalo kateremu kupcu. Petersen in Rajan (1997) sta v svoji študiji dokazala, da se podjetja bolj financirajo preko trgovinskega kredita v primeru, da alternativna možnost kratkoročnega financiranja ni na voljo. Dobavitelji nudijo kupcem, katerim nihče drug ne nudi financiranja, trgovinski kredit, ker lahko dobijo informacije o kupcih ceneje, hitreje lahko likvidirajo sredstva, ki veljajo kot zavarovanje kredita in imajo večji vpliv na dolgoročno poslovanje kupcev. Poleg tega sta dokazala, da je trgovinski kredit uporabljen za cenovno diskriminacijo in da podjetja, ki imajo boljši dostop do sredstev s strani finančnih institucij, nudijo več

trgovinskega kredita. V nadaljevanju bom predstavila stroške in koristi trgovinskega kredita (Petersen & Rajan, 1997).

Trgovinski kredit, ki ga podjetje ponudi kupcu, ni nič drugega kot posojilo. Odstotek popusta predstavlja obrestno mero, ki ga podjetje lahko ponudi kupcu v primeru plačila pred plačilnim rokom. V enem izmed prejšnjih poglavij je zapisano, da se pogoje, ki jih podjetje ponudi kupcu zapiše sledeče; primer: 5/10 neto 30, kar pomeni, da lahko kupec izkoristi popust v višini 5 odstotkov, če plača v desetih dneh, rok plačila pa je 30 dni. Kupčev finančni manager mora oceniti strošek trgovinskega kredita, torej ali se jim splača plačati v plačilnem roku s popustom ali ne. To stori tako, da izračuna EAR oziroma efektivno letno obrestno mero. Primer izračuna in primerjave obrestne mere sem naredila v podpoglavju Upravljanje z obveznostmi do dobaviteljev. Poleg tega je ponujene pogoje smiselno primerjati z obrestno mero, ki jo nudi banka, saj se lahko zgodi, da banka nudi ugodnejše pogoje (Berk & DeMarzo, 2014).

Koristi trgovinskega kredita za podjetje so številne v primerjavi s posojilom, ki ga lahko nudijo finančne institucije.

**Pridobivanje informacij.** Podjetje, ki je dobavitelj kupcu, lahko obišče njegove poslovne prostore pogosteje kot finančne institucije. Poleg tega velikost in čas naročil dobavitelju omogočata, da si ustvari idejo o poslovanju in tipu same dejavnosti kupca. Na primer, če kupec ne izkoristi popustov, ki jih ponudi dobavitelj, to lahko zbuja dvom o kreditni sposobnosti kupca. Res je, da tudi finančne institucije lahko zberejo podobne podatke, vendar, jih dobavitelj lahko pridobi hitreje in ceneje, saj so pridobljene v času poslovanja s kupcem.

**Nadziranje kupca.** Če je določen dobavitelj edini vir zalog za kupca, je slednji odvisen od njega. Dobavitelj ima torej večjo moč nad kupcem, saj mu v primeru neplačil lahko ukine oziroma začasno ustavi dobavo zalog. Ta taktika je lahko še posebej učinkovita, če kupec nima znatnega deleža v dobaviteljevi prodaji. V nasprotnem primeru pa na ta račun dobavitelj lahko izgubi delež prodaje. Finančne institucije lahko sicer storijo isto, tako da posojilojemalcu ne dajo več sredstev, vendar bo to imelo zelo majhen takojšnji vpliv na poslovanje posojilojemalca.

**Izkoriščanje vrednosti obstoječih sredstev.** Če kupec ne plača svojih obveznosti, lahko dobavitelj izkoristi sredstva, ki mu jih je dobavil. Daljši kot je rok uporabnosti sredstev, boljši zavarovalni inštrument predstavljajo. Manj kot kupec dobavljene zaloge spreminja, večjo prednost ima financiranje s strani dobaviteljev v primerjavi z finančnimi institucijami, saj lahko dobavitelj preprosto najde drugega kupca.

**Cenovna diskriminacija.** Kupci bodo izkoristili trgovinski kredit, četudi ta nima finančne prednosti v primerjavi s financiranjem s strani finančnih institucij, torej v primeru, da je EAR večji. To pa zato, ker je trgovinski kredit lahko uporabljen za cenovno diskriminacijo. Kljub temu, da je le-ta prepovedana in so za preprečevanje vzpostavljeni zakoni, pa

predstavlja trgovinski kredit sivo območje. Kreditni pogoji, ki jih dobavitelji postavijo kupcem, načeloma sledijo neki ustaljeni praksi v določeni panogi in niso prilagojeni na vsakega kupca ampak bolj na skupino kupcev. Torej bolj je kupec tvegan, bolj zaostrene pogoje mu dobavitelj ponudi in obratno. Dobavitelj tako lahko cenovno diskriminira med svojimi kupci in jim preko boljšega/slabšega popusta nudi nižjo/višjo ceno za izdelke.

**Transakcijski stroški.** Trgovinski kredit lahko zmanjšuje transakcijske stroške plačevanja računov. Namesto da kupci plačajo blago vsakič, ko jim je dostavljeno, plačajo na primer enkrat na mesec ali na četrletje. Poleg tega lahko zmanjša transakcijske stroške v zvezi z zalogami. Če ima podjetje zelo ciklično prodajo, so lahko zaradi stroškov skladiščenja transakcijski stroški precej visoki. Podjetje lahko kupcem ponudi višji popust, da se znebi zaloga. Kredit lahko ponudi selektivno – tako kupcem kot skozi čas – in to lahko izboljša vodenje zaloga in posledično zmanjša transakcijske stroške teh (Petersen & Rajan, 1997).

## 1.2 Optimizacija obratnega kapitala

Do sedaj smo ugotovili, da mora podjetje vzdrževati zadostno raven obratnega kapitala, da lahko vodi poslovanje učinkovito in uspešno. Kaj pomeni zadostna raven obratnega kapitala? To pomeni, da neto obratni kapital ne sme biti ne več ne manj, kot je zahtevana oziroma dogovorjena raven; obe situaciji namreč lahko predstavljata nevarnost za podjetje. Presežna raven obratnega kapitala se zgodi v situaciji, ko so kratkoročna sredstva večja od kratkoročnih obveznosti. Raven neto obratnega kapitala ne sme biti prevelika, ker se v tem primeru pojavijo oportunitetni stroški, saj bi lahko podjetje presežno raven kratkoročnih sredstev investiralo v kratkoročne finančne instrumente in zato dobilo donos. Po drugi strani pa imenujemo situacijo, ko s kratkoročnimi sredstvi ne pokrivamo kratkoročnih obveznosti, nezadostna raven obratnega kapitala. Prav tako tudi to lahko škoduje podjetju; če podjetje nima zadostnih zaloga, to vpliva na prodajo podjetja in posledično na dobičkonosnost. Poleg tega pa nelikvidnost podjetja vpliva tudi na bonitetno oceno podjetja in s tem na kreditno sposobnost. Torej mora management podjetja kontinuirano vzdrževati tako raven obratnega kapitala, da zadostuje vsakodnevemu poslovanju podjetja in doseže optimalno razmerje med tveganjem in donosnostjo. Tako raven imenujemo optimalni obratni kapital. Kot lahko vidimo, ne moremo trditi, da obstaja prav določena raven obratnega kapitala, ki bi bila absolutno optimalna, prav tako ne moremo trditi, da mora podjetje doseči določeno raven kazalnikov, s katero analiziramo obratni kapital. Kazalniki se namreč razlikujejo tako med panogami kot med podjetji, zato je smiselno po analizi optimalnega obratnega kapitala s kazalniki te primerjati s primerljivimi konkurenti in skozi čas. V nadaljevanju bom predstavila tehnike, s katerimi si podjetja pomagajo določiti optimalno raven obratnega kapitala (Francis, 2012).

### 1.2.1 Likvidnost, dobičkonosnost in kompromis med tveganjem in donosnostjo

Raven obratnega kapitala vpliva tako na dobičkonosnost podjetja kot na likvidnost. Na eni strani mora zagotavljati finančno trdnost, na drugi strani pa optimizirati dobičkonosnost. Na tej točki bi rada opozorila, da likvidnost in solventnost nista isti stvari. Likvidnost je kratkoročna plačilna sposobnost, solventnost pa dolgoročna oziroma trajna plačilna sposobnost. Tveganje tu predstavlja možnost, da podjetje ne bo zmožno plačati svojih obveznosti, ko bo rok plačila, torej bo postalo insolventno.

Z večanjem donosnosti podjetja se veča tudi tveganje. Vzemimo primerjavo fizične osebe, ki vложи denar v vrednostne papirje. Oseba, ki ni naklonjena tveganju, bo svoj denar vložila v državne obveznice, ker je verjetnost, da bo država plačilno nesposobna, zelo majhna, vendar v zameno dobi manjše donose kot oseba, ki vложи svoj denar v delnice. Delnice podjetij so bolj tvegane, ker je verjetnost, da podjetje postane plačilno nesposobno, večja in v zameno bo oseba dobila višji donos. S strani podjetja pa je tako – bolj kot gre podjetje v tvegane projekte, bolj je tvegano in večji je pričakovani donos. Na račun boljše dobičkonosnosti lahko tudi zmanjša investicije v kratkoročna sredstva in se posledično poveča tveganje za nastanek insolventnosti. Po drugi strani pa podjetje, ki drži večjo raven kratkoročnih sredstev, izgubi dobičkonosnost, saj je imetje zaklenjeno v kratkoročnih sredstvih, ki pa nimajo dobička.

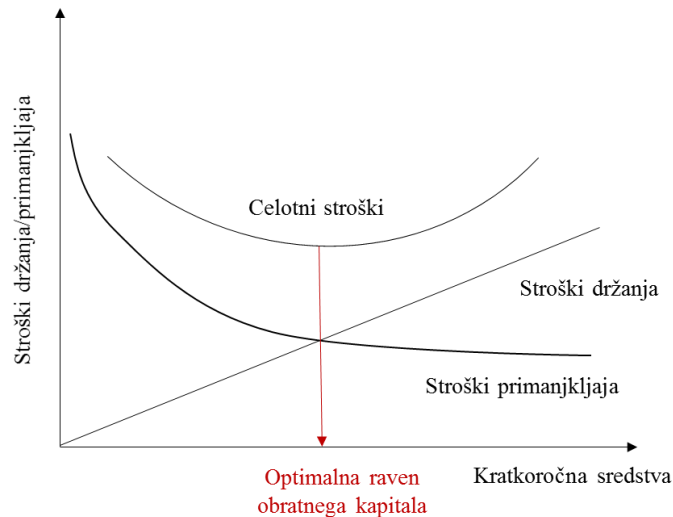
### 1.2.2 Tehnike za optimizacijo obratnega kapitala

Kot sem že pisala, ne obstaja določena raven obratnega kapitala, ki bi bila optimalna za vse, ampak jo mora vsako podjetje prilagoditi naravi posla. Optimalno raven si podjetja lahko pomagajo definirati z naslednjimi tehnikami:

- **stičišče med stroški držanja zalog in primanjkljaja zalog** – to je ena izmed zelo pomembnih metod. Stroški primanjkljaja so stroški, ki nastanejo, če nimamo veliko kratkoročnih sredstev, kar pomeni, če podjetju zmanjka zalog, se mora soočiti s stroški primanjkljaja, ki so lahko na primer penali. Stroški držanja pa naraščajo z večanjem ravni kratkoročnih sredstev, kot prikazuje slika 2 (Ross, Westerfield, & Jordan, 2009);
- **politika financiranja obratnega kapitala.** Obratni kapital lahko razdelimo na dva dela. Stalni kapital predstavlja raven, ki je minimalna zahtevana in vzdrževana. Začasna raven obratnega kapitala pa je visoka v sezonah, ko je prodaja višja, in nizka v sezonah, ko je prodaja nizka. Odločitev, kako bo podjetje financiralo obratni kapital, sprejme finančni direktor. Financiran je lahko dolgoročno ali kratkoročno. Možne so tri strategije financiranja obratnega kapitala:
  - začasni in stalni obratni kapital sta financirana z dolgoročnimi viri;
  - stalni obratni kapital in del začasnega sta financirana z dolgoročnimi viri, drugi del začasnega pa je financiran s kratkoročnimi viri;

- stalni obratni kapital je financiran z dolgoročnimi viri, začasni obratni kapital pa s kratkoročnimi viri.

Slika 2: Stičišče stroškov držanja in primanjkljaja – celotni stroški so minimalni



Vir: Prerejeno po *Fundamentals of Corporate Finance* (2009).

Vzpostavitev učinkovite politike financiranja obratnega kapitala zmanjšuje strošek kapitala, managerji se namreč nagibajo k temu, da se držijo principa usklajevanja ročnosti, torej kratkoročna sredstva financirajo s kratkoročnimi obveznostmi in dolgoročna sredstva z dolgoročnimi obveznostmi – in to je zmeren pristop. Nekatera podjetja pa imajo še bolj konservativno politiko financiranja in tudi del kratkoročnih sredstev financirajo z dolgoročnimi viri, to je lahko kapital ali pa dolgoročno bančno posojilo. Najbolj agresiven pristop pa je, da tako kratkoročna sredstva kot del dolgoročnih sredstev financiramo s kratkoročnimi viri, v tem primeru namreč obstaja tveganje dviga obrestnih mer in težav z obnovitvijo posojila. Podjetja se za ta pristop odločijo, ker so kratkoročna posojila cenejša in so pripravljena žrtvovati varnost za večjo dobičkonosnost (Brigham & Daves, 2003);

– **načrtovanje prihodnjih denarnih tokov** je še ena pomembna tehnika optimizacije. S pomočjo načrtovanja prihodnjih denarnih tokov naj bi imelo podjetje optimalno raven denarja na računu. Del načrtovanja je ocena prihodnjih terjatev do kupcev in njihovih plačil, po drugi strani pa tudi ocena prihodnjih obveznosti do dobaviteljev in primerjava pogojev med enimi in drugimi. Če ima podjetje ohlapne pogoje s strani dobaviteljev, njegovi kupci pa morajo hitreje plačati svoje obveznosti, to lahko zmanjša potrebe po denarnih rezervah, v nasprotnem primeru pa jih poveča. Podjetje naj pri načrtovanju upošteva tri glavne korake:

- načrt prihodnjih denarnih pritokov – največji vir so terjatve do kupcev, finančni pritoki pa so prihodki iz naslova obresti in bančnih posojil;

- načrt prihodnjih denarnih odtokov – levji delež predstavljajo obveznosti do dobaviteljev;
- izračun, ali se podjetje sooča z deficitom ali presežkom denarja.

Nato se finančni manager odloči, kam bo podjetje vložilo presežek denarja in kako bo financiralo izgubo (Brealey in drugi, 2016);

- **upravljanje z zalogami.** Dve najbolj znani tehniki, ne pa tudi edini, sta EOQ in JIT. O slednji temi sem že pisala in bom samo na kratko obnovila vsebino. JIT je popolnoma spremenil način vodenja zalog, smisel JIT je namreč minimalna oziroma nična raven zalog, saj se blago takoj pretvori v proizvode in proda kupcem. S tem lahko podjetje zelo manjša stroške in poveča dobičkonosnost, vendar je vzpostavitev te politike lahko izjemno težka in jo je v nekaterih panogah težko prilagoditi. Druga tehnika pa je ekonomična količina naročila (ang. Economic Order Quantity, v nadaljevanju EOQ), ki jo je predstavil William Baumol. Ta tehnika pomaga upravitelju zalog pri določanju količin za naročilo, upoštevajoč druge faktorje, ki vplivajo na zalogo. Enačba (12) predstavlja izračun optimalne količine zaloge (Brigham & Daves, 2003).

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times \text{letni prihodki} \times \text{strošek naročila}}{\text{Nabavna cena na kos} \times \text{letni strošek držanja zalog}}} \quad (12)$$

## 2 OBRATNI KAPITAL IN DONOSNOST PODJETJA

### 2.1 Pomen obratnega kapitala za dolgoročno uspešnost podjetja

Po teoriji konkurenčnosti na podlagi ključnih dejavnikov uspeha, slednji izhajajo iz kompetenc podjetja, ki so strateško pomembne, in predstavljajo vrednost za podjetje. V zadnjih dveh desetletjih je ta teorija pritegnila pozornost tako v akademskem svetu kot v praksi. Pravi namreč, da naj bi bila strategija podjetja grajena na podlagi konkurenčnih prednosti, ki izhajajo iz ključnih kompetenc. To pomeni, da je za podjetje pomembno, da popolnoma razume in se zaveda svojih prednosti in slabosti in definira ključne dejavnike uspeha (ang. Key Success Factors, v nadaljevanju KSF). KSF izhajajo iz kompetenc, te pa iz sredstev podjetja, ki so potrebna za delovanje. Sredstva podjetja delimo na opredmetena in neopredmetena. Opredmetena sredstva so na primer prostori, lokacija in oprema, neopredmetena pa delimo na intelektualna in kulturna sredstva. Intelektualno sredstvo je blagovna znamka ali pa ugled, sredstvo kulturne narave pa je recimo delovna etika. Zmožnost podjetja, da s sredstvi ustvarja vrednost za deležnike, imenujemo ključni dejavniki uspeha. Ti se delijo na finančne dejavnike in nefinančne dejavnike. Finančni dejavniki so lahko tržni delež podjetja, dobiček iz poslovanja, donosnost lastniškega kapitala (ang. return on equity, v nadaljevanju ROE), nefinančni pa recimo zadovoljstvo zaposlenih, zadovoljstvo kupcev, inovativnost in drugi (Hafeez, Zhang, & Malak, 2002).

