

Dr. Aleš BERK SKOK

Obvladovanje finančnega tveganja: razlogi, učinki in prihodnje potrebe

Ljubljana, 2010

Doc. dr. Aleš Berk Skok: Obvladovanje finančnega tveganja: razlogi, učinki in prihodnje potrebe

Ekonomska fakulteta – znanstvena monografija Šifra: BESZM10110

Založila:	Ekonomska fakulteta v Ljubljani, Enota za založništvo
Za založnika:	prof. dr. Irena Ograjenšek
Natisnil:	Copis, Ljubljana, Dunajska 158
Naklada:	100 izvodov, 1. natis
Lektorica:	Danijela Čibej, prof.
Recenzenta:	doc. dr. Silva Deželan mag. Jernej Doles

CIP – Kataložni zapis o publikaciji
Narodna univerzitetna knjižnica, Ljubljana

658.14/.17:005.334

BERK Skok, Aleš

Obvladovanje finančnega tveganja : razlogi, učinki in prihodnje potrebe / Aleš Berk Skok. - 1. natis. - Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2010

ISBN 978-961-240-192-4

250868480

Vse pravice pridržane. Noben del gradiva se ne sme reproducirati ali kopirati v kakršnikoli obliki: grafično, elektronsko ali mehanično, kar vključuje (ne da bi bilo omejeno na) fotokopiranje, snemanje, skeniranje, tipkanje ali katerekoli druge oblike reproduciranja vsebine brez pisnega dovoljenja avtorjev ali druge pravne ali fizične osebe, na katero bi avtorji prenesli materialne avtorske pravice.

KAZALO

SPREMNA BESEDA	3
PREFACE	5
1. UVOD	6
2. TEORETIČNO OZADJE	8
2.1. Obvladovanje tveganja na učinkovitih trgih brez trenja	8
2.2. Temeljni teoriji obvladovanja tveganja v nefinančnih podjetjih	9
2.2.1. Teorija maksimizacije premoženja lastnikov	9
2.2.2. Teorija stroškov agentov	11
2.3. Kateri teoriji so bliže slovenske razmere?	12
3. RAZVOJ PODROČJA OBVLADOVANJA FINANČNEGA TVEGANJA IN NJEGOVA DODANA VREDNOST	14
3.1. Obvladovanje finančnega tveganja in izvedeni finančni instrumenti	14
3.2. Vpliv obvladovanja finančnega tveganja na uspešnost	15
4. MEDNARODNA PRIMERJAVA ZNAČILNOSTI UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V NEFINANČNIH PODJETJIH	19
4.1. Vzorec podjetij in metodologija	19
4.2. Primerjava uporabe izvedenih finančnih instrumentov	22
4.3. Cilj obvladovanja finančnega tveganja	25
4.4. Stališča podjetij do uporabe izvedenih finančnih instrumentov	26
4.5. Nadzor in poročanje	30
4.6. Sestava in viri vrednotenja premoženja izvedenih finančnih instrumentov	32
4.7. Vrednotenje finančnega tveganja	33

5. MEDNARODNA PRIMERJAVA ZNAČILNOSTI UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV PO VRSTAH FINANČNEGA TVEGANJA	35
5.1. Valutno tveganje	35
5.2. Obrestno tveganje	36
5.3. Tveganje sprememb cen blaga	38
5.4. Temeljne značilnosti osnovnih izvedenih finančnih instrumentov	39
5.5. Področja uporabe	41
<i>5.5.1. Obvladovanje valutnega tveganja</i>	<i>45</i>
<i>5.5.2. Obvladovanje obrestnega tveganja</i>	<i>49</i>
<i>5.5.3. Obvladovanje tveganja sprememb cen blaga</i>	<i>51</i>
6. ZAKLJUČEK	52
Literatura	54

SPREMNA BESEDA

Raziskave o obnašanju slovenskih podjetij in poslovnih finančnikov v slovenskih podjetjih so za zadnje petletno obdobje pokazale, da je tveganje relativno slabo obvladovano (glej npr. Berk, 2003). To ne velja zgolj za tveganja, ki so očem bolj prikrita, in ki so tudi v razvitem poslovnem svetu šele v zadnjem času vzbudila veliko zanimanje, temveč tudi za finančna tveganja, ki jih podjetja v razvitih državah uporabljajo že najmanj dve desetletji. V sedemdesetih letih so se na trgih pojavili izvedeni finančni instrumenti, s katerimi se podjetja lahko zaščitijo pred valutnim, obrestnim tveganjem in tveganjem spremembe cen blaga.

