

## KAPITALSKA USTREZNOST PODJETIJ, DA ALI NE? CAPITAL ADEQUACY OF THE COMPANIES: YES OR NO?

### Povzetek

Zagotavljanje kapitalne ustreznosti je usmerjeno v obvladovanje tveganja v zvezi s plačilno sposobnostjo banke ali podjetja. V prispevku je podana je opredelitev kapitalne ustreznosti podjetja, ki se nekoliko razlikuje od kapitalne ustreznosti bank zlasti glede kapitala. Poudarek je namreč na obratnem kapitalu podjetja. Prispevek predstavlja poskus oblikovanja informacij o kapitalni ustreznosti podjetja na osnovi podatkov iz računovodskih izkazov. Predstavljen teoretični model, ter njegova empirična preveritev na primeru slovenskih podjetij. Ugotovljeno je, da model ne daje zanesljivih informacij za odločanje upnikom, vendar je zelo koristna informacija za odločanje poslovodstva v pogledu obvladovanja tveganja v zvezi s plačilno sposobnostjo podjetja.

**Ključne besede:** kapitalna ustreznost, plačilna sposobnost, tveganje, obratni kapital, računovodska analiza, finančna analiza

### Summary

Capital adequacy is oriented in solvency risk management of the bank or of the company. The definition of the capital adequacy of the company is offered in the article. It differs from the capital adequacy in banks particularly in the capital area. The emphasis is on the net working capital of the company. An attempt is made to get some capital adequacy information from accounting statements. A theoretical model is presented and tested in the case of Slovenian companies. It is found that proposed model does not give reliable information for creditors' decisions but it is very useful for management decisions about solvency risk management.

**Key words:** capital adequacy, solvency, risk management, working capital, analysis of accounting data, financial analysis

### 1. UVOD

Pojem kapitalne ustreznosti je bil pri nas do sprejetja ZFPPod uporabljan prvenstveno v bančništvu, saj je bil z Zakonom o bančništvu (ZBan)<sup>1</sup> v 68. členu opredeljen minimalni kapital banke s pomočjo "količnika kapitalne ustreznosti".<sup>2</sup> Navedene določbe ZBan temeljijo na Direktivi Sveta Evropske skupnosti z dne 18. 12. 1989,<sup>3</sup> ki je posledica Baselskega kapitalnega dogovora iz leta 1988.<sup>4</sup> Temeljni cilj navedenih standardov je zmanjšati tveganje v zvezi s plačilno sposobnostjo denarnih institucij in vzpostaviti njihovo ustrezno preglednost tudi v mednarodnem merilu. Standardi se stalno razvijajo in v zadnjem

---

\* Doktor in magister poslovno-organizacijskih znanosti, univerzitetni diplomirani ekonomist, pooblaščen revizor, preizkušeni poslovni finančnik, veščak Zveze ekonomistov Slovenije, višji predavatelj na Visoki šoli za podjetništvo Portorož, partner v ITEO Svetovanje d.o.o., Ljubljana

<sup>1</sup> Zakon o bančništvu, Ur. List RS, št. 7/1999.

<sup>2</sup> Po prvem odstavku 69. člena ZBan je količnik kapitalne ustreznosti razmerje med kapitalom banke in tveganju prilagojene aktive, povečane za drugim tveganjem prilagojene postavke. V 64. do 66. členu ZBan določa način upoštevanja posameznih postavk pri izračunu kapitala (števec enačbe kapitalne ustreznosti), v 70. in 71. členu pa način izračuna tveganju prilagojene aktive in drugim tveganjem prilagojenih postavk (imenovalec enačbe).

<sup>3</sup> Bančne direktive Evropske skupnosti, uredil Neven Borak, Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1996, str. 105.

<sup>4</sup> Baselski kapitalni standardi, uredil Neven Borak, Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1997, str. 9.

času so sprejete precejšnje dopolnitve. Novi dogovor o kapitalu bank, ki se ga je prijelo ime Basel 2, bo s 1. 1. 2007 nadomestil dogovor iz leta 1988 (Borak, 2002, str. 5). Kapitalska ustreznost tako postaja temeljna naloga finančne funkcije (zakladništva) vsake banke,<sup>5</sup> saj to praktično odloča o njenem preživetju (Sušnik, 2001).

Na področju plačilne sposobnosti podjetij je tako podrobnih formalnih prijemov v svetu bistveno manj, na mednarodni ravni pa jih praktično ni. Eden od pomembnih razlogov za tako stanje je nedvomno dejstvo, da se podjetja med seboj veliko bolj razlikujejo kot banke.

V naših razmerah dodatni izziv predstavlja ZFPPod, ki je začel veljati konec januarja 2000 in določa zagotavljanje kapitalske ustreznosti podjetja kot eno pomembnih dolžnosti uprave. ZFPPod opredeljuje kapitalsko ustreznost predvsem načelno (v 6. členu)<sup>6</sup>, sicer pa se sklicuje na poslovnofinančna načela (4. člen ZFPPod) kot pravila stroke. Seveda se poslovnofinančna načela (Kodeks PFN, 1998) v pogledu natančnosti ne morejo primerjati s podrobno standardiziranimi baselskimi določili kapitalske ustreznosti za denarne institucije. Tako prej kot slej ostaja stroki udejanjanje in nadaljnje razvijanje poslovnofinančnih načel v celoti in še posebej na področju kapitalske ustreznosti podjetja.

Sodobna teorija poslovnih financ nam ne ponuja zadostne teoretične utemeljitve kapitalske ustreznosti podjetja v zgornjem smislu, zato bom v tem prispevku obravnaval zlasti to plat, pri čemer bom predstavil tudi nekaj povsem praktičnih rešitev.

## **2. TEORETIČNE OSNOVE KAPITALSKE USTREZNOSTI**

### **2.1. Izhodišča**

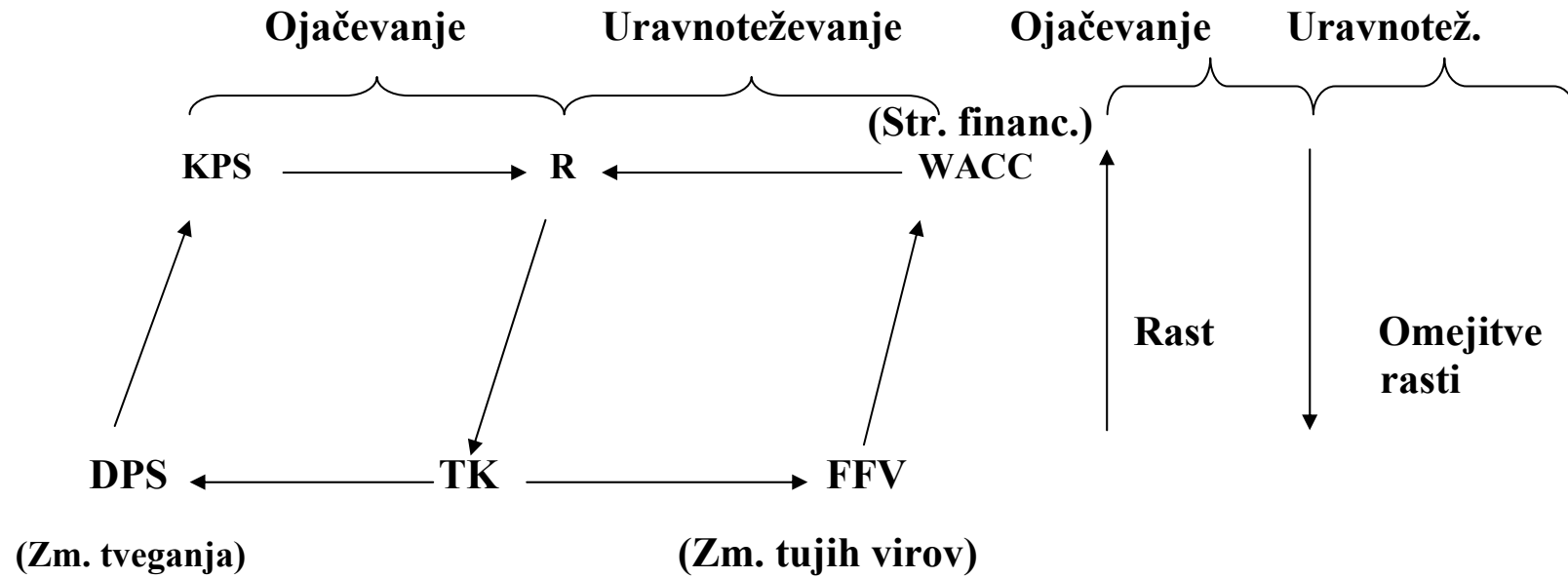
Temeljna ideja kapitalske ustreznosti v bančništvu je zmanjšanje tveganja v zvezi z zagotavljanjem plačilne sposobnosti banke, zato bomo isto izhodišče uporabili tudi pri obravnavi kapitalske ustreznosti podjetja. Porast kapitala, pri drugih nespremenjenih okoliščinah, v istem podjetju praviloma olajšuje zagotavljanje njegove plačilne sposobnosti, istočasno pa povečuje stroške financiranja (dolgoročni viri so običajno dražji od kratkoročnih) ter s tem zmanjšuje dobičkonosnost podjetja. Opravka imamo torej z dvema nasprotno usmerjenima procesoma, ki v podjetju stalno potekata. Shematično je to prikazano na sliki 1.

---

<sup>5</sup> Več o finančni funkciji bank v Kodeksu poslovnofinančnih načel. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 1998

<sup>6</sup> V 6. členu ZFPPod določa, da mora družba razpolagati z ustreznim kapitalom glede na obseg in vrste poslov, ki jih opravlja ter glede na tveganja, ki jim je pri tem izpostavljena.

**Slika 1: SISTEMSKI PRIKAZ POVEZANOSTI PLAČILNE SPOSOBNOSTI, UČINKOVITOSTI IN RASTI PODJETJA**



S slike 1 vidimo proces ojačevanja, ki z rastjo kapitala (K) zaradi dobičkonosnega poslovanja (R) vpliva na zmanjšanje tveganja v zvezi z (dolgoročno) plačilno sposobnostjo (DPS) ter s tem na lažje zagotavljanje kratkoročne plačilne sposobnosti (KPS). Z rastjo kapitala pa se zmanjšuje tudi faktor finančnega vzvoda (FFV), ki povečuje povprečne tehtane stroške financiranja poslovanja oziroma kapitala (WACC), s tem pa se poslabšuje tudi dobičkonosnost kapitala podjetja (R). To predstavlja proces uravnoteževanja, skladno s teorijo sistemov.<sup>7</sup> Zmanjševanje finančnega vzvoda je možno ustaviti z večanjem obsega poslovanja podjetja (Rast), ki pa ima spet svoje številne omejitvene dejavnike. Tak (kibernetičen) pogled na poslovanje podjetja (čeprav prikazan v izredno poenostavljeni obliki) nas postavlja pred temeljni problem poslovanja s finančnega vidika: kako optimirati strukturo financiranja podjetja za rast dobičkonosnosti ob ustrezni plačilni sposobnosti in pri danem obsegu poslovanja. Očitno je treba nekje presekati začarani krog: plačilna sposobnost  $\leftrightarrow$  dobičkonosnost, ki ga na svoj način kaže slika 1.