Temeljni cilj podjetja je ustvarjati vrednost za vse deležnike. Deležniki podjetja so tako notranji, torej zaposleni in delničarji, kot zunanji, recimo okolje, v katerem podjetje deluje, država in stranke. Zato je za dolgoročno uspešnost in učinkovitost pomembno, da deluje v dobrobit okolja in ljudi, na katere vpliva. Podjetje lahko izkazuje dobiček kratkoročno, a če s tem škoduje okolju oziroma zaposlenim, na dolgi rok ne bo delovalo uspešno. Zato je pomembno, da ima podjetje definirane take KSF, ki optimizirajo vrednost podjetja in ob tem deluje družbeno odgovorno (Hammer & Pivo, 2017).

Večina podjetij za ugotavljanje uspešnosti in učinkovitosti poslovanja obvladuje in analizira računovodske izkaze, kot so bilanca stanja in izkaz poslovnega izida. Vendar ta dva temeljna računovodska izkaza ne povesta nujno vsega o poslovanju podjetja. Podjetje namreč lahko izkazuje dobiček, vendar ima negativen denarni tok, zato je za finančnike še kako pomembno, da ima podjetje pripravljen tudi izkaz denarnega toka, saj tako lahko analizirajo, ali je podjetje likvidno.

Del izkaza denarnega toka so tudi spremembe v obratnem kapitalu podjetja, ki predstavlja kratkoročno financiranje podjetja, o čemer sem že pisala v prejšnjem poglavju. V svojem delu bom raziskala, kako obvladovanje obratnega kapitala vpliva na uspešnost in vrednost podjetja. Vpliv je tako neposreden kot posreden. Neposredno obratni kapital vpliva na vrednost kot komponenta denarnega toka, posredno pa preko drugih komponent denarnega toka in diskontne stopnje. Neto obratni kapital je kapital, ki ga podjetja potrebujejo za kratkoročno delovanje. Predstavlja pokritost kratkoročnih sredstev (zaloge, terjatve, denar) s kratkoročnimi obveznostmi (obveznosti do dobaviteljev). Velikost investicije v vsakega izmed dejavnikov se razlikuje glede na panoge in podjetja, zato je smiselno primerjati kazalnike obratnega kapitala med podjetji znotraj panoge in skozi čas. Večji delež kapitala kot ima podjetje v primerjavi z dolgom, manj je tvegano, boljše pogoje lahko dobi pri banki, ko recimo zaprosi za posojilo (Berk & DeMarzo, 2014).

Uspešno upravljanje z obratnim kapitalom pa ne pomeni le optimizacije vseh komponent v finančnem smislu. Izziv je doseči optimalno raven obratnega kapitala in ob tem ne ogroziti odnosov s kupci zaradi ostrejšje kreditne politike in po drugi strani odnosov z dobavitelji zaradi zapoznelih plačil. V magistrskem delu se bom bolj posvetila finančnemu delu optimizacije obratnega kapitala.

Padachi (2006) pravi, da je upravljanje z obratnim kapitalom ključnega pomena za finančno zdravje katerega koli podjetja. Ugotovi tudi, da podjetja veliko investirajo v obratni kapital v primerjavi s celotnimi sredstvi, ravno zato bi ga morala upravljati učinkovito in uspešno.

Obratni kapital dokazano vpliva na dobičkonosnost in likvidnost, torej bi morala biti raven obratnega kapitala takšna, da podjetje vzpostavi optimalno ravnovesje med dobičkonosnostjo in likvidnostjo (Falope & Ajilore, 2009).



Največja prednost upravljanja z obratnim kapitalom je fleksibilnost. To pomeni, da se lahko hitro spreminja glede na potrebe trga, torej se odzove na sezonsko povpraševanje po izdelkih in pa prilagodi glede na ekonomske in tržne razmere (Mathur, 2002). Kot primer slabe prakse upravljanja z obratnim kapitalom v svoji študiji Largay in Stickney (1980) proučujeta stečaj velikega trgovinskega podjetja v letu 1980. Ugotovita, da je vzrok za stečaj slab denarni tok in neučinkovito upravljanje z obratnim kapitalom.

Vse kaže na to, da je uspešno upravljanje obratnega kapitala zelo pomembno, saj neposredno vpliva na donosnost in likvidnost podjetij. Kratkoročna sredstva tipičnega proizvodnega ali distribucijskega podjetja predstavljajo več kot polovico vseh sredstev; zajeten del teh torej predstavljajo terjatve in zaloge. Višja raven kratkoročnih sredstev lahko prinese donosnost investicije (ROI) – torej podjetja, ki ne vzdržujejo zadostne ravni kratkoročnih sredstev, lahko s tem ogrozijo svoj delovni proces. Namen upravljanja z obratnim kapitalom je, da z uspešnim upravljanjem tekočih računov podjetje doseže ravnovesje med dobičkonosnostjo in tveganjem ter s tem ustvarja vrednost za delničarje podjetja (Mathuva, 2010).

Glavni cilj podjetja je ustvarjati vrednost za deležnike. Deležniki podjetja so tako zunanji kot notranji, notranji so lastniki podjetja in zaposleni, zunanji pa predstavniki širšega okolja, na primer občina, država, finančne institucije in drugi. Ustvarjanje vrednosti po principu »triple bottom line« pomeni ustvarjanje dobička za lastnike, delovanje ekološko prijazno in za dobrobit ljudi. V tem delu se bom posvetila finančnemu cilju podjetja, ki je zagotavljati dobičkonosnost.

## **2.2 Analiza donosnosti podjetja**

Dva načina za preverjanje, ali podjetje dosega finančni cilj, sta ugotavljanje vrednosti podjetja in analiza kazalnikov dobičkonosnosti. Vrednost podjetja in izračun te sem prikazala v prejšnjem poglavju, v tem poglavju pa se bom posvetila analizi finančnih kazalnikov dobičkonosnosti.

Glavna prednost analize finančnih izkazov s kazalniki je zgoščenost informacij o podjetju. Kazalnikov je zelo veliko, zato je izbor teh ključnega pomena, saj preveliko številko izbranih kazalnikov zmanjšuje zgoraj zapisano prednost. S finančnimi kazalniki ne analiziramo izkazov statično, vendar jih med seboj kombiniramo, torej ne analiziramo posamezne bilance stanja, izkaza poslovnega izida ali izkaza denarnih tokov, temveč uporabimo različne postavke. Kazalnike lahko razvrstimo v štiri skupine:

- kazalniki zadolženosti – povejo, kako je podjetje zadolženo;
- kazalniki likvidnosti – povejo, ali ima podjetje dovolj denarja;
- kazalniki učinkovitosti – povejo, kako učinkovito podjetje upravlja s sredstvi;
- kazalniki dobičkonosnosti – z njimi merimo donos na investicije.

V tem delu se bom posvetila slednjim, saj me zanima, kako optimizacija obratnega kapitala vpliva na kazalnike dobičkonosnosti.

Profitna marža oziroma stopnja čistega dobička nam pove, kolikšen delež prihodkov najde pot do dobička. Izračunamo jo sledeče:

$$\text{Profitna marža} = \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Prihodki}} \quad (13)$$

Večina podjetij se delno financira tudi z dolgom in dobiček je razdeljen tako med lastnike kot tudi posojilodajalcem, zato ne moremo reči, da je podjetje manj dobičkonosno, ker del svojega dobička plača v obliki obresti. Primerneje je, če v števec zgornjega kazalnika v enačbi (13) dodamo dolžniške obresti.

$$\text{Marža} = \frac{\text{Čisti dobiček} + \text{dolžniške obresti}}{\text{Prihodek}} \quad (14)$$

Podjetja si želijo doseči čim višjo maržo (enačba 14), vendar vse ni konstantno – za večjo maržo se mora podjetje poslužiti strategije večjih cen, kar pa lahko zmanjša prodajo, če prodaja cenovno občutljive proizvode. Po drugi strani pa za večjo maržo lahko zmanjšuje stroške, vendar je zelo pomembno, da zmanjšuje stroške, ki ne bodo ogrozili poslovanja podjetja.

Donosnost sredstev (ang. Return on Assets, v nadaljevanju ROA), je kazalnik, prikazan v enačbi (15), ki ga managerji pogosto uporabijo, da ugotovijo, koliko dobička podjetju prinašajo sredstva. Tudi v tem primeru je primerneje čistemu dobičku dodati obresti, saj merimo donosnost vseh sredstev podjetja, ne samo sredstev, financiranih s kapitalom.

$$ROA = \frac{\text{Čisti dobiček} + \text{dolžniške obresti}}{\text{Povprečna celotna sredstva}} \quad (15)$$

Vrednost sredstev podjetja predstavlja originalen strošek nakupa teh minus amortizacija. Donosnost sredstev v panogi, kjer je prisotna konkurenca, naj bi bila približno toliko, kot je strošek kapitala podjetja, zato je zelo velika vrednost tega kazalnika včasih indikator monopolistične pozicije podjetja, saj lahko zaračuna visoke cene. Če torej želimo ugotoviti, kakšno pozicijo ima podjetje, primerjamo ROA s stroškom kapitala.

ROE, prikazan v enačbi (16) meri, kolikšen donos ima lastniški kapital.

$$ROE = \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Povprečni kapital}} \quad (16)$$

Managerji računajo tudi kazalnika zadržanih dobičkov (enačba 18) in izplačanih dobičkov (enačba 17) v obliki dividend. Ker podjetja nerada zmanjšujejo velikost dividend v primeru manjšega dobička, saj to lahko sporoča negativne signale lastnikom, se navadno odločajo za nižje razmerje izplačanih dobičkov.

$$\text{Delež izplačanih dobičkov} = \frac{\text{Dividende}}{\text{Čisti dobiček}} \quad (17)$$

$$\text{Delež zadržanih dobičkov} = 1 - \text{delež izplačanih dobičkov} \quad (18)$$

Če slednji kazalnik množimo z ROE, vidimo, kako hitro raste lastniški kapital – kot posledica zadržanja dobičkov skozi leta.

$$\text{Rast lastniškega kapitala} = \text{Delež zadržanih dobičkov} \times \text{ROE} = \frac{\text{Dobiček} - \text{dividende}}{\text{Lastniški kapital}} \quad (19)$$

Analitiki včasih pravijo, da je kazalnik, prikazan v enačbi (19), kazalnik trajnostne stopnje rasti podjetja. Vendar se moramo zavedati, da imajo v nekaterih letih podjetja zelo visoko vrednost slednjega in moramo pričakovati, da se bo skozi leta ta zmanjšala.

Nekatere kazalnike dobičkonosnosti, učinkovitosti in zadolževanja lahko smiselno povežemo med seboj in koncept sheme DuPont je bil razvit s strani istoimenskega podjetja. Natančneje gre za to, da povežemo kazalnika ROE in ROA med seboj.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Čisti dobiček} + \text{obresti}}{\text{Sredstva}} = \frac{\text{Prihodki}}{\text{Sredstva}} \times \frac{\text{Čisti dobiček} + \text{obresti}}{\text{Prihodki}} \quad (20)$$



Koeficient obračanja sredstev



Profitna marža

ROA predstavlja »trade-off« med kazalnikom obračanja sredstev in profitno maržo, vsa podjetja si namreč želijo imeti visoko donosnost sredstev, vendar je ta omejena s konkurenco na trgu. Zato podjetja skušajo optimizirati eno ali drugo. Poglejmo recimo restavracijo s hitro prehrano in hotel. Restavracija ima koeficient obračanja sredstev veliko hitreje kot hotel, vendar je profitna marža precej nižja, ko pa ta dva kazalnika združimo, je ROA lahko enak.

ROA je odvisen od marketinških in produkcijskih sposobnosti podjetja, ne zavzame pa tudi financiranja podjetja, ki vpliva na ROE v shemi DuPont, zato predstavimo še kazalnik zadolženosti, saj se podjetje mora zdravo financirati.

$$\text{Pokritost sredstev} = \frac{\text{Sredstva}}{\text{Lastniški kapital}} \quad (21)$$

Zgornji kazalnik nam pove, kolikšen delež sredstev podjetje financira z lastniškim kapitalom. Če je kazalnik 1, pomeni, da podjetje ni zadolženo, manjši kot je kazalnik, bolj zadolženo je podjetje.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Čisti dobiček} + \text{obresti}}{\text{Prihodki}} \times \frac{\text{Prihodki}}{\text{Sredstva}} \times \frac{\text{Sredstva}}{\text{Kapital}} \times \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Čisti dobiček} - \text{obresti}} \quad (22)$$

Zadnji del enačbe predstavlja breme dolga, podjetja namreč sredstev navadno ne financirajo le z lastniškim kapitalom, temveč tudi z dolžniškim, torej ta kazalnik pove, za koliko nam dolžniške obresti znižujejo čisti dobiček (Brealey in sod., 2016).

V nadaljevanju me zanima, kako so kazalniki dobičkonosnosti povezani z optimizacijo obratnega kapitala – natančneje, ali obstajajo dokazi, da upravljanje obratnega kapitala vpliva na dobičkonosnost podjetja.

### **2.3 Vpliv optimizacije obratnega kapitala na dobičkonosnost**

Učinkovito upravljanje z obratnim kapitalom je ena izmed ključnih komponent korporativne strategije podjetij pri ustvarjanju vrednosti za delničarje podjetja. Kot že napisano, je obratni kapital posledica časovnega zamika med plačilom obveznosti dobaviteljem in plačilom terjatev do kupcev. Neprekinjen tok denarja, ki kroži od dobaviteljev do zaloge, kupcev in se nazadnje pretvori nazaj v denar, se imenuje krogotok denarja. Način, kako podjetje upravlja obratni kapital, pa ima velik vpliv na likvidnost in dobičkonosnost podjetja (Shin & Soenen, 1998).

Smith je leta 1980 prvič opozoril na »trade-off« med likvidnostjo in dobičkonosnostjo, ki sta dva cilja optimizacije obratnega kapitala. Pravi, da odločitve, ki vodijo v optimizacijo enega izmed obeh, ne vodijo nujno v optimizacijo drugega. Od tega leta naprej je bilo narejeno veliko študij, ki dokazujejo vpliv optimizacije obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja. V nadaljevanju bom predstavila študije, ki so po mojem mnenju najpomembnejše za nadaljnjo raziskavo v magistrskem delu. Analiza v spodaj predstavljenih študijah je narejena sledeče; avtorji najprej zberejo spremenljivke, ki jih želijo analizirati, kot mera dobičkonosnosti je pogosto izbran kazalnik ROA ali ROE, včasih tudi marža. Potem predstavijo opisno statistiko analiziranih rezultatov, kar pomeni, da opišejo izbran vzorec, torej kakšno je povprečje, mediana, maksimum in minimum izbranih spremenljivk. Nato se lotijo analize korelacije spremenljivk med seboj, da ugotovijo, kako močna je povezanost med njimi in ali je statistično značilna. Na koncu predstavijo še regresijsko analizo, kjer določijo odvisno spremenljivko in vpliv vseh ostalih na njo. Vse študije so narejene v različnih okoljih oziroma državah po svetu. Zgoraj opisani pristop bom tudi sama uporabila v analizi izbrane panoge, kjer bom skušala dokazati da obstaja statistično značilna povezava med obratnim kapitalom in dobičkonosnostjo v distribucijski panogi na trgih vzhodne Evrope. V nadaljevanju bom kronološko predstavila 4 študije, ki so bile narejene v različnih državah: v Ameriki, Angliji, Grčiji in na Kitajskem.

Shin in Shoenen (1998) sta verjetno ena izmed prvih, ki sta v svojem strokovnem članku pripravila analizo podjetij iz različnih panog v Ameriki. Analizirala sta vzorec 58.985 podjetij iz baze podatkov Compustat v obdobju od leta 1975 do leta 1994. V strokovnem članku empirično raziskujeta odnos med učinkovitim upravljanjem obratnega kapitala in dobičkonosnostjo. Njuno empirično vprašanje je, ali ima krajši krogotok denarja pozitivne

učinke na dobičkonosnost podjetja. Podjetje namreč lahko ima ohlapno kreditno politiko, kar vodi v višjo prodajo in posledično boljšo dobičkonosnost. Torej je krogotok denarja daljši, dobičkonosnost pa boljša. Vendar kljub temu na dolgi rok podjetje ne bo ostalo dobičkonosno, saj bolj kot je ohlapna politika, bolj tvegano je poslovanje s kupci, večji delež slabih terjatev ima lahko podjetje. Poleg tega lahko računovodsko izkazuje dobiček, vendar ni likvidno, če kupci ne poplačajo svojih dolgov. V empiričnem delu proučujeta povezavo med neto obratnim kapitalom, kratkoročnim koeficientom in deležem dolga celotnih sredstev z ROA in ceno delnice (tržna vrednost podjetja). Ključne ugotovitve njune analize so, da obstaja močna negativna korelacija med neto obratnim kapitalom in dobičkonosnostjo, torej povišanje obratnega kapitala zmanjšuje dobičkonosnost podjetja. Iste ugotovitve veljajo za ostale analizirane spremenljivke. Glede na to, da obstaja negativna korelacija med tržno vrednostjo podjetja in dolgom, je torej najboljše, da podjetje zmanjšuje neto obratni kapital tako, da zmanjšuje kratkoročna sredstva (zaloge) in ne povečuje obveznosti do dobaviteljev (Shin & Soenen, 1998).