S pomočjo ankete je bilo za vzorec 137 slovenskih podjetij ugotovljeno, da tista podjetja, ki bolje obvladujejo finančna tveganja, dosegajo višjo donosnost, so bolj učinkovita, produktivna, plačilno sposobna in financirana z več dolga.¹ Analiza vodi k razmišljanju o veljavnosti domneve, da podjetja, ki poslujejo v kapitalsko intenzivnejših panogah, obvladovanju finančnega tveganja posvečajo več pozornosti.

Mednarodno primerljiva anketa med slovenskimi podjetji, ki je vsebovala vprašanja o uporabi izvedenih finančnih instrumentov, je potrdila, da je uporaba pri njih skromnejša kot pri ameriških in nemških podjetjih.² Slovenska podjetja najpogosteje ščitijo denarni tok, nimajo pa določene politike obvladovanja finančnega tveganja, in le redko vrednotijo premoženje izvedenih finančnih instrumentov. Največ pomislov glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov imajo na račun likvidnosti trga, nadzora in vrednotenja instrumentov ter tržnega in kreditnega tveganja. V primerjavi s slovenskimi podjetji, ameriška relativno bolj skrbijo razkritja nadzornikom in računovodska obravnava izvedenih finančnih instrumentov, nemška pa so v splošnem zaradi precej konzervativnega pristopa pri njihovi uporabi manj zaskrbljena.

Pregled vrst izpostavljenosti finančnemu tveganju – valutnemu, obrestnemu in tveganju sprememb cen blaga, in osnovnih značilnosti vseh štirih tipov izvedenih finančnih instrumentov – terminskih poslov, terminskih pogodb, zamenjav in opcij, pokaže, da slovenska podjetja posamezne tipe izvedenih finančnih instrumentov, za zaščito pred posameznimi izpostavljenostmi, uporabljajo selektivno, podobno kot to velja za ameriška in nemška podjetja. Kljub temu pa v splošnem te instrumente uporabljajo v precej manjšem obsegu. Pri zavzemanju aktivnih pozicij na podlagi svojih napovedi naša podjetja pri valutni izpostavljenosti nekoliko zaostajajo za nemškimi tekmeci, pri obrestnem tveganju pa iz odgovorov slovenskih podjetij celo izhaja, da svoje videnje tržnih gibanj vključujejo pogosteje. Ameriška podjetja na obeh segmentih aktivne pozicije zavzemajo najmanj pogosto.

¹ Anketa SIR-RCEF Slovenskega inštituta za revizijo in Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete o razvitosti finančne funkcije je bila izvedena februarja 2002 (glej Berk, 2003).

² Anketa RCEF-IFI Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete o uporabi izvedenih finančnih instrumentov je bila izvedena novembra 2004.

Pričujoče delo zaokroženo povzema ugotovitve opravljenih raziskav zadnjih let glede delovanja slovenskih podjetij na področju obvladovanja finančnega tveganja. Namenjeno je vsem, ki jih področje obvladovanja zanima, še posebej pa poslovnim finančnikom, ki jim bo delo v pomoč pri odločanju na posameznih področjih obvladovanja tveganja.

Ključne besede: obvladovanje finančnih tveganj, mednarodna primerjava, rezultati ankete, poslovne finance, izvedeni finančni instrumenti

Avtor

PREFACE

Recent research about behavior of Slovenian firms and corporate treasurers has documented risk management as being one of the weakest areas (Berk, 2003). That does not hold only for types of risk that more obviously appeared only in recent years but for management of financial risk as well. Modern firms do effectively manage it since the middle of the seventies. Back then several derivative instruments were conceptualized that enabled hedging of foreign exchange risk, interest rate risk and commodity price risk.

For the sample of 137 surveyed Slovenian firms it has been shown that more risk aware firms show better financial performance, manage assets more efficiently, reach higher productivity and liquidity levels and use more debt. One of the reasons pushing firms to better manage risk seems to be capital intensity.

Internationally comparable survey shows that use of derivative instruments among Slovenian largest firms is relatively weaker than in the US and in Germany. Firms use derivatives predominantly to hedge cash flow, (and only to lesser extent net income, which holds for German firms). However, it is not common for firms to have well specified and documented risk management policies and that portfolio of derivatives is not frequently valued, if at all. The most frequently stated concern about use of derivatives goes towards insufficient liquidity, monitoring and evaluating hedge results, followed by market and credit risk. US firms are above all concerned with disclosures to regulators and accounting treatment of those instruments. German firms follow comparatively more conservative approach, and show only few concerns.