Sodobna teorija poslovnih financ ta problem načelno rešuje z uvedbo pojma stroškov finančne stiske ("costs of financial distress" (Arnold, 1998, str. 796) ali "bankruptcy-related costs" (Brigham, 1999, str. 376)). Pri tem tehta med stroški in koristmi zadolževanja podjetja ("trade-off theory") in tako poskuša najti optimalno strukturo financiranja podjetja. Tak pristop je koristen zlasti pri:

1. razlagi vpliva zadolževanja na vrednost podjetja
2. empiričnih in makroekonomskih raziskavah
3. načelnem pojasnjevanju obnašanja podjetij
4. dokazovanju pomembnosti proučevanja stroškov finančne stiske

Z vidika oblikovanja informacij poslovodstvu za odločanje o plačilni sposobnosti podjetja pa ima tak pristop kar nekaj pomanjkljivosti, kot na primer:

1. Vnaprejšnja ocena stroškov finančne stiske je izredno tvegana, ker jih je za določeno podjetje zelo težko opredeliti in izračunati. Najtežje je oceniti posredne stroške, ki so praviloma višji od neposrednih stroškov finančne stiske (Arnold, 1998, str. 797).
2. Pristop predpostavlja, da se teoretično podjetju lahko izplača politika blokiranega računa, saj naj bi načeloma tehtalo med koristmi in stroški finančne stiske. Z vidika poslovodstva se to kaže kot alternativna možnost odločanja. Ker so pri tem praktično vedno oškodovani tudi upniki, izgleda, da je lahko to v določenih primerih tudi v korist podjetju. Tak pogled na finančno politiko podjetja je v neposrednem nasprotju tako s temelji poslovne etike in seveda s Kodeksom poklicne etike finančnikov (Kodeks PEF, 1998), kot tudi s samim Kodeksom poslovnofinančnih načel (Kodeks PFN, 1998, točki 5.1 in 5.33). Za potrebe odločanja poslovodstva mora torej teorija oblikovati informacije, ki temeljijo na trajni sposobnosti poravnavanja obveznosti podjetja, torej trajni plačilni sposobnosti kot cilju finančne funkcije podjetja. Poslovodstvo torej v svojih odločitvah za delujoče podjetje<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Proces ojačevanja in proces uravnoteževanja sta temeljna procesa, ki vodita dejavnost sistemov (Hutchens, 2002, str. 64).

<sup>8</sup> Predpostavka delujočega podjetja pomeni, da obravnavano podjetje nima namena, niti potrebe, da bi povsem ustavilo ali pomembno skrčilo obseg svojega poslovanja (Mednarodni računovodski standard 1.7a). Gre torej za podjetje, ki bo v dogleдни prihodnosti nadaljevalo svoje poslovanje. To praktično pomeni, da bo podjetje sposobno unovčiti svoja nedenarna sredstva in poravnati svoje dolgove v normalnem poslovanju.

načeloma ne sme načrtovati plačilne nesposobnosti podjetja. Izjema so seveda podjetja v krizi, kjer tudi teorija najde največ koristi stroškov finančne stiske (npr.: Marolt, 1998, str. 12).

3. Kljub nespremenjenem razmerju med tujimi in lastnimi viri (to razmerje je temeljno izhodišče "trade off" teorije) se lahko tveganje podjetja v zvezi s plačilno sposobnostjo bistveno spreminja in sicer v odvisnosti od ročnosti (kvalitete) strukture zadolženosti. Tveganje se povečuje, če se kratkoročna zadolženost podjetja veča in obratno. Koncept stroškov finančne stiske tega dejstva (ročnosti zadolženosti) ne upošteva.

Navedene slabosti v določeni meri zmanjšuje koncept kapitalske ustreznosti podjetja,<sup>9</sup> ki ga bomo podrobneje obravnavali v nadaljevanju.

## 2.2 Opredelitev kapitalske ustreznosti podjetja

Koncept kapitalske ustreznosti podjetja temelji na:

1. Načelu, da mora biti podjetje stalno sposobno v roku poravnati svoje zapadle obveznosti in mora temu primerno prilagoditi tudi svojo finančno politiko. Začarani krog s slike 1 zato presekamo z izhodiščem v plačilni sposobnosti podjetja in ne v dobičkonosnosti.
2. Načelu usklajenosti ročnosti sredstev in obveznosti do virov sredstev, ki je v tuji literaturi je poznano kot "maturity matching principle" oziroma "maturity matching approach" (npr.: Walsh, 1996, str. 148; Brigham, 1999, str. 635) ali tudi "matching policy" (Rao, 1987, str. 528). Poenostavitev tega načela z računovodskega vidika predstavlja načelo, da naj bi bila ročnost obveznosti do virov sredstev enaka ročnosti sredstev. To načelo je v literaturi obravnavano tudi kot finančno ravnotežje podjetja (Rodić, 1990, str. 416), v razmeroma grobi računovodski poenostavitvi s statičnega vidika pa je blizu znanega "zlatega načela" financiranja podjetja. Računovodsko gledano to pomeni, da naj bi bila dolgoročno vezana sredstva tudi dolgoročno financirana.

V nadaljevanju bomo predpostavili, da ta računovodska poenostavitev ni preveč groba, kasneje pa bomo navedli tudi nekaj rezultatov njene empirične raziskave. Nadaljujemo torej s predpostavko veljavnosti načela izenačevanja ročnosti sredstev in obveznosti pri zagotavljanju plačilne sposobnosti podjetja ter s predpostavko, da ni sezonskih in drugih kratkoročnih vplivov na kategoriji v bilanci stanja. Slednjo predpostavko utemeljujem z naslednjim:

1. Sezonskih gibanj iz bilanc stanja konec leta ni možno videti.
2. Morebitni vpliv sezone lahko poslovodstvo za notranje potrebe relativno hitro ugotovi in informacije ustrezno popravi.
3. Sezonska gibanja ne vplivajo na gibanje razlik med potrebnim in dejanskim kapitalom istega podjetja v času, če se te razlike izračunavajo vedno na isti dan v letu (na primer 31. 12.).

---

<sup>9</sup> Koncept kapitalske ustreznosti seveda ne nadomešča "trade-off" teorije, temveč jo le dopolnjuje z vidika oblikovanja informacij za poslovodstvo v zvezi s plačilno sposobnostjo podjetja.

4. Proučujemo tveganje v zvezi s plačilno sposobnostjo, sezonski vplivi pa so le kratkoročni.

Če poskušamo načelo izenačevanja ročnosti obravnavati na osnovi računovodskih podatkov, pridemo do pojma kapitalske ustreznosti, ki ga opredelimo kot *tisti obseg dolgoročnih virov financiranja podjetja, ki je, z vidika načela usklajene ročnosti sredstev in obveznosti, potreben za financiranje dolgoročno vezanih sredstev podjetja, ob upoštevanju tveganj, ki jim je podjetje izpostavljeno* (Bergant, 2002, str. 142).

V nadaljevanju bom poskusil pokazati konkretne možnosti ocene kapitalske ustreznosti podjetja v okviru analize računovodskih podatkov. Pri tem je treba upoštevati, da je instrumentarij analize računovodskih podatkov razmeroma omejen pri obravnavanju tako zapletenega problema, zato bo vsaka oblikovana informacija nujno le ocena.

### 2.3 Ugotavljanje kapitalske ustreznosti podjetja z računovodskega vidika

Opredelitev kapitalske ustreznosti v prejšnjem poglavju zajema potrebo po dolgoročnem financiranju dolgoročno vezanih sredstev ter potrebo po obvladovanju tveganj. Če odmislimo dolgoročne naložbe, ki naj bi jih, v skladu s predpostavko, financirali dolgoročno, se opredelitev kapitalske ustreznosti osredotoči pravzaprav na *opredelitev obsega potrebnega obratnega kapitala (ki izhaja iz posebnosti dejavnosti in posebnosti podjetja) in njegove rezerve, ki izhaja iz potrebe po obvladovanju tveganj, ki jim je podjetje izpostavljeno*.

Podjetje je torej po tej opredelitvi kapitalsko ustrezno, če je njegov dejanski obratni kapital enak ustreznemu. Ustrezni obratni kapital lahko zapišemo z naslednjo enačbo:

$$OBK_{ustr} = OBK_{potr} + OBK_{rez}. \quad (1)$$

Enačba 1 kaže, da je ustrezni obratni kapital ( $OBK_{ustr}$ ) sestavljen iz potrebnega ( $OBK_{potr}$ ), ki izhaja iz posebnosti dejavnosti in posebnosti podjetja ter iz rezervnega ( $OBK_{rez}$ ), ki izhaja iz potrebe po obvladovanju tveganj, ki jim je podjetje izpostavljeno. Potrební obratni kapital podjetja je opredeljen kot tisti presežek dolgoročnih obveznosti do virov sredstev nad dolgoročnimi naložbami podjetja, ki omogoča normalno poravnavanje obveznosti podjetja (brez nepotrebnih viškov na žiro računu podjetja in brez nujnih obnavljanj kratkoročnih posojil) ob njihovi zapadlosti pri predvidenih rokih plačil kupcev, predvideni vezavi zalog ter predvidenih rokih plačil dobaviteljem. Rezervni obratni kapital ( $OBK_{rez}$ ) je opredeljen kot tisti obratni kapital, ki povečuje potrebnega zaradi notranjih in zunanjih tveganj pri predpostavljenih rokih, zneskih plačil in vezavah zalog oziroma zaradi tveganj, ki bi poslabšala boniteto podjetja.<sup>10</sup>

Isto izhodišče (plačilna sposobnost) obravnavanja kapitalske ustreznosti velja za denarne institucije, vendar je tam kapital (zaradi posebnosti poslovanja bank) opredeljen le kot lastniški<sup>11</sup> in ne kot celotno dolgoročno financiranje.

<sup>10</sup> Slabša boniteta podjetja zmanjšuje njegovo kreditno sposobnost, kar povečuje tveganje v zvezi s plačilno sposobnostjo podjetja.

<sup>11</sup> Vendar nekoliko prilagojen tveganjem (op. Ž. B.).

Danes načelno prevladuje mišljenje, da je pri oceni potrebnega obratnega kapitala<sup>12</sup> treba izhajati iz krogotoka vezave denarja v podjetju (cash conversion cycle). To pomeni predpostavko, da so v poslovanju dolgoročno vezana sredstva v zalogah in poslovnih terjatvah v tistem obsegu, ki ga ne financirajo samodejne obveznosti podjetja (Brigham, 1999, str. 335 in 669).<sup>13</sup> Pri delujočem podjetju so lahko namreč poleg računovodsko izkazanih dolgoročnih virov tudi nekatere kratkoročne obveznosti, gledano z vidika financiranja, prav tako dolgoročen vir.