García-Teruel in Martínez-Solano (2007) v svojem delu predstavita, da je učinkovito upravljanje z obratnim kapitalom posebej pomembno za mala in srednja podjetja, namreč večina njihovih sredstev je v obliki kratkoročnih sredstev, kratkoročne obveznosti pa eden izmed glavnih virov zunanjega financiranja. Pred njunim delom so bile vse študije narejene za velika podjetja. Analizirala sta vzorec 8872 malih in srednje velikih španskih podjetij med obdobjem 1996–2002 iz različnih panog. Izbrana podjetja so imela manj kot 250 zaposlenih, prihodke, manjše od 40 milijonov EUR, in vrednost sredstev, manjšo od 27 milijonov EUR. Za odvisno spremenljivko sta izbrala ROA, neodvisne spremenljivke pa dnevi vezave zalog, dnevi vezave terjatev do kupcev in dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev. Rezultati raziskave so podobni kot v prejšnjih študijah, v katerih so analizirana velika podjetja. Ugotovila sta, da obstaja močna negativna korelacija med dobičkonosnostjo in dnevi vezave zalog in dnevi vezave terjatev do kupcev. Nista pa potrdila, da dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev vplivajo na kazalnik ROA, namreč neodvisna spremenljivka ni statistično značilna. Zaključita s tezo, da je za mala in srednja podjetja pomembno, da učinkovito upravljajo z obratnim kapitalom, ker s skrajševanjem krogotoka denarja na minimum ustvarjajo večjo vrednost podjetja (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007).

Gill, Biger in Mathur (2010) izvedejo podobno študija za podjetja, ki kotirajo na Atenski borzi. Uporabili so vzorec 131 podjetij, ki so kotirala na Atenski borzi v obdobju 2001–2004. Namen študije je bil ugotoviti, ali so krogotok denarja in njegove komponente statistično značilno povezane z dobičkonosnostjo. Rezultati so pokazali, da obstaja statistično značilna povezava med dobičkonosnostjo, katero so merili s pomočjo »kosmatega dobička«, s krogotokom denarja. Kosmati dobiček je vrednost, ki jo dobimo, ko od čistih prodajnih prihodkov odštejemo le nabavno vrednost prodanih proizvodov, torej COGS. Razlog, zakaj niso namesto kosmatega dobička uporabili dobička iz poslovanja, je, da so želeli izključiti kakršno koli finančno aktivnost oziroma drugo

aktivnost iz poslovanja, ki bi lahko vplivala na dobičkonosnost. Dobiček iz poslovanja je postavka v izkazu poslovnega izida, ki predstavlja razliko med čistimi prodajnimi prihodki, COGS in ostalimi stroški, potrebnimi za poslovanje, torej fiksnimi in variabilnimi stroški. Dobičku iz poslovanja pravimo tudi EBIT oziroma »Earnings before tax and interest«. Ta postavka naj bi bila najbližje denarnemu toku, saj predstavlja vrednost, ki jo podjetje naredi z osnovno dejavnostjo, zato je pogosto uporabljena za vrednotenje podjetja. V regresiji so uporabili kosmati dobiček kot odvisno spremenljivko. Delež dolgoročnih sredstev v celotnih sredstvih, delež finančnega dolga, naravni logaritem prodaje in krogotok denarja so uporabili kot neodvisne spremenljivke. Kot sem že omenila, so dokazali, da je krogotok denarja močno negativno koreliran z dobičkonosnostjo, torej zmanjšanje tega povzroči povišanje kosmatega dobička. Poleg tega so ugotovili tudi, da večja kot so podjetja, merjeno skozi naravni logaritem prodaje, večji je kosmati dobiček, večji kot je finančni dolg, manjši je kosmati dobiček, in večji kot je delež dolgoročnih sredstev v celotnih sredstvih, višji je kosmati dobiček. Dokazali so tudi, da je močna negativna korelacija med obveznostmi do dobaviteljev in dobičkonosnostjo, kar pomeni, da daljši kot je rok plačila dobaviteljem, večji delež rezerv obratnega kapitala lahko podjetje uporabi za višanje dobičkonosnosti, torej kosmati dobiček. Enako so ugotovili tudi, ko so testirali terjatve, s čimer so dokazali, da lahko managerji izboljšajo dobičkonosnost podjetja tako, da postavijo krajši rok plačila kupcem. Zanimivo pa je, da kljub temu, da so dnevi vezave zalog prav tako negativno korelirani s kosmatim dobičkom, spremenljivka ni statistično značilna, kar pomeni, da je niso mogli dokazati –manjša kot je vrednost zalog, boljši je kosmati dobiček. Torej so prišli do podobnega zaključka kot Shin in Shoenen. Managerji lahko ustvarjajo dobičkonosnost z učinkovitim upravljanjem krogotoka denarja in vzpostavijo optimalno raven vseh komponent obratnega kapitala (Gill, Biger & Mathur, 2010).

Li in drugi (2014) prav tako analizirajo vpliv obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetij v panogi trgovine na drobno in debelo, vendar poleg tega predstavijo nov dejavnik. V študiji analizirajo odnos med obratnim kapitalom, dobičkonosnostjo in strategijo podjetja. Nobena študija prej ni v analizo vključila strategije podjetja, ki bi imela morebiten vpliv na obratni kapital in dobičkonosnost. Izbran vzorec vključuje 113 Kitajskih podjetij, ki so kotirala na borzi v obdobju od leta 2008 do leta 2012. Izbrane spremenljivke so: strateške spremenljivke, torej ali izbrati strategijo učinkovitosti stroškov ali strategijo diferenciacije, ali pa hibridno strategijo, ki združuje slednji; druge spremenljivke so velikost podjetja, komponente obratnega kapitala, komponente, ki vplivajo na obratni kapital, kontrolne spremenljivke in spremenljivke strukture in učinkovitosti obratnega kapitala. Za spremenljivko dobičkonosnosti je bil izbran ROA. S pomočjo raziskave so ugotovili, da ima izbira konkurenčne strategije podjetja statistično značilen vpliv na obratni kapital, torej strateške odločitve vplivajo na učinkovitost, strukturo in hitrost prilagajanja obratnega kapitala. Ugotovili so, da v podjetjih s hibridno strategijo (torej strategijo, v kateri vzpostavijo ravnovesje med strategijo učinkovitosti stroškov in diferenciacije) in že vzpostavljeno politiko obratnega kapitala sprememba v vrednosti slednjega ne bo imela

velikega vpliva na uspešnost podjetja, torej taka podjetja niti ne dajo veliko poudarka na upravljanje z obratnim kapitalom. Po drugi strani pa naj bi podjetja, katerih strategija je stroškovna učinkovitost, imela vrednost obratnega kapitala čim nižjo, kot je možno za zagotavljanje dolgoročne uspešnosti poslovanja podjetja. Največji vpliv obratnega kapitala na uspešnost je v podjetjih, ki imajo strategijo diferenciacije, torej je zelo pomembno, kako upravljajo z obratnim kapitalom. Li in drugi pridejo do zaključka, da je za podjetja v panogi, ki se hitro razvija in raste, najboljšo uporabiti hibridno strategijo.

Poleg štirih podrobneje opisanih raziskav na temo vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetij tekom magistrskega dela navajam tudi nekatere druge študije, ki dokazujejo in potrjujejo, da je učinkovito upravljanje z obratnim kapitalom izrednega pomena za zagotavljanje uspešnosti.

### 3 RAZISKAVA

#### 3.1 Namen raziskovalnega dela

V prvem delu magistrskega dela sem predstavila literaturo in raziskave, napisane na temo optimizacije obratnega kapitala. V drugem delu pa bom teoretično znanje prenesla v resnično okolje v sektorju prodaje na debelo in distribucije. Raziskava, ki sledi, temelji na izbranih podatkih pomembnih za optimizacijo obratnega kapitala na trgih bivše Jugoslavije in nekaterih drugih izbranih vzhodnoevropskih državah. V poglavju, ki sledi, bom opisala namen magistrskega dela, razvoj hipotez in metodologijo.

**Glavni namen** raziskovalnega dela magistrskega dela je ugotoviti, ali optimizacija obratnega kapitala vodi do višje dobičkonosnosti v podjetju. Kot sem opisala v teoretičnem delu, je na to temo napisanih veliko raziskovalnih člankov, ki to potrjujejo. Vendar do sedaj ni narejene nobene raziskave, kako optimizacija obratnega kapitala deluje v sektorju prodaje na debelo in distribucije v državah bivše Jugoslavije in drugih vzhodnoevropskih državah. Z razvojem različnih modelov optimizacije bom ugotovila, ali praksa podpira teorijo, in primerjala do sedaj napisane raziskave z mojo analizo.

#### 3.2 Hipoteze

Krogotok denarja (ang. Cash conversion cycle, v nadaljevanju CCC) bom uporabila kot »proxy« za ugotavljanje uspešnosti upravljanja z obratnim kapitalom. Krogotok denarja predstavlja čas, merjen v dnevih, ki je potreben za to, da podjetje plača dobaviteljem izdatke za nakup surovin oziroma končnih izdelkov in zbere denar s strani svojih kupcev za prodajo končnih izdelkov (Enqvist, Graham, & Nikkinen, 2014).

Učinkovito upravljanje z obratnim kapitalom temelji na tem, da ima podjetje čim daljši rok plačila svojim dobaviteljem, medtem ko imajo kupci krajši plačilni rok. Vendar ta

strategija ni nujno vedno najbolj uspešna. Prenizke zaloge, stroga kreditna politika in financiranje preko dobaviteljev namreč lahko povečajo tveganje, da bo podjetje ostalo brez zalog, ogrozilo odnose s kupci, saj si ti lahko poiščejo drugega dobavitelja. Prav tako lahko dobavitelji ukinejo popuste, ali še huje – dobave podjetju, zaradi zapoznelih plačil (Deloof, 2003).

Testirala bom, ali obstaja negativna, statistično značilna povezava med CCC in dobičkonosnostjo podjetja. Izbrani meri dobičkonosnosti bosta ROE in marža dobička pred obrestmi (ang. earnings before interest and taxes, v nadaljevanju EBIT).

**Hipoteza 1a** – Obstaja negativna korelacija med krogotokom denarja in izbrano mero dobičkonosnosti.

Krogotok denarja je sestavljen iz treh glavnih komponent. Seštevku dnevov vezave terjatev do kupcev in dnevov vezave zalog ga povečuje, dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev pa zmanjšujejo. Cilj je doseči tak obratni kapital, da bo dobičkonosnost podjetja največja, torej krajši kot so dnevi vezave zalog in terjatev in daljši kot so dnevi obveznosti, krajši je krogotok denarja. To pomeni, da ima podjetje bolj zdrav denarni tok in je likvidno (Howorth & Westhead, 2003).

Testirala bom, kako vsaka od zgornjih komponent vpliva na dobičkonosnost podjetja.

**Hipoteza 1b** – Obstaja pozitivna korelacija med koeficientom obračanja dolgov in dobičkonosnostjo.

**Hipoteza 1c** – Obstaja negativna korelacija med koeficientom obračanja terjatev in dobičkonosnostjo.

**Hipoteza 1d** – Obstaja negativna korelacija med koeficientom obračanja zalog in dobičkonosnostjo.

Poleg vpliva komponent obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja bom v analizo vključila tudi kontrolne spremenljivke, kot so število zaposlenih, kratkoročni koeficient in solventnost. Odločila sem se za analizo podatkov neodvisno od negativnih gospodarskih šokov, želim namreč analizirati optimizacijo obratnega kapitala v rastočem gospodarskem okolju. Kljub temu, da se je bila gospodarska kriza v Ameriki leta 2012 že pri koncu, pa je ta prišla v Evropo z zamikov, kar pomeni, da bom v analizi najverjetneje opazila rast koeficientov dobičkonosnosti kasneje kot v letu 2012. Poleg vpliva dejavnikov obratnega kapitala me zanima tudi, ali obstaja povezava med kratkoročnim koeficientom in solventnostjo z dobičkonosnostjo.

**Hipoteza 2** – Kratkoročni koeficient negativno vpliva na izbran kazalnik dobičkonosnosti.

V svoji študiji sta Saleem in Rehman (2011) raziskala, kako kazalniki likvidnosti vplivajo na različne kazalnike dobičkonosnosti. Ugotovila sta, da med temi in kazalnikom ROI



(donosnost investicij) in ROA (donosnost sredstev) obstaja močna povezava, medtem ko s kazalnikom ROE statistično značilne povezave ni. Preverila bom, če je temu res tako v izbrani panogi in testirala vpliv kratkoročnega koeficienta tudi na maržo EBIT. Podjetje mora vzdrževati ustrezno likvidnost za vsakodnevno poslovanje. Kratkoročni koeficient oziroma likvidnost podjetja tudi močno vpliva na dobiček, katerega del je po zaključku leta izplačan delničarjem podjetja. V študiji dokažeta, da sta dobičkonosnost in likvidnost tesno povezana – ko se eno poveča se drugo zmanjša.

**Hipoteza 3** – Solventnost je negativno korelirana z izbranimi kazalniki dobičkonosnosti.

Poleg upravljanja z likvidnostjo je za podjetje pomembno tudi, da uspešno upravlja z dolgoročnim financiranjem. Kljub temu, da se v svojem delu nisem osredotočila na dolgoročno financiranje podjetja, pa mislim, da je potrebno poudariti pomembnost tako kratkoročne kot dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja. Plačilne obveznosti, ki vključujejo operativne in finančne odhodke, so lahko kratkoročne narave, ampak povečujejo tudi dolgoročni dolg podjetja. Zato je pomembno, da je podjetje osredotočeno tako na kratkoročno kot na dolgoročno financiranje, če želi uspešno delovati na dolgi rok. Ravno to Rehman leta 2013 v svoji študiji tudi dokaže. Če se razmerje dolga in kapitala povečuje, se dobičkonosnost zmanjšuje (Rehman, 2013). Želim dokazati, da večja kot je dolgoročna plačilna sposobnost, večja je dobičkonosnost podjetja, to namreč pomeni, da je obstoj podjetja manj tvegan in zaradi tega ima tudi manjši donos.

### 3.3 Metodologija

V poglavju Metodologija bom opisala izbran vzorec podjetij v sektorju prodaje na debelo in distribucije v državah bivše Jugoslavije in drugih vzhodnoevropskih državah. Poleg tega bom opisala tudi izbor in pregled podatkov. Ko sem zastavila temeljno raziskovalno vprašanje, torej namen mojega dela, sem postavila hipoteze, ki jih želim testirati tekom analize, in nato začela graditi izbrano metodologijo. Podatke sem zbrala na spletni strani Amadeus, ki je ena izmed najbolj obširnih baz tako za podjetja, ki kotirajo na borzi, kot podjetja, ki ne.

#### 3.3.1 Vzorec

Imela sem dva kriterija izbire. Po prvem kriteriju sem izbrala vsa podjetja, prisotna na trgih bivše Jugoslavije in drugih vzhodnoevropskih držav, po drugem kriteriju pa sektor prodaje na debelo in distribucije. Poleg zgornjih dveh kriterijev sem izbrala velika podjetja (število zaposlenih je večje od 250).

Izbrala sem podatke za obdobje od leta 2012 do leta 2016, saj sem želela izključiti obdobje gospodarske krize, ki je Evropo zajela leta 2009. V vzorcu sedmih podpanog v trinajstih državah sem identificirala 207 podjetij. Prvotni vzorec je vseboval 661 podjetij, vendar

nekatera niso imela zbranih vseh podatkov, ki sem jih potrebovala za analizo, zato sem jih izločila. V tabeli 2 in tabeli 3 je natančneje predstavljena struktura podjetij po državah in podsektorjih. V tabelah sem prikazala povprečno število podjetij skozi obdobje 2012–2016.

*Tabela 2: Tabela pregleda podjetij po panogah*

<b>Izbrana podpanoga</b>	<b>Št. podjetij</b>	<b>% podjetij v skupnem</b>
Nespecializirana trgovina na debelo s hrano, pijačami in tobakom	55	27
Trgovina na debelo s pijačami	72	35
Trgovina na debelo s porcelanom, steklom in čistilnimi materiali	9	4
Trgovina na debelo s kavo, čajem, kakavom in začimbami	4	2
Trgovina na debelo z drugimi živili	19	9
Trgovina na debelo s parfumi in kozmetiko	23	11
Trgovina na debelo s sladkorjem in slaščicami	25	12
Skupno	207	100

*Vir: lastno delo.*

Kot je razvidno iz tabele 2, v analizo nisem vključila celotnega sektorja prodaje na debelo in distribucije. Izločila sem prodajo motornih vozil in bencina in pa farmacijo. Farmacijo sem v analizo prvotno sicer vključila, ampak je po rasti in kazalnikih dobičkonosnosti preveč izstopala v primerjavi z drugimi podpanogami in nisem želela predobrih rezultatov. Osredotočila sem se na podpanoge potrošniškega blaga.