This text offers insight into risk management practices of Slovenian firms by types of financial risks and comparison to their US and German peers. Brief description of all three types of financial risks is given – foreign exchange risk, interest rate risk, and commodity price risk, followed by a few condensed lines of four basic derivative contracts – forwards, futures, swaps and options. Slovene firms use fairly the same instruments to manage certain types of exposure as US and German firms. However, they do so to much lesser extent. Slovenian firms speculate less than German firms by including their market view into their foreign exchange hedging decisions, but more in the case of interest rate hedging. American firms speculate only seldom in both cases.

This text offers empirical conclusions about financial risk management practices in Slovenian firms. It is oriented to serve scholars and interested readers in the field of financial risk management. Special interest in this work will find corporate treasurers who will benefit at making risk management decisions in their firms.

Key words: Financial Risk Management, International Comparative Study, Survey Results, Corporate Finance, Derivatives

Author

1. UVOD

V razvitem svetu se vedno več podjetij zelo intenzivno ukvarja z obravnavanjem in obvladovanjem tveganja. Velik obseg aktivnosti usmerjajo v prepoznavo, razčlenjevanje, ocenjevanje tveganj in izdelavo strategij obvladovanja tveganja, zelo pa je poudarjena preglednost in ustrezna komunikacija z relevantnimi javnostmi. Podjetja namenjajo pomemben del prostora v letnih poročilih podrobnim razkritjem delovanja notranjih kontrol, kritični presoji strateških predpostavk in obvladovanju finančnega tveganja. Odmevne afere poslovnega sveta zadnjih nekaj let pa prek regulativnih mehanizmov podjetja vse bolj tudi formalno silijo v izpolnjevanje zahtev. Primer zviševanja teh se na področju vladanja podjetjem kaže v Turnbullovem poročilu in Sestavljenem kodeksu (*ang. Combined Code*) v Angliji, zakonu o preglednosti poslovanja in nadzora podjetij v Nemčiji (*nem. KonTraG Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*), Sarbanes – Oxley aktu v ZDA, pri nas pa v Poslovno-finančnih načelih in Kodeksu upravljanja javnih delniških družb. V razkrivanje usmeritev podjetja na področju obvladovanja tveganj in poštenega prikazovanja izpostavljenosti, so usmerjeni mednarodni računovodski standardi³ in temeljna gospodarska zakonodaja.⁴ K obvladovanju in razkrivanju tveganja kličejo tudi načela vladanjem podjetij Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj.⁵ Ti primeri naraščajočega pritiska delničarjev, regulatorjev in nadzornikov v smeri izboljšanja vpogleda v upravljanje družb in vladanje podjetjem (*ang. corporate governance*) pomagajo podjetjem postati in ostati zgledni »poslovni državljani« na način, ki omogoča celovito oblikovanje notranjih kontrol, ter razkrivanje tveganj. Strategije družb o povečevanju vrednosti za delničarje tako kličejo po aktivnejših opredelitvah in upravljanju medsebojne odvisnosti med tveganji in ustvarjanjem vrednosti za delničarje. S tem celotni instrumentarij postaja nujni pogoj za uspešnost podjetja.

Anketa svetovalnega podjetja Tillinghast Towers Perrin, katerega glavna dejavnost je obvladovanje tveganj, je v začetku leta 2003 pokazala, da so se finančni direktorji (*ang. CFO – chief financial officers*) na višje zahteve glede vladanja podjetjem z okrepljenimi aktivnostmi in razkritji glede obvladovanja tveganj, močno odzvali. S povečevanjem odgovornosti vodilnih glede integritete finančnih izkazov namreč nova zakonodaja vrši močan pritisk na povečevanje transparentnosti in izkazalo se je, da povzroča večji pretok informacij, ki ga vodstvo zahteva od neposredno podrejenih sodelavcev. Prvoten namen je v zagotovitvi pregledanosti znotraj organizacije, kar povzroči zmanjševanje tveganja in neprijetnih presenečenj, ki »zorijo« in čakajo na izbruh.