Govorimo o samodejnih (spontanih) obveznostih, ki nastajajo v toku poslovanja. Njihov tipični in običajno pretežni predstavnik so poslovne obveznosti (obveznosti do dobaviteljev). Zato je pomembno analizirati kratkoročne obveznosti podjetja in ugotoviti (poleg poslovnih obveznosti) še druge možne samodejne obveznosti, ki se prilagajajo sezonskim ali drugim spremembam v obsegu poslovanja podjetja. Samodejne obveznosti načeloma nastajajo v dveh primerih:

1. ko podjetje prejme blago ali storitev, vendar je še ne plača,
2. ko podjetje prejme plačilo za še ne dobavljeno blago ali storitev.

Konkretne možnosti nastanka in obstoja spontanih obveznosti so zlasti v naslednjih bilančnih postavkah:

- obveznosti za plačilo plač,
- obveznosti iz naslova DDV,
- obveznosti za plačilo odloženih davkov,
- pasivne časovne razmejitev,
- prejeti predujmi.

V različnih dejavnostih je pomembnost posameznih vrst samodejnih obveznosti različna. Vidimo, da računovodski pojem poslovnih obveznosti oziroma obveznosti iz poslovanja ne pokriva v celoti pojma samodejnih obveznosti. Po drugi strani pa je pomembna njihova struktura, saj imajo različne vrste samodejnih obveznosti različne koeficiente obračanja.

Po drugi strani moramo opozoriti tudi na možnost drugih samodejnih kratkoročnih terjatev, ne le terjatev do kupcev. Te možnosti namreč avtorji, v okviru modela krogotoka denarja, običajno ne omenjajo. Samodejne terjatve načeloma nastajajo v dveh primerih:

1. ko podjetje opravi storitev ali dobavi blago, vendar še ni plačano,
2. ko podjetje založi sredstva, ki jih kasneje dobi vmnjena.

Konkretne možnosti nastanka in obstoja samodejnih kratkoročnih terjatev so zlasti v naslednjih bilančnih postavkah:

- terjatve do delavcev,
- terjatve iz naslova DDV,
- terjatve za preveč plačane davke,
- aktivne časovne razmejitev,

---

<sup>12</sup> Več o metodah ocene potrebnega obratnega kapitala v: Bergant (2000, str. 79)

<sup>13</sup> Pri tej trditvi so mišljene "trajne" zaloge in terjatve ter "trajne" samodejne kratkoročne obveznosti. Temu se precej približamo, če privzamemo predpostavko, da ni kratkoročnih in sezonskih sprememb.

- plačane varščine in podobna založena sredstva (na primer še ne fakturirana plačila komisionarja za račun komitenta).

V različnih dejavnostih je teža posameznih vrst samodejnih terjatev različna. Vidimo, da tudi računovodski pojem poslovnih terjatev oziroma terjatev iz poslovanja ne pokriva v celoti pojma samodejnih terjatev. Seveda je prav tako (kot pri samodejnih kratkoročnih obveznostih) pomembna njihova struktura, saj imajo različne vrste samodejnih terjatev različne koeficiente obračanja.

V določenih dejavnostih so na primer plačila varščin običajna in v precejšnji meri sorazmerna z obsegom poslovanja. Podjetja v nekaterih drugih dejavnostih (na primer špediterji) zalagajo sredstva kot komisionar (v svojem imenu in za tuj račun) in jih fakturirajo šele po obračunu posla.

Iz povedanega sledi načelo, da naj obratni kapital financira tisti del "trajnih" samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog, ki ni financiran s "trajnimi" samodejnimi obveznostmi.<sup>14</sup> Razlika med tako opredeljenim potrebnim obratnim kapitalom in njegovim dejanskim stanjem v določenem podjetju je lahko primanjkljaj ali presežek obratnega kapitala. Vidimo torej, da je potrebni obratni kapital pri danem obsegu poslovanja odvisen predvsem od koeficientov obračanja zalog, samodejnih kratkoročnih terjatev in samodejnih kratkoročnih obveznosti.

Ker naj obratni kapital podjetja, skupaj s samodejnimi obveznostmi (*SKO*) financira zaloge in samodejne kratkoročne terjatve, lahko opredelimo koeficient  $k$  kot stopnjo dolgoročnega financiranja samodejnih kratkoročnih terjatev (*SKT*) in zalog, ki je po svoji vsebini izpopolnjena (modificirana) stopnja dolgoročnega financiranja obratnih sredstev:

$$k = \frac{OBK + SKO}{SKT + Z}. \quad (2)$$

Vidimo, da ima koeficient  $k$  (za razliko od običajne stopnje dolgoročnega financiranja obratnih sredstev  $K = OBK/OBS$ ) v števcu obratni kapital povečan za samodejne obveznosti, v imenovalcu pa le "dolgoročno vezane kratkoročne naložbe", ki bi jim lahko pogojno rekli tudi "samodejna obratna sredstva" (*SamOBS*). Zgornji koeficient naj bi bil v načelu enak 1, saj bi lahko v tem primeru govorili o kapitalski ustreznosti podjetja s statičnega vidika. Le-to lahko razumemo na dveh ravneh:

1. ob dejanskih terjatvah in zalogah ali
2. ob optimalnih terjatvah in zalogah glede na stroške financiranja.

V prvem primeru verjetno obstojajo notranje rezerve obratnega kapitala, če je možno terjatve in zaloge znižati. Seveda ima tak koeficient vse slabosti statične analize in ga je treba temu primerno popraviti ali ustrezno pojasnjevati. V njegovem nadaljnjem obravnavanju, vendar ob upoštevanju teh omejitev, predpostavljamo njegovo primerno izrazno moč.

<sup>14</sup> To načelo vsebinsko izhaja iz ugotovitve o dolgoročni vezavi denarja (cash conversion cycle) v poslovanju. Njegova osnovna logika izhaja iz predpostavke, da morebitno kratkoročno financiranje dolgoročno vezanega denarja (v zalogah in terjatvah) predstavlja določeno tveganje v zvezi s plačilno sposobnostjo podjetja. Ta del kratkoročnih posojil je podjetje namreč prisiljeno obnavljati, če noče zmanjšati obsega poslovanja. Seveda je to načelo zelo strogo, kasneje bomo videli, da se lahko v praksi precej omili.

Če je  $k$  večji od 1, so vse zaloge in samodejne terjatve financirane dolgoročno oziroma s samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi, presežek koeficienta nad 1 (pomnožen s  $SKT + Z$ ) pa predstavlja znesek obratnega kapitala in samodejnih kratkoročnih obveznosti, ki financira denarna sredstva podjetja in morebitne kratkoročne finančne naložbe.

Če je  $k$  manjši od 1, pomeni, da del drugih kratkoročnih obveznosti (poleg samodejnih kratkoročnih obveznosti) financira zaloge in samodejne terjatve. Ta del kratkoročnih obveznosti bi lahko pogojno imenovali tudi *kratkoročni obratni kapital*, saj nadomešča dolgoročne vire. V tem primeru je tveganje plačilne sposobnosti z dolgoročnega vidika odvisno predvsem od sposobnosti podjetja, da ob zapadlosti obnavlja kratkoročne obveznosti, ki nadomeščajo obratni kapital podjetja (in seveda od morebitnih rezerv OBK). Zato je pomembna ustrezna analiza strukture kratkoročnih obveznosti podjetja, vendar se s tem tu ne bomo ukvarjali.

Če hočemo smotno spreminjati raven potrebnega obratnega kapitala, je nujno poznavanje njegovega obsega pri danih predpostavkah. Za izračun potrebnega obratnega kapitala so v teoriji in praksi razvite številne metode, od bolj zahtevnih do najbolj enostavnih (npr.: Bergant, 2000, str. 79), vendar se tu z njimi ne bomo ukvarjali.

### 2.3 Ugotavljanje kapitalske ustreznosti podjetja z računovodskega vidika

Če želimo, da bodo zaloge in samodejne kratkoročne terjatve v celoti financirane z obratnim kapitalom in samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi, mora biti  $k = 1$ . Zato v skladu z enačbo 2 načeloma velja neenačba:

$$SKT + Z - OBK - SKO \leq 0. \quad (3)$$

Iz enačbe 3 dobimo:

$$1 - \frac{OBK}{SKT + Z} - \frac{SKO}{SKT + Z} \leq 0. \quad (4)$$

Če od ena odštejemo prvi ulomek, dobimo delež zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev, ki je financiran kratkoročno, torej s kratkoročnimi obveznostmi, zmanjšanimi za kratkoročne finančne naložbe ( $KFN$ ) in denarna sredstva ( $Den$ ). Zapišemo ga lahko takole:

$$K_3 = \frac{SKT + Z - OBK}{SKT + Z} = \frac{KO - KFN - Den}{SKT + Z}. \quad (5)$$

Koeficient  $K_3$  lahko imenujemo *stopnja kratkoročnega financiranja zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev*.

Drugi koeficient v neenačbi 4 bomo imenovali *stopnja samodejnega financiranja zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev* ( $K_2$ ):

$$K_2 = \frac{SKO}{SKT + Z}. \quad (6)$$

Zgornja dva koeficienta povezuje koeficient ( $K_1$ ):

$$K_1 = \frac{SKT + Z - OBK}{SKO} = \frac{KO - KFN - Den}{SKO} \quad (7)$$

ki ga dobimo iz neenačbe 3 in mora biti manjši ali enak 1, če hočemo zadostiti izhodiščnemu pogoju kapitalske ustreznosti. Zato ga lahko imenujemo *stopnja kapitalske ustreznosti*. Povezanost zgornjih treh koeficientov je naslednja:

$$K_1 \cdot K_2 = K_3 \quad (8)$$

Vsebinsko razlago zgornje enačbe dobimo, če najprej pokažemo izrazno moč posameznega kazalnika. Vsakega od njih lahko proučujemo vsaj z naslednjih vidikov:

*Koeficient  $K_1 \rightarrow$  Stopnja kapitalske ustreznosti<sup>15</sup>*

1. Koeficient nam kot delež samodejnih kratkoročnih obveznosti, ki financira poslovne terjatve in zaloge, kaže oceno primanjkljaja ali presežka obratnega kapitala, merjeno s samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi.<sup>16</sup>
2. Ker je  $K_1 = K_3/K_2$ , predstavlja tudi razmerje med popravljeno stopnjo kratkoročnega financiranja zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev ter deležem financiranja zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev s samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi. Torej nam pove, za kolikšen delež samodejnih kratkoročnih obveznosti je povečano kratkoročno financiranje samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog zaradi kratkoročne finančne zadolženosti podjetja, kar seveda velja v primeru, če je  $K_1 > 1$ . V nasprotnem primeru nam pove, za kolikšen delež samodejnih kratkoročnih obveznosti obratni kapital podjetja (skupaj s samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi) presega samodejne kratkoročne terjatve in zaloge.
3. Recipročni  $K_1$  kaže tudi strukturo kratkoročnih obveznosti, zmanjšanih za kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva:

$$\frac{1}{K_1} = \frac{SKO}{KO - KFN - Den} = 1 - \frac{KP}{KO - KFN - Den} \quad (9)$$

Kaže nam torej deleža samodejnih kratkoročnih obveznosti in kratkoročnih posojil ( $KP$ ) v popravljenih kratkoročnih obveznostih.