*Tabela 3: Tabela pregleda podjetij po državah*

<b>Država</b>	<b>Št. podjetij</b>	<b>% podjetij v skupnem</b>
Bosna in Hercegovina	2	1
Bolgarija	3	1
Republika Češka	3	1
Grčija	2	1
Madžarska	4	2
Latvija	2	1
Litva	2	1
Poljska	1	0
Romunija	10	5
Rusija	132	64
Srbija	3	1
Slovaška	1	0
Ukrajina	42	20
Skupno	207	100

*Vir: lastno delo.*

Največjo zastopanost med vsemi predstavlja Rusija s 64 odstotki, sledi Ukrajina z 20 odstotki. Glede na to, da sta obe državi veliki, je to logična posledica, a sem se vseeno odločila narediti ločeno analizo za Rusijo.

### 3.3.2 Izbor in pregled podatkov

Kot sem že omenila, sem podatke zbrala na spletni strani podatkovne baze AMADEUS, na dan 22. 2. 2018. Za bazo sem potrebovala posebni dostop, ki mi ga je odobrila Ekonomska fakulteta v Ljubljani. Odločala sem se med številnimi bazami, a na koncu sem izbrala AMADEUS, ker je platforma, katero uporablja veliko podjetij za svoje analize. Poleg tega ima podatkovna baza AMADEUS širok izbor kazalnikov za izbrano obdobje analize.

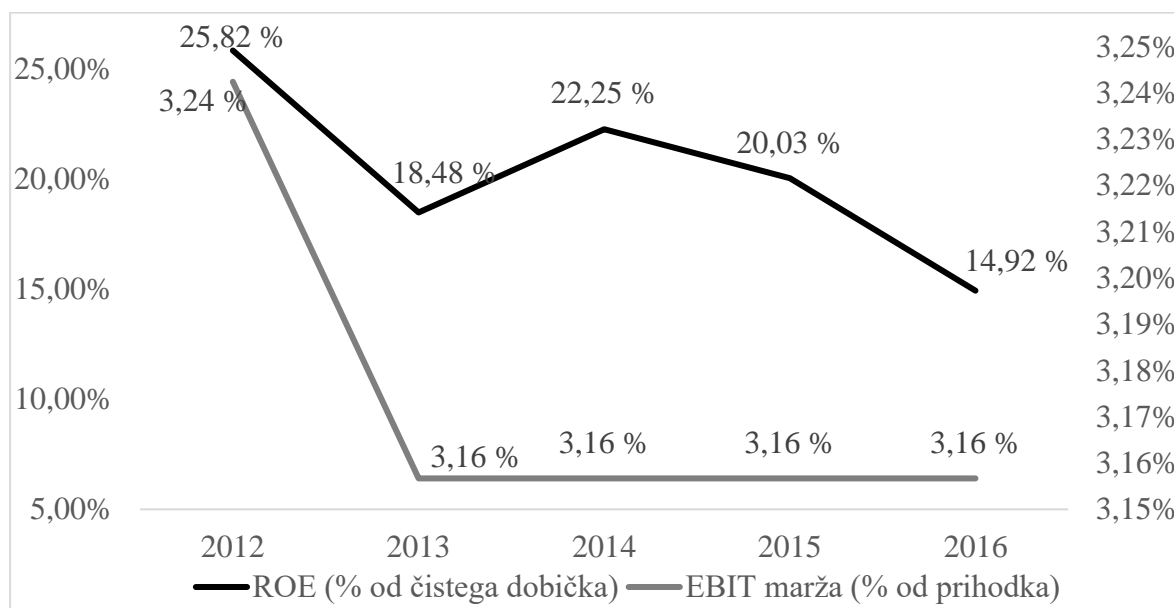
Kazalnike sem izbrala na podlagi postavljenih hipotez in temeljnega raziskovalnega vprašanja, in sicer:

- število zaposlenih – kazalnik sem vključila v analizo, saj sem želela ugotoviti, ali število zaposlenih narašča ali pada v primerjavi s kazalniki dobičkonosnosti in kot kontrolno spremenljivko za velikost podjetja;
- ROE – kot eden izmed najpomembnejših kazalnikov dobičkonosnosti sem proučevala, kako na donosnost kapitala vplivajo dejavniki obratnega kapitala;
- marža EBIT – dobiček pred obrestmi in davki je najboljši približek denarnemu toku. Marža EBIT predstavlja odstotek tega v celotnih prihodkih podjetja;
- čisti dobiček. Računovodski dobiček je rezultat, ki konec poročevalskega obdobja ostane za izplačilo delničarjem podjetja in povečuje kapital, če ga podjetje ne izplača, ampak ga zadrži;
- DVTK – dnevi vezave terjatev do kupcev so komponenta krogotoka denarja in ga povečujejo;
- DVOD – dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev so komponenta krogotoka denarja in ga zmanjšujejo;
- DVZ – dnevi vezave zalog so komponenta krogotoka denarja in ga povečujejo;
- CCC – krogotok denarja, v ang. Cash Conversion Cycle. Seštetim DVTK in DVZ odštejemo DVOD;
- KK – kratkoročni koeficient predstavlja pokritost kratkoročnih obveznosti s kratkoročnimi sredstvi in je eden izmed glavnih kazalnikov likvidnosti podjetja. Splošno pravilo velja, da naj bi bil kazalnik večji od 1;
- solventnost – zanima me, ali analizirana podjetja tudi dolgoročno pokrivajo svoje obveznosti in kako solventnost vpliva na njihovo dobičkonosnost. Kazalnik solventnosti je izračunan kot delež dobička po davkih skupaj z nedenarnimi stroški v kratkoročnih in dolgoročnih obveznostih. Večji odstotek predstavlja večjo zmožnost plačila obveznosti na dolgi rok.

Preden sem se lotila analize, sem podatke dobro pregledala in izločila podjetja, ki so imela manjkajoče podatke za katero koli od izbranih let. Nato sem s pomočjo tabel in grafov pregledala kazalnike za posamezne panoge in države in se odločila, da izločim podpanogo motorna vozila. Motornih vozil namreč potrošnik ne kupuje vsak dan, poleg tega pa je tudi bolj cenovno elastično povpraševanje, kar pomeni, da ob zvišanju cene proizvoda povpraševanje pade. Izločila sem tudi farmacevtsko panogo zaradi predobrih rezultatov, poleg tega pa ima v primerjavi z drugimi podpanogami precej boljše maržo. Spodnji grafi (slike 3–6) prikazujejo gibanje izbranih kazalnikov skozi obdobje petih let skupno za vse panoge in države. V grafih so vsi kazalniki prikazani kot povprečje.

Naj še opozorim, da nobena država niti panoga ni pretirano izstopala po gibanju kazalnikov dobičkonosnosti, zato sem se odločila, da pripravim kar skupen pregled podatkov, torej vse države in vse panoge skupaj. Nasprotno pa velja za kazalnike obratnega kapitala, pri katerih je opaziti prevladujoč vpliv Rusije in Ukrajine.

Slika 3: Gibanje ROE in marže EBIT od leta 2012 do leta 2016



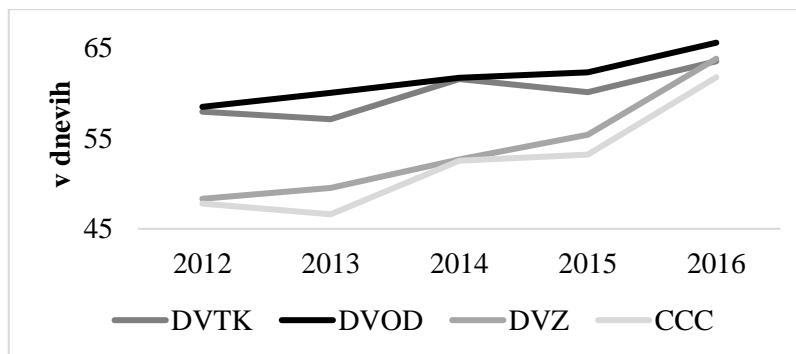
Vir: lastno delo.

Kot lahko vidimo na zgornjem grafu (slika 3), se dobičkonosnost zmanjšuje, kljub temu da je gospodarska kriza šla h koncu. Razlog slabših rezultatov je, da je kriza v zahodno Evropo prišla kasneje, na primer v Sloveniji smo začeli beležiti gospodarsko rast šele leta 2014 (Tajnikar, 2014).

Kljub temu pa sem pričakovala, da bosta obe krivulji počasi začeli naraščati. Eden izmed razlogov za slabšo dobičkonosnost marže EBIT je tudi v tem, da distributivna podjetja vse večji delež svojih prihodkov preko popustov dajo svojim kupcem. Povprečni dobiček v večini držav skozi opazovano obdobje narašča, ker se je kot posledica spodbujanja gospodarske rasti in podjetništva davek od dohodka pravnih oseb znižal v večini držav.

Tudi kazalniki obratnega kapitala se gibajo proti pričakovanjem, kot je razvidno iz grafa na sliki 4. Pričakovala bi, da se je proti koncu krize tudi krogotok denarja skrajšal, vendar je ravno obratno. Razlog je delno tudi devalvacija rublja, saj je izgubil 60 % vrednosti v primerjavi z EUR ali dolarjem. Oslabljeni rubelj pa pomeni slabše rezultate v tuji valuti, v primeru naše analize v evrih (Lossan, 2016).

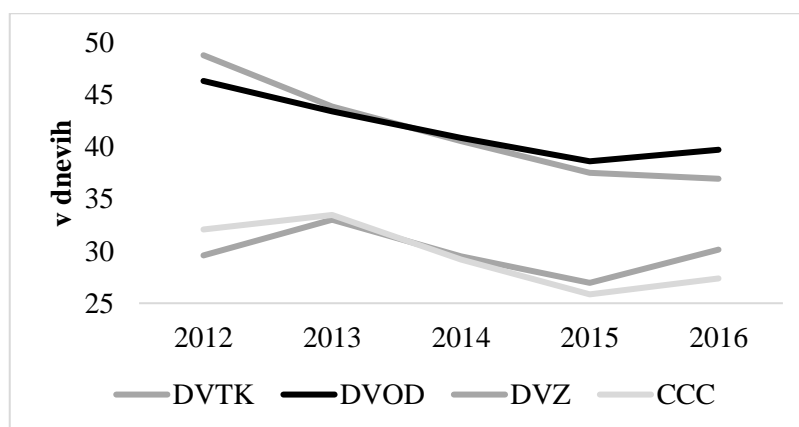
Slika 4: Gibanje kazalnikov obratnega kapitala (povprečje) v dnevih



Vir: lastno delo.

Glede na to, da Rusija in Ukrajina predstavljata velik del vseh opazovanj, sem se odločila, da ju izločim (slika 5), in ugotovila, da se v ostalih državah zgornji kazalniki gibajo v skladu s pričakovanji, torej je opaziti padajoči trend krogotoka denarja kot posledica končevanja gospodarske krize.

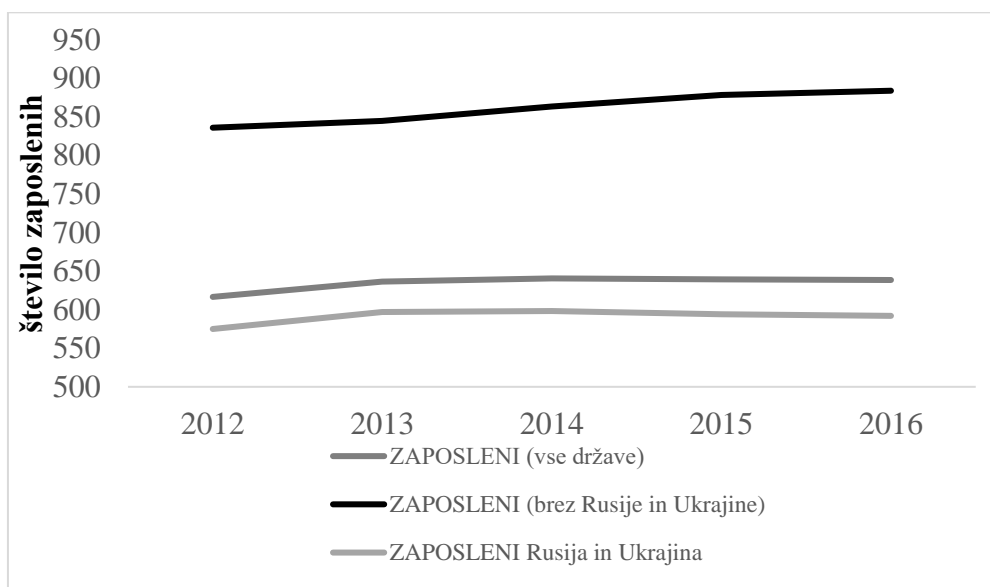
Slika 5: Gibanje kazalnikov obratnega kapitala (povprečje) v dnevih brez Ukrajine in Rusije



Vir: lastno delo.

Po pregledu števila zaposlenih sem ugotovila, da je številka precej konstantna, opaziti je rahlo rast v zaposlovanju. Vendar Rusija in Ukrajina znatno vplivata na trend, zato sem v spodnjem grafu (slika 6) prikazala povprečno število zaposlenih ločeno.

Slika 6: Gibanje povprečnega števila zaposlenih



Vir: lastno delo.

### 3.4 Analiza podatkov

Po prvotnem pregledu podatkov in seznanitvijo z njimi sem začela z opisno statistiko in nadaljevala z razvojem regresijskih modelov. Celotno analizo sem naredila v programu Microsoft Excel.

**V prvem delu analize**, torej v opisni statistiki, sem podatke razdelila po panogah, saj sem želela ugotoviti, ali obstajajo velike razlike. Najprej sem naredila analizo na vseh podatkih za izbrane kazalnike. Nato sem podpanoge razdelila na 3 panoge:

- pijača – v to kategorijo sem vključila trgovino na debelo s pijačami in trgovino na debelo s kavo, čajem, kakavom in začimbami;
- hrana – v to kategorijo sem vključila nespecializirano trgovino na debelo s hrano, pijačami in tobakom, trgovino na debelo z drugimi živili in trgovino na debelo s sladkorjem in slaščicami;
- kozmetika in čistila – v to kategorijo sem vključila trgovino na debelo s parfumi in kozmetiko in trgovina no debelo s porcelanom, steklom in čistilnimi materiali.

Rusijo sem analizirala neodvisno od drugih držav. Za to sem se odločila, ker predstavlja kar 64 odstotkov vzorca, in že po prvem pregledu podatkov sem ugotovila, da na ruskem trgu obstajajo razlike v primerjavi z drugimi državami.

**V drugem delu**, po končani opisni statistiki, sem zgradila pet korelacijskih matrik pri vrednosti Pearsonovega koeficienta, ki je manjša od 10 %, 5 % in 1 %:

- skupno (vse države in panoge),
- pijača,
- hrana,
- kozmetika in čistila,
- Rusija.

Želela sem ugotoviti, kako močna je korelacija med izbranimi spremenljivkami, ali so korelacije med njimi statistično značilne in pri kateri P-vrednosti.

V **tretjem delu** analize sem razvila pet različnih regresijskih modelov. Za odvisno spremenljivko sem si izbrala ROE in maržo EBIT in nato testirala, na katero od slednjih odvisnih spremenljivk imajo komponente obratnega kapitala največji vpliv in ali je ta statistično značilen. Po zgledu Lazaridis in Tryfonidis (2006), Deloof (2003) in Chatterjee (2012) sem v regresijsko analizo v vsakem izmed štirih modelov vključila tudi kontrolne spremenljivke: kratkoročni koeficient, solventnost in tudi število zaposlenih, ki velja za mero velikosti podjetja.

### 3.4.1 Opisna statistika

V tem poglavju bom predstavila opisno statistiko. Na koncu poglavja bom naredila primerjavo z že do sedaj narejenimi študijami. Poudarjam, da nekatere študije, s katerimi bom primerjala svojo analizo, niso narejene v enakem časovnem obdobju. Primerjavo bom naredila zato, ker bi rada dobila boljši pregled dobljenih rezultatov. Poudarjam, da imajo nekatera podjetja v prvem in devetindevetdesetem centilu ekstremne vrednosti, kar lahko vpliva na dobljene rezultate, zato moramo ta podatek pri interpretaciji rezultatov analize vzeti v obzir.

*Tabela 4: Opisna statistika za vse države in panoge*

Spremenljivke	Povprečje	Standard-na napaka	Media-na	Stan-dardni odklon	Min	Max	Sum	Število opazovanj
Zaposleni (št. zaposlenih)	634	18	439	589	250	5.603	656.474	1.035
ROE (% čistega dobička)	20	1	13	42	-335	617	21.009	1.035
Marža EBIT (% od prihodkov)	3	0	2	4	-13	20	3.285	1.035
DVTK (v dnevih)	60	2	43	56	0	772	62.144	1.035
DVOD (v dnevih)	62	2	44	64	0	937	63.764	1.035
KK (kazalnik)	2	0	1	3	0	79	1.887	1.035
Dobiček (v 1000 EUR)	1.268	139	219	4.463	-25.223	41.666	1.312.311	1.035
DVZ (v dnevih)	54	2	38	55	2	908	55.825	1.035
CCC (v dnevih)	52	2	38	58	-159	788	54.205	1.035
Solventnost (kazalnik)	30	1	25	22	0	99	30.629	1.035

*Vir: lastno delo.*

Tabela 4 prikazuje opisno statistiko za vsa opazovana podjetja (207) v petih letih, torej od leta 2012 do leta 2016. Število vseh opazovanj je 1035. Tabela prikazuje povprečje, standardno napako, mediano, standardni odklon, minimum in maksimum za vse neodvisne spremenljivke, opisane v poglavju **Izbor in pregled podatkov**.

Povprečni krogotok denarja v obdobju od leta 2012 do leta 2016 traja 52,4 dneva, medtem ko se terjatve do kupcev obrnejo v povprečju na 60 dni, zaloge na 53,9 dneva in obveznosti do dobaviteljev na 61,6 dneva. V splošnem velja, da je za podjetje boljše, če kupci podjetju plačajo prej, kot to poravnava obveznosti do dobaviteljev. V primeru izbranih trgov in držav lahko vidimo, da to velja. Povprečni kratkoročni koeficient je 1,8, kar pomeni, da so kratkoročna sredstva podjetij 1,8-krat večja od kratkoročnih obveznosti, v opazovanih podjetjih pa v povprečju čisti dobiček predstavlja 29,6 % kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti. ROE je v povprečju 20,3 %, kar pomeni, da čisti dobiček predstavlja 20,3 % v kapitalu podjetja. Marža EBIT predstavlja v povprečju 3,2 % prihodkov, povprečno število zaposlenih pa je 634.

*Tabela 5: Opisna statistika za panogo pijače*

Spremenljivke	Povprečje	Standardna napaka	Mediana	Standardni odklon	Min	Max	Sum	Število opazovanj
Zaposleni (št. zaposlenih)	582	23	416	452	274	3.585	221.282	380
ROE (% čistega dobička)	17	2	10	34	-186	384	6.605	380
Marža EBIT (% od prihodkov)	3	0	3	4	-13	20	1.119	380
DVTK (v dnevih)	83	3	73	61	0	412	31.703	380
DVOD (v dnevih)	87	4	69	73	0	506	32.909	380
KK (kazalnik)	2	0	1	1	0	9	628	380
Dobiček (v 1000 EUR)	540	93	152	1.814	-8.351	21.898	205.322	380
DVZ (v dnevih)	70	3	56	52	3	359	26.596	380
CCC (v dnevih)	67	3	58	60	-159	350	25.390	380
Solventnost (kazalnik)	26	1	19	22	0	87	9.901	380

*Vir: lastno delo.*

V Tabeli 5 je prikazana opisna statistika za panogo pijače. Število opazovanj je 380. Povprečni krogotok denarja je daljši v primerjavi s skupnim, v povprečju traja kar 66,8 dneva. Tudi terjatve (83,4 dneva), zaloge (70 dni) in obveznosti (86,6 dneva) se počasneje obračajo. Kot lahko vidimo, podjetja kasneje plačajo svojim dobaviteljem, kot dobijo povrnjene terjatve s strani kupcev. Kratkoročna pokritost obveznosti s kratkoročnimi sredstvi je malo slabša (1,65), prav tako pa tudi solventnost, namreč delež čistega dobička v celotnih obveznostih je 26 %. ROE je 17 %, marža EBIT pa 2,9 %. Povprečno število zaposlenih v panogi pijač je 582.



Tabela 6: Opisna statistika za panogo hrana

Spremenljivke	Povprečje	Standardna napaka	Mediana	Standardni odklon	Min	Max	Sum	Število opazovanj
Zaposleni (št. zaposlenih)	664	32	445	703	251	5.603	328.716	495
ROE (% čistega dobička)	20	2	15	40	-335	353	9.800	495
Marža EBIT (% od prihodkov)	3	0	2	4	-4	15	1.469	495
DVTK (v dnevih)	41	2	31	46	1	772	20.289	495
DVOD (v dnevih)	40	1	34	28	0	193	19.831	495
KK (kazalnik)	2	0	1	4	0	79	967	495
Dobiček (v 1000 EUR)	1.165	188	232	4.176	-25.223	38.161	576.694	495
DVZ (v dnevih)	39	1	30	31	2	224	19.215	495
CCC (v dnevih)	40	2	31	54	-36	788	19.672	495
Solventnost (kazalnik)	32	1	28	22	1	99	15.677	495

Vir: lastno delo.

V Tabeli 6 lahko vidimo, da so spremenljivke za panogo hrane v povprečju boljše od panoge pijač in prav tako v primerjavi z vsemi opazovanji – z izjemo kazalnikov dobičkonosnosti. Število opazovanj je 495. Krogotok denarja se v povprečju obrne v 39,7 dneva, od tega so terjatve poravnane v 41 dneh, zaloge se obrnejo v 38,8 dneva, obveznosti pa so poravnane v 40 dneh. Kratkoročna pokritost obveznosti s kratkoročnimi sredstvi je skoraj dvakratna (1,9), čisti dobiček pa predstavlja 31,7 % v vseh obveznostih. Dobičkonosnost je malenkost slabša v primerjavi z vsemi opazovanji, povprečni ROE je 19,7 %, marža EBIT pa 3 %. Povprečno število zaposlenih v panogi hrana je 664.

Tabela 7: Opisna statistika za paogo kozmetika in čistila

Spremenljivke	Povprečje	Standardna napaka	Mediana	Standardni odklon	Min	Max	Sum	Število opazovanj
Zaposleni (št. zaposlenih)	665	38	458	476	299	2.105	106.476	160
ROE (% čistega dobička)	29	5	14	59	-60	617	4.604	160
Marža EBIT (% od prihodkov)	4	0	3	5	-10	18	697	160
DVTK (v dnevih)	63	4	46	52	0	378	10.153	160
DVOD (v dnevih)	69	7	46	92	0	937	11.024	160
KK (kazalnik)	2	0	1	1	1	10	292	160
Dobiček (v 1000 EUR)	3.314	623	591	7.875	-6.523	41.666	530.295	160
DVZ (v dnevih)	63	7	37	93	4	908	10.014	160
CCC (v dnevih)	57	5	45	59	-19	483	9.143	160
Solventnost (kazalnik)	32	2	29	21	1	82	5.051	160

Vir: lastno delo.

V Tabeli 7 je opisna statistika za panogo kozmetika in čistila. Število opazovanj je 160. Dobičkonosnost je v tej panogi najboljša, krogotok denarja in kazalniki likvidnosti pa na drugem mestu, za panogo hrana. Krogotok denarja je v povprečju 57,1 dneva, terjatve so

poravnane v 63,5 dneva, zaloge se obrnejo v 62,6 dneva, obveznosti do dobaviteljev pa so poravnane v 68,9 dneva. Tudi v tej panogi lahko vidimo, da podjetje denar hitreje zbere s strani kupcev, kot poravna svoje obveznosti. Kratkoročni koeficient je 1,8 in čisti dobiček predstavlja 31,6 % v vseh obveznostih. Kot sem že omenila, je dobičkonosnost v panogi kozmetika in čistila najboljša, to pa je posledica boljše marže, kot jo ima panoga hrana ali pijača. V tej panogi so namreč tudi parfumi. ROE je v povprečju 28,8 %, marža EBIT pa 4,4 %. Povprečno število zaposlenih je 665.

Opisno statistiko sem naredila po panogah, ker je sektor prodaje na debelo in distribucije zelo obširen. Kljub izločitvi nekaterih podpanog menim, da je treba pogledati sektor po panogah. Kot smo lahko videli, ima panoga hrana najkrajši krogotok denarja in nanj najbolj vpliva koeficient obračanja zalog. Glede na to, da ima hrana krajši rok uporabe kot pijača ali kozmetika, je ta rezultat logična posledica.

*Tabela 8: Opisna statistika za Rusijo*

Spremenljivke	Povprečje	Standardna napaka	Mediana	Standardni odklon	Min	Max	Sum	Število opazovanj
Zaposleni (št. zaposlenih)	600	16	445	411	301	2.994	396.254	660
ROE (% čistega dobička)	22	1	14	35	-186	353	14.663	660
Marža EBIT (% od prihodkov)	4	0	3	4	-13	20	2.452	660
DVTK (v dnevih)	72	2	56	63	0	772	47.625	660
DVOD (v dnevih)	74	3	54	74	0	937	48.760	660
KK (kazalnik)	2	0	1	4	0	79	1.292	660
Dobiček (v 1000 EUR)	1.334	185	188	4.741	-11.725	41.666	880.582	660
DVZ (v dnevih)	61	2	44	62	2	908	40.406	660
CCC (v dnevih)	60	2	45	64	-159	788	39.272	660
Solventnost (kazalnik)	28	1	22	21	1	99	18.413	660

*Vir: lastno delo.*

Rusija predstavlja 64 % vzorca, zato sem se odločila za posebno analizo. V Tabeli 8 lahko pogledamo rezultate opisne statistike. Število opazovanj je 660. V povprečju je potrebnih 59,5 dneva, da denar pride nazaj v podjetje. Terjatve do kupcev so zbrane v 73,9 dneva, zaloge pa se obrnejo v 61,2 dneva. Obveznosti so poplačane v 73 dneh. Kot lahko vidimo, sta kazalnika DVOD in DVTK v primerjavi s skupnimi opazovanji precej daljša. Sklenemo lahko, da imajo v Rusiji daljše plačilne pogoje tako na strani kupcev kot dobaviteljev kot v drugih analiziranih državah. Kratkoročna pokritost obveznosti s kratkoročnimi sredstvi je dvakratna, solventnost pa tudi precej visoka, namreč čisti dobiček je 27,9 % vseh obveznosti.

## Primerjava

Tabela 9: Komponente obratnega kapitala v analizah drugih držav

Spremenljivke (povprečne vrednosti)	Lastni vzorec (2012–2016)	Kenija (2003–2012)	Finska (1990–2008)	Belgija (1992–1996)	Španija (1996–2002)	Grčija (2001–2004)
DVTK	60	56,5	47,6	54,6	96,8	148,3
DVOD	61,6	96,9	56,4	56,8	97,8	96,1
DVZ	53,9	93,9	117,6	46,6	77,2	139,9
CCC	52,4	53,8	108,8	44,5	76,3	189,0

Vir: Prirejeno po Makori & Jagongo, 2013; Enqvist, Graham & Nikkinen, 2014; Deloof, 2003; García-Teruel & Martínez-Solano, 2007 in Lazaridis & Tryfonidis, 2006.

V tabeli 9 lahko vidimo rezultate že opravljenih raziskav na temo optimizacije obratnega kapitala. Kot je razvidno, so raziskave narejene za različna časovna obdobja, poleg tega vključujejo vsa podjetja in ne le specifičnih panog. Makori in Jagongo (2013) sta v svoji raziskavi analizirala vsa podjetja, ki kotirajo na borzi Nairobi, Enqvist in sodelavci (2014) vsa Finska podjetja, ki kotirajo na borzi Nasdaq, in Deloof (2003) 2000 najpomembnejših Belgijskih podjetij iz podatkovne baze Nacionalne Belgijske banke. García-Teruel in Martínez-Solano (2007) analizirata majhna in srednje velika podjetja iz podatkovne baze AMADEUS in nazadnje Lazaridis in Tryfonidis (2006) vsa podjetja, ki kotirajo na Atenski borzi. Razen v Belgiji je krogotok denarja povsod daljši kot v panogi trgovine na debelo in distribucije v državah bivše Jugoslavije in drugih vzhodnoevropskih državah. Razlog za to je v tem, da je cikel obračanja zalog v prehranski panogi precej krajši zaradi rokov uporabe, kar tudi vpliva na obratni kapital. Kljub temu, da uradne raziskave za panogo prodaje na debelo in distribucije ni, pa lahko rezultate analize primerjamo s primerljivimi podjetji. V trgovini Wal-mart je krogotok denarja na primer 13,5 dneva, kar je precej krajše kot v naši raziskavi. Kljub temu, da je omenjeno podjetje veliko, zelo uspešno obvladuje obratni kapital, potrebuje namreč le 13,5 dneva, da zalogo pretvori v denar (Staff, 2006).

Tudi trgovine, kot so Target, Amazon in Costco, držijo krogotok denarja krepko pod 30 dnevi, Amazon ima celo negativen krogotok denarja, namreč DVOD so precej daljši kot DVTK. Iz tega lahko sklenemo, da morajo podjetja v trgovinski panogi zelo dobro upravljati s svojim obratnim kapitalom in v primerjavi z rezultati analize je v vzhodni Evropi še precej manevrskega prostora za izboljšavo (Forbes, 2012).

### 3.4.2 Korelacijska matrika in Pearsonov koeficient

V tabelah 1, 2, 3, 4 in 5 v prilogi so predstavljene bivariatne Pearsonove korelacijske matrike po zgledu študij Deloof (2003) in Enqvist, Graham & Nikkinen (2014). Korelacijska matrika za vsakega izmed petih panog (skupno, pijače, hrana, kozmetika in

čistila in Rusija) je narejena med vsemi spremenljivkami, uporabljenimi v analizi. Pearsonov koeficient je vzorčni korelacijski koeficient R, ki meri moč in smer med pari spremenljivk. Poleg tega ta vrsta korelacije ocenjuje, ali obstajajo statistični dokazi za linearno razmerje med pari spremenljivk. Korelacija je močna, če je koeficient med  $+/-0,5$  in  $+/-1$ , pri tem  $+/-1$  pomeni popolna korelacija. Korelacija je šibka, če je koeficient med 0 in  $+/-0,5$ . Predznak + ali – nakazujeta smer korelacije.

– Vse države in podpanoge

Podatki so prikazani v tabeli 1 v prilogi. Kazalnik ROE ima z vsemi neodvisnimi spremenljivkami statistično značilno korelacijo, razen s številom zaposlenih. ROE ima najmočnejšo pozitivno korelacijo z dobičkom (0,245), kar pomeni, ko se dobiček poveča, se tudi ROE poveča. S komponentami CCC ima ROE negativno korelacijo, kar je v skladu s pričakovanji, vendar je ta šibka. Ko podjetja zmanjšajo obratni kapital, se ROE le malo poveča. Z obema kazalnikoma plačniške sposobnosti, torej s kratkoročnim koeficientom in koeficientom solventnosti, ima negativno šibko korelacijo. Ekonomska teorija pravi, da več tveganja kot podjetje prevzame, večji je donos. V našem primeru pa lahko vidimo, da so podjetja v izbranih državah in podpanogah zelo likvidna, namreč povprečni kratkoročni koeficient je skoraj 2. To pomeni, da so podjetja manj tvegana, torej je donos (ROE) nižji.

Marža EBIT ima z vsemi spremenljivkami pozitivno statistično značilno korelacijo in je prav tako šibka. Negativno korelacijo ima le s številom zaposlenih, kar pomeni: manjše kot je število zaposlenih boljša je marža EBIT, saj zaposleni predstavljajo strošek in znižujejo EBIT. Neskladno s pričakovanji pa je, da je korelacija s komponentami krogotoka denarja pozitivna, kar pomeni: daljši kot je krogotok denarja, boljša je marža EBIT.

CCC ima z vsemi spremenljivkami statistično značilno korelacijo. Najmočnejšo, pozitivno korelacijo ima z DVTK (0,572) in DVZ (0,587), kar je v skladu s pričakovanji. Torej, dlje kot podjetje zbira terjatve in obrača zaloge, daljši je krogotok denarja. S kratkoročnim koeficientom ima CCC pozitivno statistično značilno korelacijo, kar pomeni: daljši kot je krogotok denarja, boljša je likvidnost. Tudi ta ugotovitev je v skladu s teorijo, namreč več kot je kratkoročnih sredstev, boljša je pokritost kratkoročnih obveznosti in s tem večji kratkoročni koeficient. Kar se tiče komponent denarnega toka, pa imajo vse statistično značilno korelacijo z ostalimi spremenljivkami. Ta je šibka, razen v paru z ostalimi komponentami denarnega toka in CCC. Vse korelacije so statistično značilne pri  $P < 0,01$ .

– Panoga pijače

Podatki do prikazani v tabeli 2 v prilogi. V panogi pijače je kazalnik ROE statistično značilno koreliran z vsemi spremenljivkami, vendar je korelacija negativna in šibka z vsemi, samo z maržo EBIT in čistim dobičkom ima pozitivno šibko korelacijo. To pomeni, da se s povečevanjem slednjih tudi ROE povečuje. Negativna in šibka korelacija s komponentami krogotoka denarja pomeni, da je boljša dobičkonosnost v primeru, da

podjetja denarja ne držijo v obratnem kapitalu, torej skrajšajo dneve vezave vseh komponent (razen DVOD). Glede na to, da je povprečni kratkoročni koeficient v podjetjih s pijačami 1,7, pomeni, da so podjetja zelo likvidna, kar posledično pripelje do nižje dobičkonosnosti, zato je korelacija med kratkoročnim koeficientom in ROE negativna.