*Koeficient  $K_2 \rightarrow$  Stopnja samodejnega financiranja zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev*

1. Koeficient  $K_2$  nam pove delež samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog, ki je financiran s samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi.
2. Koeficient  $K_2$  lahko gledamo tudi z vidika sposobnosti podjetja poravnati samodejne kratkoročne obveznosti s samodejnimi kratkoročnimi terjatvami in zalogami.

<sup>15</sup> Seveda koeficient ne kaže neposredno kapitalske ustreznosti podjetja, temveč je le izhodišče za njeno analiziranje.

<sup>16</sup> Pomembna lastnost koeficienta  $K_u$  je namreč ta, da lahko ocenimo:

$$\frac{\text{Primanjkljaj OBK}}{SKO} = K_u - 1, \quad \text{če je } K_u > 1, \text{ oziroma:}$$

$$\frac{\text{Presežek OBK}}{SKO} = 1 - |K_u|, \quad \text{če je } K_u < 1.$$

To pravzaprav pomeni, da kapitalsko (ne)ustreznost merimo z obsegom samodejnih kratkoročnih obveznosti.

3. Ker je  $K_2 = K_3/K_1$ , predstavlja tudi razmerje med popravljeno stopnjo kratkoročnega financiranja samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog ter deležem samodejnih kratkoročnih obveznosti, ki financira samodejne kratkoročne terjatve in zaloge. Torej nam pove, za koliko delež kratkoročnega financiranja samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog presega (ali je manjši) od deleža samodejnih kratkoročnih obveznosti, ki financirajo samodejne kratkoročne terjatve in zaloge.
4. Koeficient  $K_2$  lahko zapišemo tudi na naslednji način:

$$K_2 = \frac{SKO}{Z + SKT} = k - \frac{OBK}{Z + SKT} \quad (10)$$

Iz zgornje enačbe sledi, da je koeficient  $K_2$  komplementaren koeficientu  $k$  iz enačbe 2. Razlika namreč predstavlja delež samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog, ki je financiran z obratnim kapitalom.

*Koeficient  $K_3 \rightarrow$  Stopnja kratkoročnega financiranja zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev*

1. Koeficient  $K_3$  je pravzaprav recipročni kratkoročni koeficient  $(1/KK)$ ,<sup>17</sup> popravljen za kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva. Pove nam torej, kolikšen del samodejnih kratkoročnih terjatev in obveznosti je financiran kratkoročno. Če je večji od 1, nam pove, kolikšen delež zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev predstavlja negativni obratni kapital podjetja.
2. Zato velja:

$$1 - K_3 = \frac{OBK}{Z + SKT} \quad \text{in} \quad K_3 - 1 = \frac{-OBK}{Z + SKT} \quad (11)$$

$K_3$  je torej komplementaren koeficientu dolgoročnega financiranja samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog.

3. Koeficient  $K_3$  lahko gledamo tudi z vidika varnosti kratkoročnih upnikov, saj se z zmanjševanjem koeficienta večja sposobnost podjetja poravnati svoje kratkoročne dolgove. Koeficient torej kaže neke vrste kratkoročno zadolženost podjetja.
4. Ker je  $K_3 = K_1/(1/K_2)$ , predstavlja tudi razmerje med deležem samodejnih kratkoročnih obveznosti, ki financira samodejne kratkoročne terjatve in zaloge, ter deležem samodejnih kratkoročnih obveznosti, ki je pokrit s samodejnimi kratkoročnimi terjatvami in zalogami.
5. Ker je  $K_3 = K_2/(1/K_1)$ , predstavlja tudi razmerje med deležem samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog, ki so financirane s samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi, ter deležem popravljenih (za *KFN* in *Den*) kratkoročnih obveznosti, ki ga predstavljajo samodejne kratkoročne obveznosti.

Različni vidiki izrazne moči treh koeficientov nam omogočajo prilagajanje njihovega pojasnjevanja potrebam in ciljem analiziranja.

Zaradi povezanosti koeficientov lahko izračunamo še nekatere druge informacije, kot na primer:

<sup>17</sup> Kratkoročni koeficient ali "current ratio" (*KK*) je opredeljen z razmerjem Kratkoročne naložbe (*KN*)/Kratkoročne obveznosti (*KO*).

1. Če enačbi 10 in 11 združimo, dobimo:

$$\frac{OBK + SKO}{Z + SKT} = 1 - K_3 + K_2 = 1 - K_2 \cdot (K_1 - 1) = 1 - K_3 \cdot \left(\frac{K_1 - 1}{K_1}\right). \quad (12)$$

Stopnjo financiranja samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog s samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi in obratnim kapitalom (koeficient  $k$  iz enačbe 2) lahko torej vedno izrazimo z dvema od treh koeficientov.

2. Razmerje med dolgoročnim in kratkoročnim financiranjem samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog nam kaže naslednji koeficient:

$$\frac{OBK}{KO - KFN - Den} = \frac{1 - K_3}{K_3} = \frac{1}{K_1 \cdot K_2} - 1. \quad (13)$$

3. Če želimo ugotoviti, kolikšen delež samodejnih kratkoročnih terjatev in zalog je financiran s kratkoročnimi posojili, nam spet pomaga kombinacija dveh koeficientov:

$$\frac{KP}{Z + SKT} = K_3 - K_2 = K_2 \cdot (K_1 - 1) = K_3 \cdot \left(\frac{K_1 - 1}{K_1}\right). \quad (14)$$

Če je zgornji koeficient negativen, nam pove, kolikšen delež zalog in samodejnih kratkoročnih terjatev predstavlja presežek obratnega kapitala in samodejnih kratkoročnih obveznosti (v obliki kratkoročnih finančnih naložb in denarnih sredstev).

4. Razmerje med kratkoročnimi posojili in samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi dobimo takole:

$$\frac{KP}{SKO} = K_1 - 1 = \frac{K_3}{K_2} - 1. \quad (15)$$

5. Delež obratnega kapitala podjetja, ki presega samodejne kratkoročne terjatve in zaloge, financirane tudi s samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi, dobimo takole:

$$\frac{OBK + SKO - Z - PT}{OBK} = 1 + \frac{K_2 - 1}{1 - K_3} = 1 + \frac{K_3 - K_1}{K_1 \cdot (1 - K_3)}. \quad (16)$$

6. Delež obratnega kapitala, ki ga nadomeščajo kratkoročna posojila pa izračunamo:

$$\frac{KP}{OBK} = \frac{K_3 - K_2}{1 - K_3}. \quad (17)$$

Na osnovi povezanosti koeficientov je očitno možno vse deleže strukture financiranja poslovnih terjatev in zalog ( $OBK$ ,  $KP$  in  $SKO$  v primerjavi s  $SKT$  in  $Z$ ) izraziti s kombinacijo dveh izmed treh koeficientov.

Enačba 8 nam torej omogoča analiziranje na več načinov:

1. na osnovi vzročno posledičnega sklepanja
2. na osnovi analitično pojasnjevalnega sklepanja
3. na osnovi izkoriščanja samo računskih povezav.

Zaradi hitreje razpoložljivih podatkov lahko prikazan model poenostavimo tako, da namesto samodejnih kratkoročnih terjatev upoštevamo poslovne terjatve (*PT*), namesto samodejnih kratkoročnih obveznosti pa vzamemo poslovne obveznosti podjetja (*PO*).

Ker lahko iz dveh znanih koeficientov vedno izračunamo tretjega in ker lahko jemljemo dejanske, želene, povprečne, optimalne, načrtovane ali druge koeficiente, so nam na razpolago številne možnosti analiziranja, kot na primer:

1. Če smo določili kritično vrednost koeficienta  $K_3$  po dejavnostih in če želimo zagotoviti določeno kapitalsko ustreznost podjetja ( $K_I$ ), je možno opredeliti  $K_2$  kot želeni delež financiranja poslovnih terjatev in zalog s poslovnimi obveznostmi.
2. Če smo določili kritično vrednost koeficienta  $K_3$  po dejavnostih in če imamo znane možnosti financiranja zalog in poslovnih terjatev s poslovnimi obveznostmi, lahko ugotovimo, kakšen bo naš presežek ali primanjkljaj obratnega kapitala, merjen s poslovnimi obveznostmi.
3. Če smo določili kritično vrednost koeficienta  $K_3$  po dejavnostih in če poznamo dejanske koeficiente določene dejavnosti, lahko sklepamo, kako podjetja v določeni dejavnosti v povprečju financirajo svoj morebitni primanjkljaj obratnega kapitala (s povečanimi poslovnimi obveznostmi ali s kratkoročnimi posojili) ali kako plasirajo svoj morebitni presežek (v denarne ustreznice, v kratkoročne finančne naložbe, v zaloge ali v poslovne terjatve).
4. Pri optimalnem (danem) financiranju poslovnih terjatev in zalog s poslovnimi obveznostmi ter želeni kapitalski ustreznosti (finančni stabilnosti in finančni prožnosti), je opredeljen tudi optimalni delež kratkoročnega zadolževanja, ki naj bi financiralo poslovne terjatve in obveznosti. Spreminjanje zelenega  $K_I$  daje dodaten manevrski prostor kratkoročnemu zadolževanju.
5. Posebej lahko primerjamo v povprečju različna obnašanja blokiranih in neblokiranih podjetij v posamezni dejavnosti in med dejavnostmi.
6. Izrazna moč pridobljenih informacij se poveča z analiziranjem časovne vrste treh koeficientov.

Enačba 8 kot "*zakon financiranja stalnih obratnih sredstev podjetja*" (nove koeficiente lahko imenujemo *koeficiente financiranja stalnih obratnih sredstev – SOBS*) je v določeni meri uporabna tako na podjetniški ravni, kot tudi na ravni dejavnosti oziroma gospodarstva kot celote. Koeficiente financiranja stalnih obratnih sredstev je treba analizirati posebej v njihovem stanju in medsebojni primerjavi ter posebej v njihovem gibanju v času in medsebojni primerjavi gibanj.

Vzemimo primer nekega podjetja, za katerega poznamo le dva koeficienta, tretjega pa smo izračunali, in sicer za tri zaporedna leta. Kaže jih tabela 1.