Marža EBIT ima prav tako statistično značilne vse korelacije z izbranimi spremenljivkami. S številom zaposlenih ima negativno korelacijo, z vsemi ostalimi pa pozitivno. Kot je napisano zgoraj, je to neskladno s pričakovanji, to namreč pomeni, da daljši kot je krogotok denarja, boljša je marža EBIT.

Če pogledamo korelacije CCC v panogi pijače, lahko opazimo najmočnejšo pozitivno korelacijo z DVZ (0,569), kar pomeni, da na daljši krogotok denarja najbolj vpliva obračanje zalog, in glede na to, da so v povprečju DVZ pri pijačah najdaljši (70) dni, bi bilo v podjetjih, ki trgujejo s pijačami, smotrno dati večji poudarek na upravljanje z zalogami. Z DVTK ima CCC pozitivno srednje šibko korelacijo, z DVOD pa šibko in negativno. Drugo najmočnejšo pozitivno korelacijo ima CCC s kratkoročnim koeficientom, kar pomeni, da na likvidnost podjetja CCC vpliva močno. Od vseh komponent CCC pa ima DVOD najmočnejšo korelacijo s kratkoročnim koeficientom (-0,273), kar pomeni, da na likvidnost podjetij, ki trgujejo s pijačami, najbolj vpliva zmanjšanje dnevov obveznosti do dobaviteljev, saj se s tem zmanjšajo kratkoročne obveznosti, kratkoročni koeficient pa se pri vsem ostalem enakem poveča. Kar se tiče ostalih komponent krogotoka denarja, imajo vse najmočnejše korelacije med seboj in s CCC. Najmočnejša korelacija je med DVOD in DVTK (0,709), kar pomeni, da se dnevi terjatev podaljšajo za 0,709 dneva, če se dnevi obveznosti podaljšajo za 1 dan. Srednje močna in pozitivna korelacija pa je tudi med kratkoročnim koeficientom in koeficientom solventnosti (0,651), kar pomeni: boljše kot je dolgoročna plačilna sposobnost, boljše je likvidnost. Vse opisane korelacije so statistično značilne pri  $P < 0,01$ .

#### - Panoga hrana

Podatki so prikazani v tabeli 3 v prilogi. Kazalnik ROE je tudi v panogi hrana statistično značilno koreliran z ostalimi spremenljivkami. Vse korelacije so negativne in šibke, samo z maržo EBIT je ROE koreliran pozitivno, ta korelacija je tudi najmočnejša od vseh (0,133). Kljub temu, da je povprečni kratkoročni koeficient v panogi hrana največji (2), pa šibka negativna korelacija (-0,042) ne vpliva znatno na dobičkonosnost. Še najbolj od vseh komponent krogotoka denarja pa na ROE vpliva zmanjšanje DVZ (-0,100).

Marža EBIT ima z vsemi izbranimi spremenljivkami statistično značilno korelacijo, z izjemo DVZ. Z DVOD in številom zaposlenih je korelirana negativno, kar pomeni, da se ob zmanjšanju obveznosti do dobaviteljev in številom zaposlenih marža EBIT poveča. Z ostalimi spremenljivkami ima pozitivno korelacijo, še najmočnejšo s kazalnikom solventnosti (0,275), kar pomeni: večji delež kot čisti dobiček predstavlja v vseh obveznostih, boljše je marža EBIT.

Tudi s CCC so vse spremenljivke statistično značilno korelirane. Najbolj od vseh spremenljivk na CCC vplivajo DVZ (0,467) in enako kot pri pijačah pomeni, da dlje časa kot podjetje obrača zaloge, daljši je krogotok denarja, zato je poseben poudarek treba nameniti upravljanju z zalogami. Drugo najmočnejšo korelacijo pa ima CCC s kratkoročnim koeficientom, večji kot je slednji, večji je krogotok denarja, kar pomeni: večja kot je pokritost kratkoročnih obveznosti s sredstvi, daljši je krogotok denarja. Ostale komponente obratnega kapitala pa so, podobno kot pri prvih dveh panogah, najmočnejše korelirane med seboj in s CCC. Izjema je le korelacija med DVOD in koeficientom solventnosti, ki je najmočnejša (-0,405), kar pomeni, da se z zmanjšanjem obveznosti do dobaviteljev dolgoročna plačilna sposobnost podjetij izboljša. Vse opisane korelacije so statistično značilne pri  $P < 0,01$ .

– Panoga kozmetika in čistila

Podatki so prikazani v tabeli 4 v prilogi. ROE ima statistično značilno korelacijo z vsemi neodvisnimi spremenljivkami, najmočnejšo, pozitivno pa ima s številom zaposlenih (0,358), kar pomeni, ko število zaposlenih narašča, tudi ROE raste. Prav tako ima pozitivno šibko korelacijo z maržo EBIT (0,103) in dobičkom (0,219), kar je v skladu s pričakovanji – ko dobiček in marža EBIT naraščata, tudi ROE raste. Kot v prejšnjih panogah ima ROE z vsemi komponentami denarnega toka negativno korelacijo, kar potrjujejo vse do sedaj narejene raziskave – krajši kot je krogotok denarja, višja je dobičkonosnost. Oba kazalnika plačilne sposobnosti imata prav tako negativno korelacijo, saj večji likvidnosti sledi nižje tveganje in s tem slabša dobičkonosnost in obratno.

Marža EBIT ima z vsemi spremenljivkami statistično značilno korelacijo, največjo, pozitivno pa z dobičkom (0,455). V nasprotju z ostalimi panogami je marža EBIT v panogi kozmetika in čistila šibka, vendar negativno korelirana s CCC. To pomeni, da se s krajšanjem krogotoka denarja marža izboljšuje. Z obema kazalnikoma plačilne sposobnosti (kratkoročni koeficient in solventnost) ima šibko pozitivno korelacijo – višja kot je pokritost obveznosti s sredstvi, boljša je marža EBIT.

CCC je najmočnejše koreliran z ostalimi komponentami krogotoka denarja. Najmočnejšo pozitivno korelacijo ima z DVZ (0,787). V tej panogi so povprečni dnevi vezave zalog drugi največji (62,6), takoj za panogo pijače, kar pomeni, da bi bilo v podpanogah, ki se ukvarjajo s kozmetiko in čistili, smiselno več poudarka nameniti upravljanju z zalogami, saj bi zmanjšanje obračanja teh lahko znatno pripomoglo k zmanjšanju krogotoka denarja. Poleg komponent CCC pa ima slednji srednje šibko pozitivno korelacijo s kratkoročnim koeficientom (0,385), kar nam pove, da daljši kot je krogotok denarja, večja je pokritost obveznosti s sredstvi. Kar se tiče komponent krogotoka denarja, imajo najmočnejšo korelacijo med seboj in s CCC, z drugimi spremenljivkami pa so korelacije šibke. Edina korelacija, ki je srednje šibka in negativna, je med DVOD in koeficientom solventnosti (-0,213), kar pomeni: krajši kot so dnevi vezave obveznosti, boljša je solventnost; namreč s poplačilom dolgov se slednji zmanjšuje in koeficient solventnosti narašča. Če pogledamo

korelacijo med kontrolnimi spremenljivkami, torej med kratkoročnim koeficientom in koeficientom solventnosti, je ta srednje šibka in pozitivna (0,418). Iz tega sledi: višja kot je likvidnost, višja je dolgoročna plačilna sposobnost. Vse zgoraj opisane povezave so statistično značilne pri  $P < 0,01$ .

– Rusija

Podatki so prikazani v tabeli 5 v prilogi. Kot že omenjeno, sem se odločila narediti samostojno analizo za Rusijo, ker predstavlja velik del vzorca. ROE je z vsemi spremenljivkami statistično značilno koreliran. Po pričakovanjih je s komponentami krogotoka denarja in CCC negativno koreliran, vendar je korelacija med komponentami CCC in CCC z ROE šibka. Na povečanje dobičkonosnosti še najbolj vpliva zmanjšanje terjatev (-0,147). Tako kot v prejšnjih panogah – je najmočnejša korelacija z dobičkom (0,286). Prav tako je negativno koreliran s kratkoročnim koeficientom in koeficientom solventnosti.

Marža EBIT ima prav tako statistično značilno povezavo z vsemi izbranimi spremenljivkami; razen s številom zaposlenih, s katerim je korelacija negativna, je z vsemi spremenljivkami korelirana pozitivno. Daljši kot je krogotok denarja in vse njegove komponente, boljša je marža EBIT, hkrati pa je večja tudi ob boljši kratkoročni in dolgoročni plačilni sposobnosti. Najmočnejšo pozitivno korelacijo ima z dobičkom (0,285) in koeficientom solventnosti (0,205).

CCC ima najmočnejšo korelacijo z DVTK (0,555) in DVZ (0,539), kar pomeni, da bi zmanjšanje terjatev do kupcev še najbolj vplivalo na krajši krogotok denarja. Presenetljivo pa je, da ima z DVOD zelo šibko korelacijo (0,065), kar pomeni, da povečanje slednjih ne vpliva znatno na CCC. Poleg komponent CCC pa ima ta srednje šibko korelacijo tudi s koeficientom solventnosti (0,346), kar pomeni, da je posledica boljše dolgoročne plačilne sposobnosti podjetij v Rusiji daljši krogotok denarja. Tako kot v prejšnjih panogah so komponente CCC najmočnejše korelirane med seboj in s CCC. Negativna srednje šibka korelacija je med DVOD in koeficientom solventnosti (-0,333) – prej kot podjetja plačajo svoje obveznosti dobaviteljem, boljša je solventnost. Korelacija med obema kazalnikoma plačilne sposobnosti je srednje šibka in pozitivna (0,38).

Predstavljena analiza v tem poglavju dokazuje nekatere trditve, ki so jih dokazale druge raziskave, napisane na temo obratnega kapitala. Prikazali smo, da na dobičkonosnost, za katero smo izbrali kazalnik ROE, krogotok denarja vpliva. V vseh panogah je korelacija med ROE in CCC negativna, kar pomeni, da morajo podjetja v izbranih panogah in državah stremeti k krajšemu krogotoku denarja, če želijo povečati dobičkonosnost (ROE).

Presenetljivo pa je, da je korelacija med maržo EBIT in komponentami obratnega kapitala sicer statistično značilna vendar pozitivna. Razlog je delno v tem, da izbrana mera dobičkonosnosti (marža EBIT) vsebuje le podatke iz izkaza poslovnega izida, prav tako je pri čistem dobičku. Ekonomska teorija pa pravi, da je za boljše poznavanje poslovne

uspešnosti podjetja treba vključiti tako bilanco stanja kot izkaz poslovnega izida. Zato je boljši kazalnik dobičkonosnosti ROE. ROE namreč vključuje čisti dobiček, ki ga dobimo iz izkaza poslovnega izida, in povprečni kapital, ki ga dobimo iz bilance stanja (Berk & DeMarzo, 2014).

Poleg korelacije med komponentami obratnega kapitala in dobičkonosnosti pa smo pri vseh ugotovili, da boljša likvidnost pomeni manjše tveganje in s tem nižji donos. Kratkoročni koeficient je pozitivno koreliran s komponentami obratnega kapitala in negativno z dobičkonosnostjo. Iz tega lahko sklenemo, če podjetja skrajšajo krogotok denarja, bo kratkoročni koeficient sicer nižji, vendar bo dobičkonosnost boljša. In glede na to, da je slednji pri vseh panogah blizu 2, bi bilo za boljšo dobičkonosnost v izbranih podpanogah in državah smiselno zamenjati del likvidnosti.

### 3.4.3 Regresijska analiza

V tretjem delu analize sem po zgledu modelov, ki so jih oblikovali Enqvist in sod. (2014), Deloof (2003) in Lazaridis in Tryfondis (2006) pripravila pet regresijskih modelov, da bi proučila vpliv krogotoka denarja in njegovih komponent na dobičkonosnost, kjer Z predstavlja število zaposlenih, S solventnost in KK kratkoročni koeficient.

Modeli:

1. model:  $Dobičkonosnost_i = a_0 + a_1CCC_{i1} + a_2Z_{i2} + a_3S_{i3} + a_4KK_{i4} + e_i$ ;
2. model:  $Dobičkonosnost_i = a_0 + a_1DVZ_{i1} + a_2Z_{i2} + a_3S_{i3} + a_4KK_{i4} + e_i$ ;
3. model:  $Dobičkonosnost_i = a_0 + a_1DVTK_{i1} + a_2Z_{i2} + a_3S_{i3} + a_4KK_{i4} + e_i$ ;
4. model:  $Dobičkonosnost_i = a_0 + a_1DVOD_{i1} + a_2Z_{i2} + a_3S_{i3} + a_4KK_{i4} + e_i$ ;
5. model:  $Dobičkonosnost_i = a_0 + a_1DVZ_{i1} + a_2DVTK_{i2} + a_3DVOD_{i3} + a_4KK_{i4} + a_5Z_{i5} + e_i$

V prejšnjem poglavju sem podatke razdelila na 5 panog, da bi ugotovila razlike med njimi. Glede na to, da sem med vsemi panogami lahko potegnila vzporednice, sem se odločila, da regresijsko analizo pripravim na podlagi vseh podatkov. Število opazovanj je 1035.

Za mero dobičkonosnosti sem vzela tri različne spremenljivke: ROE, maržo EBIT in čisti dobiček po davkih. Tekom analize sem ugotovila, da je za mero dobičkonosnosti najbolj smiselno vzeti ROE in maržo EBIT, zato bom v regresijski analizi predstavila vpliv na slednji meri dobičkonosnosti v vseh petih modelih.

Skladno s prvo hipotezo pričakujemo negativno korelacijo s krogotokom denarja (CCC), z dnevi vezave terjatev do kupcev (DVTK) in dnevi vezave zalog (DVZ). Nasprotno pa pričakujemo pozitivno korelacijo z dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev (DVOD). Skladno z drugo in tretjo hipotezo pričakujemo, da bosta tako solventnost kot kratkoročni koeficient negativno korelirana z dobičkonosnostjo.



V tabeli 10 lahko vidimo, da je korelacijski koeficient pri vseh modelih nizek, še najvišji je pri modelu 3 ( $R = 15\%$ ), kar pomeni, da je linearna korelacija med kazalnikom ROE in neodvisnimi spremenljivkami šibka. Determinacijski koeficient nam pove, kolikšen delež celotne variance je pojasnjene z variabilnostjo neodvisnih spremenljivk, in kot vidimo iz rezultatov (tabela 10), se ta vrednost pri vseh modelih giblje med 1,3 in 2,2 %.

*Tabela 10: Model linearne regresije z ROE kot kazalnik dobičkonosnosti*

Ocena koeficienta	Pričakovan predznak	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
R		0,144	0,145	0,150	0,143	0,113
Determinacijski koeficient		0,021	0,021	0,022	0,020	0,013
Velikost vzorca		1035	1035	1035	1035	1035
Konstanta		28,156***	29,403***	30,562***	30,687***	25,241***
CCC	–	–0,063***				
DVZ	–		–0,066***			–0,075**
DVTK	–			–0,068***		–0,063**
DVOD	+				–0,056***	0,048
KK	–	0,241	0,144	0,092	–0,018**	–0,285
S	–	–0,198***	–0,228***	–0,253***	–0,273***	
Z	–	0,001	0,001	0,002	0,002	0,001

**Legenda:** \* $P < 0,1$ , \*\* $P < 0,05$ , \*\*\* $P < 0,01$

*Vir: lastno delo.*

**Hipoteza 1a:** Obstaja negativna korelacija med krogotokom denarja in izbrano mero dobičkonosnosti.

S pomočjo prvega modela linearne regresije smo dokazali, da na izbrani kazalnik dobičkonosnosti krogotok denarja vpliva negativno ( $P < 0,01$ ). To pomeni da dolžina samega cikla denarja statistično značilno vpliva na dobičkonosnost – krajši kot je krogotok denarja, višja je dobičkonosnost. Torej lahko sklenemo, da v izbranih državah in podpanogah upravljanje z obratnim kapitalom igra veliko vlogo. Tako kot v drugih državah, v katerih so bile študije glede vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost že izvedene in dokazane.

**Hipoteza 1b:** Obstaja pozitivna korelacija med koeficientom obračanja dolgov in dobičkonosnostjo.

Kot je razvidno iz rezultatov četrtega modela, obstaja statistično značilen vpliv DVOD na dobičkonosnost, vendar je ta negativen. Hipotezo 1b lahko zavrnemo. Sklenemo lahko, da analizirana distributivna in trgovinska podjetja trgovinskega kredita ne uporabljajo kot vir financiranja in raje izkoristijo popuste na obveznosti, podobno kot Finska podjetja (Enqvist in sod., 2014).

Rezultati se razlikujejo od rezultatov grških in ameriških podjetij, ki kotirajo na borzi. V študijah, ki so analizirale ti dve državi, statistično značilne povezave med dobičkonosnostjo in DVOD ni (Lazaridis & Tryfonidis, 2006).

**Hipoteza 1c:** Obstaja negativna korelacija med koeficientom obračanja terjatev in dobičkonosnostjo.

Tako tretji ( $P < 0,01$ ) kot peti ( $P < 0,05$ ) model dokazujeta statistično značilen vpliv DVTK na ROE. Kar pomeni, da bolj dobičkonosna podjetja skušajo terjatve hitreje zbrati s strani svojih kupcev. To je lahko tudi znak agresivne kreditne politike in ta, če je preveč stroga, lahko ogrozi odnose s kupci. Kot sem napisala, sem v svojo analizo vključila velika podjetja (število zaposlenih je večje od 250) in ta imajo večjo moč nad kupci in dobavitelji, torej je pojav striktno kreditne politike lahko zelo pogost.

**Hipoteza 1d:** Obstaja negativna korelacija med koeficientom obračanja zalog in dobičkonosnostjo.

Vpliv obračanja zalog na dobičkonosnost je negativen in statistično značilen, kot je razvidno iz drugega ( $P < 0,01$ ) in petega modela ( $P < 0,05$ ). Podjetja v izbranih panogah in državah optimizirajo obračanje zalog zato, da povečajo dobičkonosnost preko kazalnika ROE. Nižje zaloge pomenijo tudi nižje stroške držanja zalog. Zaloge se v izbranih podjetjih v opazovanem obdobju obrnejo na povprečno 53,9 dneva in če ta rezultat primerjamo na primer z obračanjem zalog v podjetju Wal-Mart, v katerem je obračanje zalog manj kot 10 dni, lahko vidimo, da bi izbrana podjetja zaloge lahko upravljala optimalnejše (Forbes, 2012).

**Hipoteza 2:** Kratkoročni koeficient negativno vpliva na izbran kazalnik dobičkonosnosti.

Kar se tiče kontrolne spremenljivke (kratkoročni koeficient) lahko hipotezo 2 delno zavrnamo. V prvem, drugem in tretjem modelu povezava ni statistično značilna, kar pomeni, da kratkoročni koeficient ne vpliva na dobičkonosnost podjetij, če je upravljanje s CCC, z DVTK in DVZ optimalno. Četrty model pa dokazuje, da obstaja statistično značilna negativna povezava med kratkoročnim koeficientom in dobičkonosnostjo ( $P < 0,05$ ). Rezultat je skladen z ekonomsko teorijo, ki pravi, da je zamenjava za nižjo likvidnost in višje tveganje višja dobičkonosnost.

**Hipoteza 3:** Solventnost je negativno korelirana z izbranimi kazalniki dobičkonosnosti.

V vseh modelih smo ugotovili statistično značilno negativno korelacijo med koeficientom solventnosti in kazalnikom dobičkonosnosti ROE ( $P < 0,01$ ). Kazalnika solventnosti v peti model nisem vključila zaradi prevelikega števila spremenljivk. Koeficient solventnosti predstavlja delež čistega dobička v kratkoročnih in dolgoročnih obveznostih. Večji kot je delež čistega dobička, manjši je dolg in s tem manjše tveganje podjetja za plačilno nesposobnost. Na račun plačilne varnosti podjetja kot pri likvidnosti pade dobičkonosnost.

Negativna povezava med koeficientom solventnosti in kazalnikom dobičkonosnosti torej pomeni, da večje kot ima podjetje dolgoročne obveznosti v primerjavi s čistim dobičkom (nižji koeficient solventnosti), boljša je dobičkonosnost.

*Tabela 11: Model linearne regresije z maržo EBIT kot kazalnikom dobičkonosnosti*

Ocena koeficienta	Pričakovan predznak	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
R		0,252	0,244	0,285	0,265	0,206
Determinacijski koeficient		0,064	0,060	0,081	0,070	0,042
Velikost vzorca		1035	1035	1035	1035	1035
Konstanta		2,035***	1,928***	1,426***	1,492***	2,445***
CCC	–	0,009***				
DVZ	–		0,008***			0,008***
DVTK	–			0,013***		0,012***
DVOD	+				0,010***	–0,006*
KK	–	–0,018	–0,001	–0,002	0,020	0,078*
Solventnost	–	0,033***	0,037***	0,042***	0,045***	
Zaposleni	–	0,000**	0,000**	0,000**	–0,001**	0,001*

**Legenda:** \*P < 0,1, \*\*P < 0,05, \*\*\*P < 0,01

*Vir: lastno delo.*

Če vzamemo maržo EBIT za odvisno spremenljivko (tabela 11), se korelacijski koeficient občutno poveča, kar pomeni, da je večja linearna korelacija med maržo EBIT in neodvisnimi spremenljivkami kot med ROE in neodvisnimi spremenljivkami. Koeficient se giblje med 20,6% in 26,5 %, hkrati pa je tudi vrednost determinacijskega koeficienta v vseh modelih višja, giblje se med 4,2 in 8,1 %.

V tabeli 11 je prikazana analiza vseh petih regresijskih modelov in marža EBIT predstavlja kazalnik dobičkonosnosti. Skoraj vse analizirane neodvisne spremenljivke so statistično značilno korelirane z izbranim kazalnikom dobičkonosnosti, vendar ne s pričakovanim predznakom. Statistično značilna pozitivna povezava obstaja med obračanjem obveznosti in maržo EBIT (P < 0,01) pri modelu 4. To pomeni, daljši kot so dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev, boljša je marža EBIT, saj je denar dlje časa zadržan v podjetju, to pa vpliva na nižje stroške prodanih proizvodov. Vse ostale hipoteze lahko na podlagi zgornje analize zavrnamo. V tem primeru ugotovimo ravno obratno, daljši krogotok denarja vodi do boljše marže EBIT.

Glede na to, da Rusija predstavlja kar 64 % celotnega vzorca, Ukrajina pa 20 %, sem se odločila, da opravi samostojno analizo za ti dve državi. V tabelah 12 in 13 lahko vidimo, kakšen vpliv imajo neodvisne spremenljivke v izbranih štirih modelih – vpliv na izbrana kazalnika dobičkonosnosti. Korelacijski koeficient je podobno kot pri vseh opazovanjih nižji, če vzamemo za odvisno spremenljivko ROE, in prav tako je nižji determinacijski koeficient.

*Tabela 12: Model linearne regresije z ROE kot kazalnikom dobičkonosnosti (samo Rusija in Ukrajina)*

Ocena koeficienta	Pričakovan predznak	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
R		0,161	0,147	0,145	0,128	0,152
Determinacijski koeficient		0,026	0,021	0,016	0,022	0,023
Velikost vzorca		870	870	870	870	870
Konstanta		27,222***	28,797***	28,963***	28,625***	25,483***
CCC	–	–0,083***				
DVZ	–		–0,070**			–0,094***
DVTK	–			–0,068***		–0,08***
DVOD	+				–0,045**	0,07**
KK	–	0,111	–0,032	–0,095	–0,188	–0,202
Solventnost	–	–0,124*	–0,172**	–0,191**	–0,209***	
Zaposleni	–	0,003	0,002	0,003	0,002	0,003

**Legenda:** \*P < 0,1, \*\*P < 0,05, \*\*\*P < 0,01

*Vir: lastno delo.*

Na podlagi zgornje analize lahko zavrnilo le hipotezi 1b in 2. To pomeni, da zmanjšanje dnevov vezave denarja, dnevov vezave terjatev do kupcev in dnevov vezave zalog vodi v višji koeficient ROE, torej boljšo dobičkonosnost podjetja. Prav tako lahko sklenemo, da negativna povezava med koeficientom solventnosti in kazalnikom dobičkonosnosti pomeni, da večje kot ima podjetje dolgoročne obveznosti v primerjavi s čistim dobičkom (nižji koeficient solventnosti), boljša je dobičkonosnost. Čeprav pri četrtem modelu ne moremo potrditi hipoteze 1b, ki pravi, da zmanjšanje dnevov vezave obveznosti do dobaviteljev vodi do boljšega ROE, pa pri petem modelu, ko smo vključili vse komponente denarnega toka, ugotovimo statistično značilno korelacijo z ROE v skladu s pričakovanimi predznaki.

*Tabela 13: Model linearne regresije z maržo EBIT kot kazalnikom dobičkonosnosti (samo Rusija in Ukrajina)*

Ocena koeficienta	Pričakovan predznak	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
R		0,238	0,240	0,274	0,268	0,165
Determinacijski koeficient		0,057	0,075	0,072	0,058	0,027
Velikost vzorca		870	870	870	870	870
Konstanta		1,984***	1,773***	1,397***	1,233***	2,663***
CCC	–	0,006***				
DVZ	–		0,007***			0,005*
DVTK	–			0,011***		0,01***
DVOD	+				0,010***	–0,003
KK	–	–0,029	–0,021*	–0,022**	–0,006	0,076*
Solventnost	–	0,040	0,044	0,048	0,053	
Zaposleni	–	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	–0,001

**Legenda:** \*P < 0,1, \*\*P < 0,05, \*\*\*P < 0,01

*Vir: lastno delo.*

Če za mero dobičkonosnosti vzamemo maržo EBIT, lahko sklenemo, da na višjo dobičkonosnost statistično značilno vplivajo daljši dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev ( $P < 0,01$ ). Prav tako lahko pri drugem ( $P < 0,1$ ) in tretjem ( $P < 0,05$ ) modelu ugotovimo statistično značilno negativno korelacijo med kratkoročnim koeficientom in maržo EBIT. To pomeni, da manjši kot je kratkoročni koeficient, torej slabša kot je likvidnost, boljša je marža EBIT, ob predpostavki, da podjetje z DVZ in DVTK upravlja optimalno.

Kot odvisni spremenljivki sem ROE in maržo EBIT izbrala, ker sem želela ugotoviti, kako komponente obratnega kapitala vplivajo na vsakega izmed obeh kazalnikov dobičkonosnosti. Treba pa je poudariti, da je marža EBIT izračunana na podlagi rezultatov iz izkaza poslovnega izida, ROE pa v izračunu upošteva tako izkaz poslovnega izida kot bilanco stanja. Temeljito interpretacijo regresijske analize sem opravila za kazalnik ROE, ker na podlagi ekonomske teorije menim, da je slednji bolj primeren za ugotavljanje dobičkonosnosti podjetja.

V splošnem lahko glede na rezultate analize sklenemo, da morajo podjetja z obratnim kapitalom upravljati optimalno in poiskati model, ki jim najbolj ustreza. Osredotočenost na kratkoročno financiranje podjetja in ne le na dolgoročno lahko vodi do boljšega rezultata poslovanja. Kakor vse študije, ki so že bile narejene na temo obratnega kapitala, naša analiza potrjuje vpliv optimizacije obratnega kapitala na dobičkonosnost tudi v državah bivše Jugoslavije in drugih vzhodnoevropskih državah v sektorju prodaje na debelo in distribucije.

#### 3.4.4 Omejitve raziskave

Raziskava ima določene omejitve, ki jih je treba upoštevati pri analiziranju rezultatov in sklepanju zaključkov. Podatke sem zbrala iz podatkovne baze AMADEUS. Vseh podjetij, ki so aktivna in imajo sedež v državah bivše Jugoslavije in drugih vzhodnoevropskih državah, je 9.938.724. Od teh jih 299.184 deluje v sektorju prodaje na debelo in distribucije. V raziskavo sem želela vključiti kontrolno spremenljivko za velikost podjetja (število zaposlenih je večje od 250) in iz podatkovne baze izločiti vsa podjetja, ki jim manjkajo podatki za katero koli izbrano spremenljivko v opazovanem obdobju. Vzorec podjetij se je nato zmanjšal na 661 podjetij. V prvotni bazi sem imela vključeni še podpanogi farmacija in motorna vozila, poleg tega pa so imela nekatera podjetja manjkajoče podatke, kljub temu da sem jih v enem izmed prejšnjih filtrov že izločila. Končni vzorec podjetij je bil torej 207, kar predstavlja 0,07 % vseh podjetij. Glede na to, da so bili rezultati raziskave podobni kot rezultati drugih raziskav, narejenih na celotni populaciji, lahko sklenemo, da je vzorec reprezentativen. Kljub temu pa je pomembno poudariti, da bi bili lahko rezultati raziskave drugačni, če bi analizo delala na celotni populaciji.

Podatki, s katerimi je raziskava izvedena, so le za obdobje petih let, torej ne vključujejo nobenih gospodarskih šokov. Če bi analizirala podatke za čas gospodarske krize in pred njo, bi dobila drugačne rezultate, namreč krogotok denarja je v času krize precej daljši kot v času rasti. Kupci potrebujejo več časa za poplačilo svojih terjatev zaradi manjšega povpraševanja s strani končnih potrošnikov in zato tudi podjetje zavlačuje s poravnavo svojih obveznosti, saj se zaloge obračajo precej počasneje kot v obdobju rasti. Poleg tega pa je pomembno poudariti tudi to, da so podatki na strani AMADEUS zbrani iz letnih poročil aktivnih družb. Vsa podjetja poročajo po mednarodnih računovodskih standardih in zaupam, da so podatki pravilni in točni, vendar je treba vzeti v obzir tudi prirejanje računovodskih izkazov.

V analitičnem delu sem rezultate skušala primerjati z že opravljenimi raziskavami, saj sem želela potegniti vzporednice, vendar slednje niso bile opravljene v istem časovnem obdobju. Nekatere so bile opravljene v devetdesetih letih in začetku dvajsetega stoletja, nekatere med krizo in druge pred krizo. Torej je treba upoštevati, da raziskave, omenjene v magistrskem delu, niso popolnoma primerjalne, ampak služijo predvsem usmeritvi in splošnemu razumevanju obvladovanja obratnega kapitala.

#### 3.4.5 Predlogi za nadaljnje raziskovanje

Na temo obvladovanja obratnega kapitala in optimizacije tega je bilo narejenih že veliko raziskav in nekatere sem uporabila tudi pri svoji analizi. Poleg tega tudi literatura poudarja pomembnost osredotočenosti ne le na dolgoročno, temveč tudi na kratkoročno finančno zdravje podjetja. Dokazano je, da uspešno obvladovanje obratnega kapitala vodi do višje dobičkonosnosti, do česar so me pripeljali tudi rezultati moje analize. Vendar pa za dolgoročno uspešnost podjetja ni dovolj optimizacija le enega vidika podjetja, temveč je treba pogledati celotno zgodbo. Podjetja lahko zelo uspešno obvladujejo obratni kapital, pa imajo nezadovoljne zaposlene in slabe odnose s kupci in dobavitelji zaradi stroge kreditne politike.

Z raziskavo v svojem magistrskem delu sem želela predvsem analizirati najbolj aktualne podatke, relevantne za izbrane države in podpanoge v velikih podjetjih. Izbrala sem obdobje zadnjih petih let, za katera so bili dostopni podatki, namreč za leto 2017 za večino podjetij in držav podatkov še ni bilo na voljo. Raziskavo bi lahko razširila na obdobje zadnjih desetih ali celo dvajsetih let in bi tako naredila primerjavo s kriznim in predkriznim obdobjem. Poleg tega menim, da bi bilo koristno raziskavo razširiti tudi na druge države, tako bi namreč dobila dobro primerljivost rezultatov panoge trgovine na debelo in distribucije drugod. Taka raziskava bi bila zelo obširna, menim pa, da bi koristila podjetjem, saj bi lahko svoje rezultate primerjala z drugimi in se poslužili dobrih praks. Zanimivo bi bilo narediti tudi analizo na enem samem podjetju in razviti optimalen model obratnega kapitala, ki bi podjetju prinesel dolgoročno uspešnost. S tem pa ne mislim le

finančno uspešnost temveč uspešnost z vidika dobrih odnosov s kupci, dobavitelji in zaposlenimi in pa tehnološki napredek v smislu obvladovanja zalog.

## **SKLEP**

Za dolgoročno uspešnost podjetij so pomembni tako finančni kot nefinančni dejavniki. Poleg zdravega financiranja morajo podjetja skrbeti za notranje in zunanje okolje, na katerega vplivajo. Eden izmed ključnih dejavnikov uspeha, ki ga podjetja morajo definirati, je odločitev o optimalni ravni obratnega kapitala. Literatura bolj poudarja dolgoročno finančno zdravje podjetja in narejenih je veliko raziskav, ki govorijo v prid poudarku na področju kratkoročnega financiranja.

Obratni kapital je sestavljen iz kratkoročnih sredstev in kratkoročnih obveznosti. Prve ga povečujejo, druge pa zmanjšujejo. Podjetja stremijo k temu, da bi po eni strani čim hitreje obračala zaloge in zbrala terjatve s strani kupcev, po drugi strani pa čim kasneje poravnala svoje obveznosti do dobaviteljev. Odločitev o ravni obratnega kapitala je zelo zapletena in mora biti preiščljena, namreč stroga kreditna politika lahko ogrozi odnose tako s kupci kot z dobavitelji. Po drugi strani pa preveč ohlapna kreditna politika škoduje dobičkonosnosti, podjetje namreč lahko izkoristi popuste na strani dobaviteljev, kar pomeni, da obveznosti plača prej, kot je dogovorjen rok. Po drugi strani pa kupcem tudi ne sme dovoliti, da zamujajo s plačili in si izborijo neugodne plačilne roke. Tu je tudi faktor velikosti podjetja, podjetja si namreč z večjim tržnim deležem in več pogajalske moči lahko izborijo boljše plačilne pogoje. Poleg tega pa tudi upravljanje z zalogami predstavlja velik izziv, saj morajo biti podjetja podprta z ustreznimi informacijskimi sistemi, da lahko ustrezno napovejo zaloge.