**Tabela 1: Analiza koeficientov financiranja stalnih obratnih sredstev podjetja**

Leto	Stopnja kapitalske ustreznosti: $K_1$	Stopnja samodejnega financiranja SOBS: $K_2$	Stopnja kratkoročnega financiranja SOBS: $K_3$
X	1,20	0,666	0,80
X + 1	1,30	0,700	0,91
X + 2	0,90	0,500	0,45

Tabela 1 nam nudi vsaj naslednje ugotovitve:

1. Poslovne terjatve in zaloge presegajo obratni kapital z vključenimi poslovnimi obveznostmi za 20% poslovnih obveznosti. V tej višini lahko torej ocenimo tudi primanjkljaj obratnega kapitala podjetja. Primanjkljaj se je v naslednjem letu povečal na 30%, v zadnjem letu pa se je pojavil presežek v višini 10% poslovnih obveznosti, ki ga je podjetje plasiralo v okolje. Vzrok izboljšanju je hitrejše povečanje dolgoročnih virov podjetja v primerjavi z dolgoročnimi naložbami (povečanje obratnega kapitala).
2. Primanjkljaj obratnega kapitala podjetje nadomešča predvsem s kratkoročnimi posojili, ki v prvem letu znašajo 13% vseh poslovnih terjatev in zalog. Razlika (87% PO in Z) je financirana z obratnim kapitalom in poslovnimi obveznostmi. V drugem letu je bil povečani primanjkljaj obratnega kapitala deloma nadomeščen s povečanjem poslovnih obveznosti (odstotek financiranja poslovnih terjatev in zalog s poslovnimi obveznostmi se je povečal za 5%), deloma pa s povečanjem kratkoročnih posojil, ki znašajo že 21% vseh poslovnih terjatev in zalog (delež kratkoročnih posojil je porasel za 62%). Povečanje obratnega kapitala je v zadnjem letu povzročilo njegov presežek ter porast stopnje dolgoročnega financiranja poslovnih terjatev in zalog z 9% na 55% (v prvem letu je znašala 20%). Obratni kapital podjetja z vključenimi poslovnimi obveznostmi je v zadnjem letu za 5% večji od poslovnih terjatev in zalog. Povečani obratni kapital je podjetje porabilo deloma za zmanjšanje deleža poslovnih obveznosti, ki sedaj financirajo poslovne terjatve in zaloge le še v višini 50%. To kaže na dejstvo, da je podjetje v prvih dveh letih slabše plačevalo svoje poslovne obveznosti ter s tem breme svojega primanjkljaja obratnega kapitala preneslo na svoje dobavitelje. Drugi del povečanega obratnega kapitala je podjetje porabilo za odplačilo celotnih kratkoročnih posojil, saj sedaj celo 11% vseh popravljenih kratkoročnih obveznosti presega poslovne terjatve in zaloge in financira kratkoročne finančne naložbe ter denarna sredstva. Presežek obratnega kapitala v zadnjem letu znaša 9,1% obratnega kapitala podjetja oziroma 5% zalog in poslovnih terjatev.
3. Kratkoročna posojila podjetja so v prvem letu znašala 17% od popravljenih kratkoročnih obveznosti podjetja (zmanjšanih za kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva) oziroma 20% vseh poslovnih obveznosti. Predstavljala (nadomeščala) so kar 65% obratnega kapitala podjetja. V drugem letu so se povečala na 23% kratkoročnih obveznosti oziroma na 30% poslovnih obveznosti ter 38% obratnega kapitala. V zadnjem letu je podjetje odplačalo vsa kratkoročna posojila.
4. Podjetje je v prvem letu 67% poslovnih terjatev in zalog financiralo s poslovnimi obveznostmi, v naslednjem letu 70%, v zadnjem letu pa le še 50%.

5. Če predpostavimo, da je podjetje šele v zadnjem letu uspelo normalizirati svoje plačilne roke dobaviteljem (kar je realna predpostavka, saj ob normalnem poslovanju ni drugega razloga), lahko vzamemo 0,50 kot želeno vrednost koeficienta  $K_2$ . To potrjuje ugotovitev iz druge točke, da je podjetje del bremena primanjkljaja obratnega kapitala preneslo na svoje dobavitelje. Če tega ne bi storilo, bi moralo najeti dodatna kratkoročna posojila, zato bi v prvem letu koeficient  $K_1$  porasel na 1,6, v drugem letu pa na 1,82. Kratkoročne obveznosti podjetja sicer ne bi porasle ( $K_3$  bi ostal nespremenjen), poslabšala pa bi se njihova struktura zaradi porasta kratkoročnih posojil, s tem pa tudi kapitalska ustreznost podjetja.
6. Če predpostavimo kritični koeficient  $K_3 = 0,60$  za dejavnost našega podjetja in normalno financiranje zalog in poslovnih terjatev s  $K_2 = 0,50$ , potem lahko ugotovimo, da je ustrezní kapitalski koeficient podjetja  $K_1 = 1,20$  ( $K_1 = K_3/K_2$ ). Ta je bil vrednostno sicer dosežen v prvem letu, vendar na škodo dobaviteljev, zato je bila tudi kratkoročna zadolženost podjetja ( $K_3$  je bil 0,80) višja. Vidimo, da je podjetje v prvem letu zagotavljalo ustrezno plačilno sposobnost predvsem s podaljševanjem (dogovorjenim ali ne) plačilnih rokov dobaviteljem.

Prikazana kratka analiza kaže, da je možen podoben pristop na ravni dejavnosti, kjer seveda ne moremo govoriti o enem podjetju, pač pa o povprečjih. Temu primerno ima analiziranje na ravni dejavnosti seveda nekatere posebnosti (Bergant, 2002, str. 209), kar pa presega obseg tega prispevka.

### **3. NEKATERE UGOTOVITVE EMPIRIČNE RAZISKAVE**

#### **3.1 Osnovne ugotovitve**

Empirična raziskava koeficientov financiranja stalnih obratnih sredstev (Bergant, 2002, str. 179 do 216) slovenskih podjetij v letih 1994 do 1996 je v določeni meri potrdila teoretična pričakovanja, pokazala pa je tudi omejitve izrazne moči teh koeficientov.

Vsi koeficienti so se pokazali kot statistično značilni v večini obravnavanih dejavnosti, ko smo jih primerjali z blokado žiro računa. V največjem številu dejavnosti je bila statistično značilna stopnja kapitalske ustreznosti ( $K_3$ ).

Poglejmo najprej nekaj osnovnih ugotovitev iz analize celotnega vzorca podjetij, ki je oblikovan tako, da so zajeta ista podjetja v vseh letih. Zato jih lahko analiziramo tudi glede na to, v katerih in koliko letih so bila blokirana. To v povezavi z njihovim povprečnim  $K_3$  kaže tabela 2.

Iz tabele je razvidno zlasti naslednje:

1. Relativno velika je razlika med povprečnim koeficientom podjetij, ki v treh letih niso bila blokirana, in koeficientom ostalih podjetij.

**Tabela 1: Primerjava povprečnega  $K_3$  s številom let, v katerih je bilo podjetje blokirano**

Število let	Število podjetij*	Povprečni $K_3$ vseh treh let
0	1848	0,71
1	234	1,29
2	180	1,60
3	412	1,59
Skupaj	2674	0,96

\***Opomba:** Izločena so podjetja s koeficientom zunaj intervala:  $-10 > K_1 < 10$ .

2. Povprečni koeficient podjetij, ki so blokirana v dveh ali pa v vseh treh letih, je praktično enak in bistveno višji (slabši) od koeficienta podjetij, ki so bila blokirana le v enem od obravnavanih treh let. To potrjuje logiko koeficienta v pogledu informacije o dolgoročni plačilni sposobnosti.

Gibanje povprečnega koeficienta  $K_3$  blokiranih in neblokiranih podjetij, po obravnavanih letih, kaže tabela 3.

**Tabela 3: Primerjava povprečnega  $K_3$  blokiranih in neblokiranih podjetij**

Leto	Neblokirana podjetja		Blokirana podjetja		Skupaj št. podj.*	Indeks 4/2
	Koef. $K_3$	Število podj.	Koef. $K_3$	Število podj.		
	2	3	4	5	6	7
1994	0,743	2101	1,322	579	2680	178
1995	0,768	2077	1,460	596	2673	190
1996	0,755	2011	1,745	654	2665	231
<b>Povprečje</b>	<b>0,715</b>	–	<b>1,505</b>	–	–	<b>210</b>

\***Opomba:** Število podjetij se po letih nekoliko spreminja zaradi izločitve vpliva osamelcev.

Tabela 3 kaže zlasti naslednje:

1. Povprečni  $K_3$  neblokiranih podjetij se z leti bistveno ne spreminja.
2. Povprečni  $K_3$  blokiranih podjetij z leti raste, kar kaže na poslabševanje plačilne sposobnosti v obravnavanih letih.
3. Koeficienti blokiranih in neblokiranih podjetij so bistveno različni. Indeks v stolpcu 7 kaže, da so se te razlike v obravnavanih letih povečevale.

Na tej osnovi je utemeljeno vprašanje napovedne moči koeficienta  $K_3$ , saj ugotovitev statistične značilnosti nekega parametra še ne utemeljuje vzročno posledičnega razmerja na eni strani niti ne daje možnosti ocene napak pri napovedovanju na osnovi izbranega koeficienta. Zato smo izbrali Logit model, ki ga ponazarja naslednja enačba (Gujarati, 1995, str. 556):

$$L_i = \ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (18)$$

pri čemer  $P$  in  $1 - P$  predstavljata verjetnosti, da se nek dogodek zaradi neodvisne spremenljivke  $X_i$  zgodi oziroma da se ne zgodi. Naravni logaritem razmerja obeh verjetnosti se imenuje logit ( $L_i$ ). Ugotovili smo, da je koeficient  $K_3$  je statistično značilen v vseh treh

letih, kar kaže na njegovo vzročno posledično povezavo z blokado podjetij. Zato je koristna preveritev, kako zgornji model razvrsti blokirana in neblokirana podjetja. To nam kaže tabela 4.

**Tabela 2: Razvrstitev podjetij z Logit modelom za koeficient  $K_3$**

		Ocena					
		1994		1995		1996	
		N	B	N	B	N	B
Dejansko stanje	N	2.079	22	2.037	40	1954	57
	B	565	14	564	32	586	68

**Opomba:** V vzorcu so bili izločeni osamelci zunaj intervala  $-10 < K_3 < 10$ .

Temeljna značilnost rezultatov je izredno visoka napaka I. vrste (v povprečju treh let znaša 93,9%), kazalnik v uporabljenem modelu torej veliko večino blokiranih podjetij razvrsti napačno. Nasprotno pa je napaka druge vrste izredno majhna (v povprečju treh let znaša 1,94%), kazalnik torej veliko večino neblokiranih podjetij razvrstiti pravilno. Odstotek pravilno razvrščenih podjetij ob visokem odstotku nepravilno razvrščenih blokiranih podjetij je visok tudi zato, ker je število blokiranih podjetij bistveno manjše od števila neblokiranih. Povsem podobne rezultate dobimo po posameznih dejavnostih.

Na tej osnovi lahko ugotovimo zlasti naslednje:

1. Porazdelitvi blokiranih in neblokiranih podjetij se glede na preizkušeni koeficient v precejšnji meri prekrivata.
2. Zaradi napake I. vrste je napovedna moč koeficienta z vidika upnika relativno majhna, saj bi slednji z veliko verjetnostjo lahko zavrnil odobritev kratkoročnega posojila podjetju z visokim koeficientom  $K_3$ , čeprav še vedno lahko zagotavlja tekočo plačilno sposobnost. Tudi to dejstvo potrjuje tezo, da kratkoročni koeficient ni ustrezna informacija o kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja.
3. Po drugi strani pa visok koeficient nedvomno kaže na (pre)nizek obratni kapital in temu primerno povečano tveganje, zato bi bilo za upnika zelo koristno dodatno preveriti sposobnost podjetja v pogledu dolgoročnega zadolževanja. Z vidika upnika je torej koeficient lahko koristen predvsem v dveh pogledih:
  - relativno hitro določi podjetja, pri katerih je verjetnost težav s plačilno sposobnostjo majhna,
  - posebej opredeli tudi podjetja, ki bi jih bilo koristno dodatno analizirati z vidika njihove plačilne sposobnosti.
4. Relativno zelo nizka napaka II. vrste omogoča z visoko verjetnostjo na osnovi koeficienta  $K_3$  opredeliti podjetje, ki nima (in v prihodnosti, ob nespremenjenih pogojih, ne bo imelo) problemov v zvezi s plačilno sposobnostjo. To pomeni, da je lahko ta koeficient pomembna informacija za poslovodstvo, zlasti če podjetje koeficient tudi načrtuje. Koeficient  $K_3$  je torej lahko pomembno vodilo poslovodstvu pri zagotavljanju plačilne sposobnosti podjetja.

### 3.2 Kritične vrednosti stopnje kapitalske ustreznosti

Za uspešno uporabo koeficienta  $K_3$  mora poslovodstvo razpolagati tudi s sodilom, to je želeno (najugodnejšo) višino tega koeficienta, ki bi omogočal čim manjše tveganje v pogledu plačilne sposobnosti podjetja. Zelena višina  $K_3$  je očitno odvisna od vrste dejavnosti. Zato je potrebno za posamezno dejavnost najti tisto višino koeficienta, ki po eni strani sicer zajame čim večji odstotek neblokiranih podjetij (čim manjša napaka I. vrste), vendar izpolnjuje tudi drugi pogoj, to je zajetje čim manjšega števila blokiranih podjetij. Pri vsakem povečanju višine zelenega koeficienta naj bi bil prirast blokiranih podjetij večji od prirasta neblokiranih. Logit model ima pri tem, zlasti zaradi značilnosti obravnavanih porazdelitev, zelo omejeno izrazno moč. Zato smo poskusili oceniti najustreznejši koeficient  $K_3$  (njegovo kritično vrednost) v tabeli 5.

*Tabela 5: Ocena kritičnih vrednosti koeficienta  $K_3$  po dejavnostih*

Dejavnost (SKD)	Povprečni $K_3$ neblok. podj.	Faktor	Ocena krit. vredn. $K_3$	% zajetih nebl. podj.	% izločenih blok. podj.	Opomba
1	0,51	1,10	0,57	52	76	
85	0,35	1,67	0,60	60	75	1996
41	0,34	1,85	0,63	66	86	1994, 1995
24	0,59	1,10	0,65	56	80	
21	0,65	1,02	0,66	50	88	1995
22	0,60	1,10	0,66	52	78	
30	0,65	1,00	0,72	54	65	
28	0,65	1,10	0,72	58	80	
17	0,70	1,10	0,77	60	76	
29	0,72	1,10	0,80	54	70	
50	0,73	1,10	0,80	63	71	1996
93	0,53	1,51	0,80	57	88	1995,1996
15	0,44	1,88	0,83	66	80	
36	0,87	1,00	0,87	66	77	1994, 1996
20	0,90	1,00	0,90	52	73	
51	0,83	1,10	0,92	55	72	1995
63	0,66	1,40	0,93	55	85	
45	0,86	1,10	0,95	54	78	1996
52	0,95	1,00	0,95	52	80	
40	0,88	1,10	0,97	71	88	1996
55	1,05	1,00	1,05	53	81	
<b>Povpr.</b>	<b>0,69</b>	<b>1,21</b>	<b>0,80</b>	<b>57</b>	<b>79</b>	

Cilj je bil najti koeficient, ki v največji meri izloči blokirana podjetja, hkrati pa zajame vsaj 50% neblokiranih podjetij. V stolpcu Opomba je v tabeli 5 navedeno leto, za katerega je bila ocena narejena, ker je bil koeficient statistično značilen le v tem letu. Če leto ni navedeno, pomeni statistično značilnost koeficienta v vseh treh letih. V takem primeru je ocena kritičnega koeficienta dana na osnovi povprečja treh let.

Dejavnosti so razvrščene glede na kritično vrednost koeficienta, katerega rast pomeni možnost večjega deleža kratkoročnega financiranja (in manjšega deleža dolgoročnega financiranja) zalog in poslovnih terjatev. To nam omogoča zlasti naslednje ugotovitve:

1. Vse ocenjene kritične vrednosti koeficienta se relativno malo razlikujejo od aritmetične sredine koeficientov neblokiranih podjetij v posamezni dejavnosti. V povprečju so kritični koeficienti sicer večji za 21% (stolpec Faktor v tabeli 22), vendar predvsem zaradi petih dejavnosti: 63 (Pomožne prometne dejavnosti), 93 (Druge storitve), 85 (Zdravstvo), 41 (Distr. vode) ter 15 (proizv. hrane, pijač in krmil). Njihovo povprečno odstopanje znaša namreč 66%. To kaže, da se v teh dejavnostih porazdelitvi blokiranih in neblokiranih podjetij v povprečju bistveno manj prekrivata kot v drugih dejavnostih. Za vse ostale dejavnosti skupaj je kritični koeficient le za 6% večji od povprečja njihovih neblokiranih podjetij. Pri tem ima kar 6 dejavnosti kritični koeficient enak povprečju neblokiranih podjetij, ostalih 10 dejavnosti pa ima za 10% višjega.
2. Vsi kritični koeficienti zajamejo najmanj 50% (do 71%) vseh neblokiranih podjetij, hkrati pa izločijo vsaj 65% (do 88%) blokiranih podjetij. Povprečni kritični koeficient znaša 0,81 in v povprečju zajame 57% neblokiranih podjetij ter izloči 78% blokiranih podjetij.
3. Kritične vrednosti koeficienta imajo po dejavnostih relativno velik razpon (od 0,57 do 1,05). S tega vidika osenčeni del tabele razdeli dejavnosti v tri skupine. V prvi skupini (kritični koeficient od 0,57 do 0,66) je šest dejavnosti, katerih zaloge in poslovne terjatve naj bi bile v povprečju v največjem deležu financirane dolgoročno (od 43% do 33%). Pri višjem koeficientu se namreč odstotek zajetih blokiranih podjetij hitro dviga. Druga, osrednja skupina obsega sedem dejavnosti, katerih zaloge in terjatve so že v bistveno večjem delu (od 72% do pod 87%) financirane kratkoročno. V največjem deležu (več kot 90%) so zaloge in terjatve financirane kratkoročno v tretji skupini, ki obsega osem dejavnosti. V dejavnosti 55 (Gostinstvo) si lahko neblokirana podjetja dovolijo v povprečju celo delno kratkoročno financiranje dolgoročnih naložb ( $K_3 = 1,05$ ). To je tudi razumljivo, saj imajo ob relativno majhnih zalogah (zaradi njihovega hitrega obračanja) malo terjatev (prodaja za gotovino) in izkoriščajo veliko konkurenco med dobavitelji.
4. Očitno si lahko različne dejavnosti dovolijo različno visok odstotek kratkoročnega financiranja zalog in poslovnih terjatev. To je posledica vsaj dveh temeljnih dejavnikov:
  - povprečni plačilni roki dobaviteljem so v različnih dejavnostih lahko različni in predstavljajo neke vrste "pravila igre" v teh dejavnostih,
  - posamezna dejavnost lahko že sama po sebi nosi različno boniteto, torej različno stopnjo tveganja upnikov, kar zahteva tudi različen odstotek dolgoročnega financiranja zalog in poslovnih terjatev.Obe vrsti dejavnikov se s časom in v odvisnosti od zunanjih okoliščin lahko spreminjata.
5. Čim večji je delež dobaviteljev v financiranju zalog in poslovnih terjatev, manjši je praviloma delež kratkoročnih posojil, česar pa iz tabele 5 ne moremo ugotoviti.

Če iz tabele 5 izberemo skupine dejavnosti, ki se med seboj razlikujejo za več kot 10 odstotnih točk, dobimo tabelo 6.

**Tabela 6: Struktura dejavnosti glede na kritični koeficient  $K_3$**

Skupina dejavnosti glede na vred. koef. $K_3$	Število dejavn.	Vrste dejavnosti (šifra SKD)
do 0,65	4	Zbiranje, čiščenje in distribucija vode (41) Založništvo in tiskarstvo (22) Kmetijstvo in lov (1) Proizvodnja kemikalij, kem. izd. in um. vlaken (24, 25, 26)
nad 0,65 do 0,75	6	Proizv. hrane, pijač, krmil in tobačnih izd. (15) Zdravstvo in socialno varstvo (85) Proizv. vlaknin, papirja in kartona (21) Proizv. električne in optične opreme (30, 31, 32, 33) Druge storitvene dejavnosti (93) Proizv. kovinskih izdelkov (28)
nad 0,75 do 0,85	4	Proizv. tekstilij, usnj. oblačil in krznenih izd. (17, 18, 19) Proizv. strojev in naprav (29) Pomožne prometne dejavnosti (63) Prodaja in popravila motornih vozil (50)
nad 0,85 do 0,95	5	Posredništvo in trgovina na debelo (51) Oskrba z elektriko, plinom, paro in vodo (40) Proizvodnja pohištva in druge predeloval. dejavnosti (36) Gradbeništvo (45) Obdel. in predelava lesa, plute, slame in protja (20)
nad 0,95	2	Trg. na drobno in popravila izd. široke porabe (52) Gostinstvo (55)

Večja vrednost koeficienta pomeni, da lahko podjetja v posameznih dejavnostih večji delež zalog in terjatev financirajo kratkoročno. V zadnji skupini sta dejavnosti, kjer delno kratkoročno financiranje tudi dolgoročnih naložb ni izjema. Blizu jima je tudi dejavnost trgovine na debelo (51). Seveda je delitev v prikazane skupine popolnoma arbitrarna in je možno dejavnosti razvrstiti tudi drugače. Očitno so meje med posameznimi skupinami dejavnosti mehke, velika verjetnost pa je, da se tudi s časom spreminjajo.

Različni kritični koeficienti po posameznih dejavnostih so lahko posledica posebnosti različnih poslovnih procesov, ki vplivajo na različno obračanje zalog, poslovnih terjatev in poslovnih obveznosti, ali pa tudi drugih, zunanjih vzrokov, ki so zunaj posebnosti poslovnega procesa. Razmerje teh dveh temeljnih vrst vzrokov je torej pomembno, lahko pa ga tudi ocenimo, in sicer s pomočjo povezanosti koeficientov, ki smo ga že obravnavali.