V magistrskem delu sem želela proučiti literaturo in raziskave, napisane na temo upravljanja z obratnim kapitalom, nato pa sem to želela potrditi v izbrani panogi in državah. Z raziskavo sem želela izvedeti, ali obratni kapital in optimizacija tega vpliva na dobičkonosnost in likvidnost podjetij v panogi prodaje na debelo in distribucije. Rezultati 207 izbranih podjetij za obdobje od leta 2012 do leta 2016 so pokazali, da krogotok denarja in njegove komponente vplivajo na dobičkonosnost, kot meri za slednjo pa sem izbrala kazalnik ROE in maržo EBIT. Dokazala sem, da ima obratni kapital vpliv tako na kratkoročno kot tudi na dolgoročno plačilno sposobnost in podobni rezultati so dokazani tudi v drugih študijah.

Pomembna ugotovitev je, da so podjetja v izbranem vzorcu zelo likvidna, saj je povprečni kratkoročni koeficient blizu 2. Ugotovila sem tudi, da je korelacija med krogotokom denarja in kratkoročnim koeficientom pozitivna, med dobičkonosnostjo in kratkoročnim koeficientom pa negativna. Iz tega lahko sklenemo, da morajo podjetja za večjo dobičkonosnost žrtvovati del likvidnosti in skrajšati krogotok denarja. Glede na visoko likvidnost analiziranih podjetij mislim, da bi na račun malo manjše likvidnosti lahko

znatno povečala dobičkonosnost. Poleg tega sem ugotovila, da je povprečni krogotok denarja v primerjavi s primerljivimi podjetji precej daljši, torej lahko rečem, da imajo države bivše Jugoslavije in druge vzhodnoevropske države še veliko manevrskega prostora za učinkovitejše in uspešnejše upravljanje z obratnim kapitalom.

Magistrsko delo predstavlja prispevek k literaturi in ostalim raziskavam na temo obratnega kapitala, saj obenem potrjuje pomembnost upravljanja z obratnim kapitalom in hkrati koristi podjetjem, ki delujejo na analiziranih trgih, ter lahko služi kot temelj za nadaljnje raziskovanje.

## LITERATURA IN VIRI

1. Amadeus Database financial information for public & private companies in Europe BvD. (2018). Pridobljeno 22. februarja 2018 iz: <https://www.bvdinfo.com/en-us/our-products/company-information/international-products/amadeus>
2. Benea, I. & Duma, F. (2013). Financing with Receivables: Factoring, Securitization and Collateral. *Finante - provocarile viitorului (Finance - Challenges of the Future)*, 1(15), 79–86.
3. Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance (3<sup>rd</sup> Ed.)*. Boston: Pearson.
4. Brealey, R. A., Myers, S. C., Professor, A. J. M., Professor, D. M., Professor, E. M., & Professor, W. L. (2016). *Fundamentals of Corporate Finance (6<sup>th</sup> Ed.)*. Boston: McGraw-Hill Ryerson.
5. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2003). *Intermediate Financial Management (8<sup>th</sup> Ed.)*. Mason, Ohio: South-Western College Pub.
6. Chatterjee, S. (2012). The Impact of Working Capital on the Profitability: Evidence from the Indian Firms. Pridobljeno 21. junija 2018 iz: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2125228](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2125228)
7. Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 573–588.
8. Enqvist, J., Graham, M. & Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36–49.
9. Forbes. (2012, 10. marec). The Cash Conversion Cycle. Pridobljeno 19. junija 2018 iz: <https://www.forbes.com/sites/ycharts/2012/03/10/the-cash-conversion-cycle/>
10. Francis, A. (2012, 21. marec). Optimum Level of Working Capital. Pridobljeno 2. novembra 2017 iz: <https://www.mbaknol.com/financial-management/working-capital-investment/>
11. García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164–177.



12. Gill, A., Biger, N. & Mathur, N. (2010). The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. *Business and Economics Journal*, 1–9.
13. Hafeez, K., Zhang, Y. & Malak, N. (2002). Determining key capabilities of a firm using analytic hierarchy process. *International Journal of Production Economics*, 76(1), 39–51.
14. Hammer, J. & Pivo, G. (2017). The Triple Bottom Line and Sustainable Economic Development Theory and Practice. *Economic Development Quarterly*, 31(1), 25–36.
15. Howorth, C. & Westhead, P. (2003). The focus of working capital management in UK small firms. *Management Accounting Research*, 14(2), 94–111.
16. I. Falope, O. & Ajilore, T. (2009). Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 3, 73–84.
17. Largay, J. A. & Stickney, C. P. (1980). Cash Flows, Ratio Analysis and the W.T. Grant Company Bankruptcy. *Financial Analysts Journal*, 36(4), 51–54. Pridobljeno 12. decembra 2017 iz: <http://www.jstor.org/stable/4478363>
18. Lazaridis, I. & Tryfonidis, D. (2006). Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange.
19. Lossan, A. (2016, 2. september). *Zakaj vlada noče močnega rublja*. Pridobljeno 21. junija 2018 iz: [https://si.rbth.com/economics/2016/09/02/zakaj-vlada-noce-mocnega-rublja\\_626397](https://si.rbth.com/economics/2016/09/02/zakaj-vlada-noce-mocnega-rublja_626397)
20. Makori, D. M. & Jagongo, A. O. (2013). Working Capital Management and Firm Profitability : Empirical Evidence from Manufacturing and Construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Accounting and Taxation*, Vol. 1.
21. Mathur, S. B. (2002). *Working Capital Management and Control: Principles and Practice*. New Delhi: New Age International Pvt Ltd Publishers.
22. Melville, P. (2014). *Wholesale and Distribution Industry Key Performance Indicators (KPIs)*. Pridobljeno 1. marca 2018 iz: [https://www.naw.org/files/events/bdcfojun14\\_Grant\\_Thornton.pdf](https://www.naw.org/files/events/bdcfojun14_Grant_Thornton.pdf)
23. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46.
24. Padachi, K. (2006). Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance: An Analysis. V *Mauritian Small Manufacturing Firms, International Review of Business Research Papers*, str. 45–58.
25. Payne, S. (2002). Working capital optimization can yield real gains. (Financing for Growth: Special Section). *Financial Executive*, 18(6), 40–43.
26. Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1997). Trade Credit: Theories and Evidence. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 661–691.
27. Rehman, M. (2013). Impact of Liquidity & Solvency on Profitability Chemical Sector of Pakistan. *Economics, Management and Innovation*, 6, 3–13.

28. Richards, V. D. & Laughlin, E. J. (1980). A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis. *Financial Management*, 9(1), 32–38.
29. Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B. D. (2009). *Fundamentals of Corporate Finance Standard Edition (9<sup>th</sup> Ed.)*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
30. Saleem, Q. & Rehman, R. U. (2011). Impacts of liquidity ratios on profitability. *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1(7), 4.
31. Shin, H.-H. & Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. *Financial Practice & Education*, 8, 37-45.
32. Slapničar, S. (2015). *Analiza računovodskih izkazov s kazalci*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Staff, M. F. (2006, 12. september). *Foolish Fundamentals: Cash Conversion Cycle*. Pridobljeno 19. junija 2018 iz: <https://www.fool.com/investing/value/2006/09/12/foolish-fundamentals-cash-conversion-cycle--retail.aspx>
34. Tajnikar, M. (2014). *Konec krize: dočakali prve optimistične napovedi*. Pridobljeno 20. junija 2018 iz: <http://www.delo.si/gospodarstvo/finance/konec-krize-docakali-prve-optimisticne-napovedi.html>

## **PRILOGA**



## Priloga 1: Korelacijske matrike in Pearsonov koeficient

*Tabela 1: Korelacijska matrika in Pearsonov koeficient za vse države in panoge*

Spremenljivke	Zaposleni	ROE	EBIT	DVTK	DVOD	KK	Dobiček	DVZ	CCC	Solventnost
Zaposleni	1,000	0,025	-0,074***	-0,063***	-0,046***	-0,068***	0,258***	-0,118***	-0,122***	0,040
ROE	0,025	1,000	0,135***	-0,071***	-0,039***	-0,045***	0,245***	-0,085***	-0,106***	-0,114***
EBIT	-0,074***	0,135***	1,000	0,156***	0,081***	0,093***	0,289***	0,121***	0,176***	0,199***
DVTK	-0,063***	-0,071***	0,156***	1,000	0,641***	0,023	-0,065***	0,328***	0,572***	-0,166***
DVOD	-0,046***	-0,039***	0,081***	0,641***	1,000	-0,118***	-0,036***	0,611***	0,098***	-0,336***
KK	-0,068***	-0,045***	0,093***	0,023	-0,118***	1,000	-0,029***	0,128***	0,272***	0,364***
Dobiček	0,258***	0,245***	0,289***	-0,065***	-0,036***	-0,029***	1,000	-0,04***	-0,06***	0,154***
DVZ	-0,118***	-0,085***	0,121***	0,328***	0,611***	0,128***	-0,04***	1,000	0,587***	-0,013***
CCC	-0,122***	-0,106***	0,176***	0,572***	0,098***	0,272***	-0,06***	0,587***	1,000	0,196***
Solventnost	0,040	-0,114***	0,199***	-0,166***	-0,336***	0,364***	0,154***	-0,013***	0,196***	1,000

**Legenda:** \*P < 0,1, \*\*P < 0,05, \*\*\*P < 0,01

*Vir: lastno delo.*

Tabela 2: Korelacijska matrika in Pearsonov koeficient za panogo pijača

Spremenljivke	Zaposleni	ROE	EBIT	DVTK	DVOD	KK	Dobiček	DVZ	CCC	Solventnost
Zaposleni	1,000	-0,065***	-0,183***	0,088***	-0,056***	-0,128***	0,074**	-0,188***	-0,005***	-0,187***
ROE	-0,065***	1,000	0,139***	-0,047***	-0,011***	-0,076***	0,288***	-0,059***	-0,087***	-0,143***
EBIT	-0,183***	0,139***	1,000	0,184***	0,143***	0,221***	0,272***	0,248***	0,229***	0,124***
DVTK	0,088***	-0,047***	0,184***	1,000	0,709***	-0,098***	0,092***	0,167***	0,3***	-0,27***
DVOD	-0,056***	-0,011***	0,143***	0,709***	1,000	-0,273***	-0,036***	0,385***	-0,163***	-0,406***
KK	-0,128***	-0,076***	0,221***	-0,098***	-0,273***	1,000	0,076**	0,232***	0,435***	0,651***
Dobiček	0,074**	0,288***	0,272***	0,092***	-0,036***	0,076**	1,000	-0,077***	0,071**	0,109***
DVZ	-0,188***	-0,059***	0,248***	0,167***	0,385***	0,232***	-0,077***	1,000	0,569***	0,126***
CCC	-0,005***	-0,087***	0,229***	0,3***	-0,163***	0,435***	0,071**	0,569***	1,000	0,329***
Solventnost	-0,187***	-0,143***	0,124***	-0,27***	-0,406***	0,651***	0,109***	0,126***	0,329***	1,000

Legenda: \*P < 0,1, \*\*P < 0,05, \*\*\*P < 0,01

Vir: lastno delo.

*Tabela 3: Korelacijska matrika in Pearsonov koeficient za panogo hrana*

<b>Spremenljivke</b>	<b>Zaposleni</b>	<b>ROE</b>	<b>EBIT</b>	<b>DVTK</b>	<b>DVOD</b>	<b>KK</b>	<b>Dobiček</b>	<b>DVZ</b>	<b>CCC</b>	<b>Solventnost</b>
Zaposleni	1,000	-0,047***	-0,084***	-0,108***	0,031	-0,062***	0,284***	-0,079***	-0,154***	0,168***
ROE	-0,047***	1,000	0,133***	-0,035***	-0,002***	-0,042***	0,25***	-0,1***	-0,086***	-0,095***
EBIT	-0,084***	0,133***	1,000	0,251***	-0,039***	0,103***	0,165***	0,011	0,243***	0,275***
DVTK	-0,108***	-0,035***	0,251***	1,000	0,247***	0,105***	-0,076***	0,103***	0,79***	-0,012***
DVOD	0,031	-0,002***	-0,039***	0,247***	1,000	-0,166***	0,083***	0,372***	-0,099***	-0,405***
KK	-0,062***	-0,042***	0,103***	0,105***	-0,166***	1,000	-0,038***	0,26***	0,327***	0,377***
Dobiček	0,284***	0,25***	0,165***	-0,076***	0,083***	-0,038***	1,000	0,123***	-0,039***	0,127***
DVZ	-0,079***	-0,1***	0,011	0,103***	0,372***	0,26***	0,123***	1,000	0,467***	-0,076***
CCC	-0,154***	-0,086***	0,243***	0,79***	-0,099***	0,327***	-0,039***	0,467***	1,000	0,159***
Solventnost	0,168***	-0,095***	0,275***	-0,012***	-0,405***	0,377***	0,127***	-0,076***	0,159***	1,000

**Legenda:** \*P < 0,1, \*\*P < 0,05, \*\*\*P < 0,01

*Vir: lastno delo.*

Tabela 4: Korelacijska matrika in Pearsonov koeficient za panogo kozmetika in čistila

Spremenljivke	Zaposleni	ROE	EBIT	DVTK	DVOD	KK	Dobiček	DVZ	CCC	Solventnost
Zaposleni	1,000	0,358***	0,099***	-0,164***	-0,089***	-0,18***	0,408***	-0,13***	-0,21***	-0,112***
ROE	0,358***	1,000	0,103***	-0,18***	-0,098***	-0,135***	0,219***	-0,113***	-0,183***	-0,162***
EBIT	0,099***	0,103***	1,000	-0,032***	0,084***	0,056*	0,455***	0,077**	-0,036***	0,169***
DVTK	-0,164***	-0,18***	-0,032***	1,000	0,797***	-0,101***	-0,14***	0,628***	0,627***	-0,12***
DVOD	-0,089***	-0,098***	0,084***	0,797***	1,000	-0,169***	-0,09***	0,863***	0,507***	-0,213***
KK	-0,18***	-0,135***	0,056*	-0,101***	-0,169***	1,000	-0,11***	0,135***	0,385***	0,418***
Dobiček	0,408***	0,219***	0,455***	-0,14***	-0,09***	-0,11***	1,000	-0,122***	-0,175***	0,249***
DVZ	-0,13***	-0,113***	0,077**	0,628***	0,863***	0,135***	-0,122***	1,000	0,787***	-0,029***
CCC	-0,21***	-0,183***	-0,036***	0,627***	0,507***	0,385***	-0,175***	0,787***	1,000	0,178***
Solventnost	-0,112***	-0,162***	0,169***	-0,12***	-0,213***	0,418***	0,249***	-0,029***	0,178***	1,000

Legenda: \*P < 0,1, \*\*P < 0,05, \*\*\*P < 0,01

Vir: lastno delo.

Tabela 5: Korelacijska matrika in Pearsonov koeficient za Rusijo

Spremenljivke	Zaposleni	ROE	EBIT	DVTK	DVOD	KK	Dobiček	DVZ	CCC	Solventnost
Zaposleni	1,0000	0,057*	-0,031***	-0,024***	-0,056***	-0,081***	0,298***	-0,137***	-0,092***	-0,109***
ROE	0,057*	1,0000	0,157***	-0,147***	-0,077***	-0,055***	0,286***	-0,132***	-0,185***	-0,088***
EBIT	-0,031***	0,157***	1,0000	0,113***	0,065**	0,066**	0,285***	0,111***	0,145***	0,205***
DVTK	-0,024***	-0,147***	0,113***	1,0000	0,619***	0,0050	-0,062***	0,293***	0,555***	-0,102***
DVOD	-0,056***	-0,077***	0,065**	0,619***	1,0000	-0,133***	-0,031***	0,627***	0,065**	-0,333***
KK	-0,081***	-0,055***	0,066**	0,0050	-0,133***	1,0000	-0,029***	0,132***	0,289***	0,38***
Dobiček	0,298***	0,286***	0,285***	-0,062***	-0,031***	-0,029***	1,0000	-0,045***	-0,07***	0,127***
DVZ	-0,137***	-0,132***	0,111***	0,293***	0,627***	0,132***	-0,045***	1,0000	0,539***	0,062**
CCC	-0,092***	-0,185***	0,145***	0,555***	0,065**	0,289***	-0,07***	0,539***	1,0000	0,346***
Solventnost	-0,109***	-0,088***	0,205***	-0,102***	-0,333***	0,38***	0,127***	0,062**	0,346***	1,0000

Legenda: \*P < 0,1, \*\*P < 0,05, \*\*\*P < 0,01

Vir: lastno delo.