Če izhajamo iz ocenjenih kritičnih vrednosti koeficienta  $K_3$  ter iz deleža financiranja stalnih obratnih sredstev s poslovnimi obveznostmi neblokiranih podjetij, dobimo rezultate "kritične enačbe" 8 po posameznih dejavnostih v tabeli 7.

**Tabela 7: Kritične enačbe po posameznih dejavnostih glede na delež kratkoročnih posojil**

Dejav- nost	Krit. $K_1$ (4/3)	$K_2$ nebl.	Kritični $K_3$			$K_1$ neblok. dejanski	$K_3$ neblok	Indeks (2/7)	$K_3 - K_2$ (4 - 3)	Sk. dej.
			Povp. (5+6)/2	Arbitr.	Norm.					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
55	<b>0,47</b>	<b>2,28</b>	<b>1,07</b>	1,05	1,09	0,46	1,05	1,02	- 1,21	5
93	<b>0,44</b>	<b>1,71</b>	<b>0,75</b>	0,80	0,70	0,31	0,53	1,42	- 0,96	
40	<b>0,53</b>	<b>1,76</b>	<b>0,93</b>	0,97	0,88	0,50	0,88	1,05	- 0,84	
63	<b>0,70</b>	<b>1,25</b>	<b>0,87</b>	0,93	0,81	0,53	0,66	1,32	- 0,38	4
41	<b>0,61</b>	<b>0,92</b>	<b>0,57</b>	0,63	0,50	0,37	0,34	1,66	- 0,35	
24	<b>0,76</b>	<b>0,86</b>	<b>0,65</b>	0,65	0,65	0,69	0,59	1,10	- 0,21	
85	<b>0,77</b>	<b>0,83</b>	<b>0,64</b>	0,60	0,68	0,42	0,35	1,83	- 0,19	
45	<b>0,83</b>	<b>1,12</b>	<b>0,93</b>	0,95	0,90	0,77	0,86	1,08	- 0,19	
22	<b>0,80</b>	<b>0,81</b>	<b>0,65</b>	0,66	0,64	0,74	0,60	1,08	- 0,16	3
1	<b>0,83</b>	<b>0,73</b>	<b>0,61</b>	0,57	0,65	0,71	0,52	1,17	- 0,12	
15	<b>0,86</b>	<b>0,77</b>	<b>0,67</b>	0,67	0,66	0,57	0,44	1,51	- 0,11	
21	<b>0,95</b>	<b>0,71</b>	<b>0,67</b>	0,66	0,68	0,92	0,65	1,03	- 0,04	2
28	<b>1,01</b>	<b>0,71</b>	<b>0,72</b>	0,72	0,71	0,92	0,65	1,10	0,01	
52	<b>1,05</b>	<b>0,92</b>	<b>0,97</b>	0,95	0,98	1,03	0,95	1,02	0,04	
30	<b>1,07</b>	<b>0,66</b>	<b>0,70</b>	0,72	0,68	0,99	0,65	1,08	0,04	
36	<b>1,08</b>	<b>0,82</b>	<b>0,89</b>	0,87	0,90	1,06	0,87	1,02	0,06	
20	<b>1,13</b>	<b>0,80</b>	<b>0,91</b>	0,90	0,92	1,12	0,90	1,01	0,11	1
51	<b>1,16</b>	<b>0,78</b>	<b>0,90</b>	0,92	0,88	1,07	0,83	1,08	0,12	
29	<b>1,21</b>	<b>0,65</b>	<b>0,80</b>	0,80	0,79	1,10	0,72	1,10	0,14	
17	<b>1,28</b>	<b>0,60</b>	<b>0,77</b>	0,77	0,76	1,17	0,70	1,09	0,17	
50	<b>1,41</b>	<b>0,58</b>	<b>0,83</b>	0,80	0,85	1,25	0,73	1,13	0,24	
<b>Povpr.</b>	<b>0,90</b>	<b>0,87</b>	<b>0,78</b>	<b>0,79</b>	<b>0,78</b>	<b>0,80</b>	<b>0,69</b>	<b>1,19</b>	<b>- 0,18</b>	

V stolpcih 5 in 6 tabele 7 so povzete kritične vrednosti ocene koeficienta  $K_3$  po dveh metodah: na povsem arbitrarni način ter na osnovi primerjanja prilagojenih normalnih porazdelitev. Četrti stolpec kaže povprečje teh ocen, ki je izhodišče za izračun kritične enačbe dejavnosti. Druga predpostavka je, da povprečni odstotek financiranja stalnih sredstev s poslovnimi obveznostmi ( $K_2$  v stolpcu 3) pri neblokiranih podjetjih izraža "pravila igre" dejavnosti v pogledu koeficientov obračanja zalog, poslovnih terjatev in poslovnih obveznosti. Na ta način je izračunan kritični koeficient  $K_1$  v stolpcu 2. Kritično enačbo dejavnosti ( $K_1 \cdot K_2 = K_3$ ) torej izražajo stolpci 2, 3 in 4. Dejavnosti smo, glede na delež kratkoročnih posojil (stolpec 10), razvrstili v pet skupin, ki so osenčeno označene.

Iz tabele 7 lahko ugotovimo zlasti naslednje:

1. Kritični koeficient  $K_1$  odstopa od povprečja neblokiranih podjetij povprečno za 19% (stolpec 9), vendar k temu prispeva predvsem 5 dejavnosti, kjer odstopa za 55%, pri ostalih dejavnostih pa v povprečju le 7%. Pet dejavnosti, kjer je možen precejšen porast koeficienta  $K_1$  nad povprečje neblokiranih podjetij, brez bistveno večjega tveganja v zvezi s plačilno sposobnostjo, je naslednjih: Pomožne prometne dejavnosti (63), Druge

storitvene dejavnosti (93), Proizvodnja hrane (15), Zbiranje in distribucija vode (41) in Zdravstvo (85).

2. Povprečni kritični koeficient  $K_I$  je torej večinoma res manjši od 1, vendar se po dejavnostih precej razlikuje, saj se giblje od 0,44 do 1,41. Temeljna predpostavka kapitalske ustreznosti podjetja (zaloge in samodejne kratkoročne terjatve naj bodo financirane z obratnim kapitalom in samodejnimi kratkoročnimi obveznostmi), ki smo jo zapisali z neenačbo 2, se torej po posameznih dejavnostih ne potrjuje.
3. Kritične enačbe dejavnosti se bistveno razlikujejo od enačb povprečja blokiranih podjetij. Tega iz tabele 7 sicer ni možno videti, vendar je ugotovljeno na druge načine (Bergant, 2002, str. 212).
4. Povprečna kritična enačba vseh podjetij predvideva 87% financiranje stalnih obratnih sredstev s poslovnimi obveznostmi ter presežek obratnega kapitala v višini 10% poslovnih obveznosti, ki se kaže v kratkoročnih finančnih naložbah v višini 22% stalnih obratnih sredstev.
5. Najvišji delež kratkoročnih posojil za financiranje stalnih sredstev (povprečno 18%) je "dovoljen" v prvi skupini treh dejavnosti (50, 17, 29), ki so razvrščene na spodnji konec tabele 34. Ob predpostavki povprečnega financiranja stalnih obratnih sredstev s poslovnimi obveznostmi v višini 80% je v teh dejavnostih v povprečju najvišji dovoljeni koeficient  $K_I = 1,30$ . V naslednjo skupino, za katero je predvideno minimalno najemanje kratkoročnih posojil za financiranje stalnih obratnih sredstev (največ do 12%), spadajo dejavnosti: 51, 20, 36, 30, 52 in 28. To pomeni, da bi bilo morebitno višje kratkoročno zadolževanje očitno posledica slabšega obračanja stalnih obratnih sredstev ali pa premajhnega obratnega kapitala. Oboje (zlasti pa slednje) pomeni večje tveganje v zvezi s plačilno sposobnostjo. Povprečni koeficient  $K_I$  v tej skupini znaša 1,08. Tretja skupina dejavnosti (21, 15, 1, 22) predvideva minimalne kratkoročne finančne naložbe (do 16% stalnih obratnih sredstev) ob še vedno povprečnem financiranju stalnih sredstev s poslovnimi obveznostmi, kar zahteva določen presežek obratnega kapitala z vključenimi poslovnimi obveznostmi ( $K_I < 1$ ). Potreba po tem presežku raste (s tem pa tudi večje kratkoročne finančne naložbe) tudi v četrti skupini dejavnosti (45, 85, 34, 41, 63), za katero je značilen tudi večji delež financiranja stalnih obratnih sredstev s poslovnimi obveznostmi ( $K_2$ ). V zadnji (peti) skupini dejavnosti (40, 93, 55) je značilna zahteva po najvišjem poslovnem obratnem kapitalu ( $K_I$  je najnižji), hkrati pa je tudi delež financiranja stalnih sredstev s poslovnimi obveznostmi praktično najvišji. Obratnega kapitala je v teh dejavnostih praktično najmanj ( $K_3$  je relativno najvišji). V dejavnosti Gostinstvo (55) visok delež poslovnih obveznosti ( $K_2$ ) omogoča celo poslovanje z negativnim obratnim kapitalom (zato  $K_I$  ne kaže primanjkljaja obratnega kapitala).
6. Zanimivo je, da kritični koeficienti ne predvidevajo visokega deleža kratkoročnih posojil (stolpec 10), saj so v povprečju predvidene celo kratkoročne finančne naložbe v višini 18% stalnih obratnih sredstev. Le-te so seveda izraz povprečnega presežka obratnega kapitala v višini 10% poslovnih obveznosti ( $K_I = 0,90$ ).
7. Kritična enačba zahteva presežek poslovnega obratnega kapitala v 12 od 21 dejavnosti, vse pa so v tabeli 7 razvrščene v tretjo, četrto in peto skupino. Vrednost v stolpcu 10 je pri njih negativna, kritični koeficient  $K_I$  pa je manjši od 1. V teh primerih kritični

koeficient  $K_3$  zahteva višji delež dolgoročnega financiranja stalnih obratnih sredstev, čeprav je na razpolago financiranje s poslovnimi obveznostmi. To kaže na določeno večje tveganje v teh dejavnostih, ki naj bi bilo obvladovano z večjim deležem obratnega kapitala. V tej smeri bi bila torej koristna podrobnejša raziskava, ki bi morala upoštevati tudi strukturo stalnih sredstev (delež zalog oziroma poslovnih terjatev). Na ta način bi morali upoštevati tudi "pravila igre" v posamezni dejavnosti glede razmerja med poslovnimi terjatvami in poslovnimi obveznostmi.

8. Vzroke odstopanj kritičnega koeficienta  $K_1$  od predpostavljene vrednosti 1 po posameznih dejavnostih lahko torej iščemo zlasti v različnih tveganjih v teh dejavnostih, ki omogočajo dejavnostim z manjšim tveganjem višji koeficient, v dejavnostih z večjim tveganjem pa zahtevajo nižji koeficient  $K_1$ . Manjša tveganja se torej kažejo v možnosti obnavljanja kratkoročnih posojil, ki nadomeščajo obratni kapital, večja tveganja pa zahtevajo ustrezne presežke obratnega kapitala.

Analiziranje tabele 7 je možno še na različne načine, vendar lahko zaključimo zlasti naslednje:

1. Koeficienti se lahko pokažejo kot koristni za poslovne odločitve poslovodstva v pogledu zagotavljanja dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja, z vidika upnikov pa so lahko prvo "sito", ki dovolj zanesljivo ugotavlja varna podjetja, pri podjetjih, ocenjenih kot tvegana, pa usmerja na dodatna vprašanja in analiziranje.
2. Model koeficientov je lahko koristen tudi pri analiziranju dejavnosti z vidika različnih možnosti za zagotavljanje plačilne sposobnosti.
3. Različnosti kritičnih enačb po posameznih dejavnostih ne moremo pojasniti samo z različnimi koeficienti obračanja zalog, poslovnih terjatev in poslovnih obveznosti. "Posebnosti dejavnosti" (ter s tem v zvezi različna tveganja) izhajajo torej še iz drugih dejstev, tudi iz okolja. Take posebnosti, ki pa seveda zahtevajo dodatne raziskave, so lahko na primer:
  - različen delež stalnih stroškov,
  - spremenljivost povpraševanja,
  - spremenljivost prodajnih cen,
  - spremenljivost dobička in različna dobičkonosnost dejavnosti,
  - možnost prenosa sprememb v nabavnih cenah na prodajne cene,
  - pomen dejavnosti v gospodarskem prostoru,
  - razvojna stopnja dejavnosti,
  - perspektivnost dejavnosti,
  - različna druga tveganja, značilna za posamezno dejavnost.

Ne glede na te posebnosti pa lahko domnevamo, da tudi visok delež financiranja s poslovnimi obveznostmi (visok  $K_2$ ) sam po sebi prinaša dodatna tveganja. Tudi tako je namreč možno sklepati na osnovi tabele 7, zlasti iz skupine dejavnosti z največjimi koeficienti  $K_2$  ter relativno nizkimi kritičnimi koeficienti  $K_1$ .

Omejitve rezultatov empirične analize treh koeficientov izhajajo zlasti iz naslednjih dejstev:

- sodilo blokiran žiro račun, na katerem temelji izračun kritičnih kazalnikov, ne ustreza v celoti pojmu plačilne sposobnosti, saj vsebuje številne druge dejavnike, zlasti interese upnikov in lastnikov,
- podjetja so nehomogena v pogledu klasifikacije njihove dejavnosti,

- tudi posamezne dejavnosti so lahko nehomogene, saj so lahko tudi znotraj njih zelo različni pogoji finančnega poslovanja,
- povprečni kazalci so iz zgornjih (pa tudi drugih) razlogov nezanesljivi,
- obravnavana je relativno kratka časovna vrsta,
- za praktično uporabo bi bili koristnejši bolj sveži podatki.

Zaradi zgornjih razlogov je neposredna uporaba ocenjenih kritičnih koeficientov za posamezno podjetje seveda omejena, kljub temu pa daje (zlasti zaradi njihove teoretične utemeljitve) ustrezno izhodišče za podrobnejše analiziranje.

Seveda so ti koeficienti le pripomoček k ustrežnejšim, ne pa kar k optimalnim odločitvam, saj običajno pomembnost drugih in tudi nevrednostnih dejavnikov onemogoča natančnost analitičnih rezultatov (Finnerty, 1986, str. 5).

### 3.3 Kritična presoja modela kapitalske ustreznosti

V nadaljevanju omenjamo nekatera dejstva, ki otežujejo uporabo modela v praksi oziroma zahtevajo dodatno pozornost analitika. To so na primer:

1. Predpostavka stalno angažiranih zalog in terjatev ne drži v celoti, saj se njihov obseg v teku leta spreminja zlasti zaradi sezonskih nihanj. Pri analizi je zato potrebno oceniti tudi politiko financiranja kratkoročnih naložb. Če se le-ta v različnih letih bistveno spreminja, je tudi bistveno težje oceniti gibanje kapitalske ustreznosti podjetja. Povsem podobno velja za politiko v pogledu obsega kratkoročnih naložb. Pomembno je torej omiliti slabosti statične analize v modelu. To je možno zlasti v okviru podrobnejšega finančnega načrtovanja podjetja in ustrezne računalniške podpore.
2. Kljub ustreznem obratnem kapitalu je lahko podjetje še vedno plačilno nesposobno, če je v dolgoročnih virih preveč dolgoročnih dolgov. Potrebo po ustrezni strukturi dolgoročnih virov smo ugotovili že v poglavju 4.6.8. V celoti pa tega problema ne moremo rešiti na ravni računovodskih informacij.
3. Podjetje, ki uživa visoko stopnjo zaupanja zaradi svoje bonitete,<sup>18</sup> ima praviloma tudi visoko sposobnost obnavljanja kratkoročnih posojil. Ta omogoča visok odstotek kratkoročnih posojil, ki nadomeščajo obratni kapital, s tem pa tudi relativno nižje stroške financiranja in obratno. V takem primeru pomembno vlogo igra ocena tveganja glede ohranitve sposobnosti obnavljanja kratkoročnih posojil. Podjetje z nizko stopnjo zaupanja (podjetje z večjim tveganjem), mora imeti tudi več obratnega kapitala.
4. Tržni položaj je sicer del bonitetne ocene, vendar ga navajamo posebej, zlasti v pogledu, ko gre za atraktivno dejavnost s številnimi tržnimi priložnostmi. Za izkoriščanje tržnih priložnosti je koristno imeti večji obratni kapital, kar je zunanjemu analitiku relativno težko oceniti. Po drugi strani pa so upniki do podjetja v atraktivni dejavnosti običajno dosti bolj prizanesljivi in so voljni obnavljati kratkoročne obveznosti oziroma podaljševati plačilne roke. Tako podjetje si lahko torej v večji meri privošči tudi "kratkoročni obratni kapital".
5. Nedvomno je pomembno, v kakšni razvojni fazi se nahaja podjetje, ne nazadnje v povezavi s tržnimi priložnostmi in tehnološkim razvojem. Tudi od te faze je v določeni

<sup>18</sup> Upniki in poslovni partnerji v takem primeru ocenjujejo tveganje pri poslovanju s podjetjem kot relativno nizko. Pri tem seveda ocenjujejo vse vidike tveganj, ki delujejo na podjetje.

meri odvisna boniteta podjetja, s tem pa tudi sposobnost obnavljanja kratkoročnih posojil.

6. Na podjetje delujejo številna tveganja. Njihova raznovrstnost bistveno otežuje oceno ustreznega obratnega kapitala. To pomeni, da lahko postane model ocene kapitalske ustreznosti podjetja zelo nepregleden, zahteven in tudi drag.
7. Meja med dolgom in trajnim kapitalom je zaradi nastajanja novih finančnih inštrumentov (na primer hibridni vrednostni papirji) čedalje bolj nejasna (Ward, 1993, str. 174). To dejstvo zmanjšuje izrazno moč računovodskih informacij.
8. Ne nazadnje je treba upoštevati tudi vse slabosti, ki jih nosijo računovodski podatki oziroma računovodski izkazi, o čemer smo že govorili.

Predstavljeni model kapitalske ustreznosti podjetja je le eden od možnih teoretičnih pristopov in nikakor ne pomeni togega okvira. Njegova temeljna slabost je statična analiza, v katero niso neposredno vgrajeni izračuni optimiranja stroškov financiranja. Po drugi strani je njegova prednost relativna enostavnost oziroma možnost poenostavljanja, zlasti za zunanje analitike. Nedvomno so zato lahko v konkretnem podjetju odstopanja od tako izračunane kapitalske ustreznosti popolnoma upravičena (lahko bi rekli tudi normalna), pomembno je le, da jih znamo v čim večji meri obrazložiti. To pa hkrati pomeni, da bi morale vsako podjetje ugotoviti in zagotoviti razmeram in svojemu poslovanju primerno kapitalsko ustreznost. Obravnavani model daje le določeno usmeritev potrebnih argumentov za take poslovne odločitve.

Seveda je razumljivo, da morebitno hitro spreminjanje lastnih sodil o kapitalski ustreznosti v podjetju ne prispeva niti k zmanjševanju tveganja v zvezi s plačilno sposobnostjo niti k večjemu zaupanju okolja. Iz tega sledi, da je grobi model lahko koristen pripomoček za zunanje analitike, za nadzorne svete in lastnike pa koristno izhodišče za diskusijo in podrobnejše preverjanje finančnega položaja podjetja.

## LITERATURA

1. Arnold Glen: Corporate Financial Management. London: Pitman Publishing, 1998. 1050 str.
2. Bančne direktive Evropske skupnosti. Ur.: Neven Borak. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1996. 246 str.
3. Baselski kapitalski standardi. Ur.: Neven Borak. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1997. 80 str.
4. Bergant Živko: Kritična presoja tradicionalnega analiziranja računovodskih podatkov v zvezi s plačilno sposobnostjo podjetja. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 235 str.
5. Bergant Živko: Izvajanje zakona o finančnem poslovanju podjetij. IKS, revija za računovodstvo in finance, Ljubljana, 2000, št. 9, str. 65 do 92.
6. Borak Neven: Basel 2. Zbornik 8. strokovnega posvetovanja o bančništvu. Portorož; oktober 2002, str. 5 do 6.
7. Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. 6. izdaja. The Dryden Press, Orlando, 1999. 1083 str.
8. Finnerty D. John: Corporate Financial Analysis: A Comprehensive Guide to Real-World Approaches for Financial Managers. New York : McGraw-Hill, 1986. 566 str.

9. Gujarati N. Damodar: Basic Econometrics. 3. izdaja. New York : McGraw-Hill, 1995. 838 str.
10. Hutchens David: Vrh ledene gore. Ljubljana: Inštitut za psihologijo osebnosti, 2002. 72 str.
11. Kodeks poklicne etike finančnika (Kodeks PEF). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 1998.
12. Kodeks poslovnofinančnih načel (Kodeks PFN). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 1998.
13. Marolt Primož: Analiza stroškov finančne stiske. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 33. str.
14. Rao K. S. Ramesh: Financial Management. London: MacMillan Publishing Company, 1987. 798 str.
15. Rodič Jovan: Teorija i analiza bilansa. Beograd : Ekonomika, 1990. 490 str.
16. Sušnik Saša: Prihodnost baselskih standardov (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, št. 4, str. 40 do 46 in Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, št. 6, str. 31 do 34.
17. Walsh Ciaran: Key Management Ratios. London: Pitman Publishing, 1996. 346 str.
18. Ward Keith, Grundy Tony: Strategic Business Finance. London : Cranfield University School of Management, Kogan Page Ltd., 1996. 317 str.
19. Zakon o bančništvu (Ur. list RS št. 7/1999).
20. Zakon o finančnem poslovanju podjetij (Ur. list RS št. 54/99 in 110/99).

**Objavljeno v: Zbornik 35. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji, Koordinacijski odbor ZRFRS in ZES, Portorož, 2003, str. 337 do 361.**