Kritiki aktivnejšega obvladovanja tveganj zagovarjajo stališče, da bi se podjetja morala osredotočiti na svojo osnovno dejavnost in ne izgubljati časa za analizo in uporabo finančnih instrumentov in drugih postopkov za obvladovanje tveganj. Gre za tezo, da

³ Določilo vsebuje MRS 32.

⁴ V Sloveniji sta to Zakon o finančnem poslovanju podjetij (ZFPPod, 1999, 9. člen) in Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-H, 2004, 66. člen).

⁵ OECD Principles of Corporate Governance (2004).

vodstvo najbolje obvladuje aktivnosti povezane z dejavnostjo, v kateri podjetje posluje, ukvarjanje z iskanjem vzrokov za morebitna odstopanja od načrtov in z zavarovanjem pa pomeni nepotrebno tratenje časa, saj bi bil ta lahko koristno uporabljen za doseg boljših rezultatov osnovne dejavnosti. Ta kritika zgreši samo bistvo obvladovanja tveganj. Obvladovanje tveganja je koristno prav zato, ker omogoča podjetju, da se osredotoči na svojo osnovno dejavnost, izboljša »izplen«, hkrati pa postavi nekatere strategije pod ponovno presojo. Brez obvladovanja tveganja se namreč lahko zgodi, da podjetje sicer dosega visoko produktivnost, ki pa ne pomeni tudi hkratnega povečevanja dodane vrednosti. Tipični primer so cenovna finančna tveganja, npr. tista, ki izvirajo iz spremensljivih deviznih tečajev, cen blaga, obrestnih mer, ipd.

Upoštevanje tveganja ni nič novega, je sestavina sodobnega vodenja. Vendarle pogled nazaj pokaže na razvoj, ki se je zgodil v zadnjih dveh, predvsem pa v zadnjem desetletju. Tveganja, ki so sicer obstajala že od nekdaj, so iz leta v leto bolj razčlenjena, razkrita, strategije ukrepanja v primeru realizacije neljubih dogodkov so jasneje zasnovane ter vse podrobneje kvantificirane in podprte z analitičnimi orodji. Slednje velja tudi za področja, kjer ne bi pričakovali natančne kvantifikacije, npr. za tveganja delovanja, saj so po vsebini ta tveganja kvalitativna. Razvoj posebnih metod je omogočil, da so tudi ta tveganja vse jasneje ovrednotena. Prednosti podrobnega in pregledno razkritega obvladovanja tveganja za podjetje se kažejo v zmanjšanju porabe časa za gašenje požarov in reševanje iz neugodnih situacij, kar posledično pomeni manjšo izgubo vrednosti, podjetje je odpornejše na spremembe v okolju, podjetje ima jasen vir konkurenčnih prednosti in strategijo njihovega neprestanega doseganja, podjetje ima izboljššan dostop do kapitala in posledično nižje stroške, podjetje lažje in ugodneje pridobi ustrezna zavarovanja, podjetje je privlačnejše za vlagatelje, upnike, dobavitelje, kupce, se manjkrat ukvarja s temeljito reorganizacijo poslovanja, saj le-ta poteka skladno z opredeljenimi rezervnimi načrti v primerih negativne realizacije dejavnikov tveganja.

V nadaljevanju sta najprej na kratko predstavljeni temeljni teoriji obvladovanja tveganj v nefinančnih podjetjih ter izpostavljeno eno izmed področij, ki je trenutno za slovenska podjetja izjemno aktualno – obvladovanje finančnih tveganj. Slovenska podjetja so namreč glede celovitega obvladovanja tveganj še relativno na začetku svoje “ustvarjalne poti”⁶, glede na zgodovinski razvoj področja pa se ravno obvladovanje finančnega tveganja uveljavilo takoj za samimi začetki razmišljanj o zavarovanju pred posameznimi izpostavljenostmi. Na začetku so namreč podjetja pri zavarovalnicah za zaščito sklepala zavarovanja.

⁶ Raziskava Slovenskega inštituta za revizijo in Raziskovalnega centra EF, izvedena leta 2002, je namreč pokazala, da je obvladovanje tveganja v slovenskih podjetjih eno izmed najmanj ustreznih obvladovanih področij (Berk, 2003).

2. TEORETIČNO OZADJE

2.1. Obvladovanje tveganja na učinkovitih trgih brez trenja

V popolnem in učinkovitem Modigliani-Miller svetu brez davkov in transakcijskih stroškov, kjer obstajajo zgolj racionalni investitorji, ki ob popolni informiranosti maksimizirajo svoje premoženje (Modigliani, Miller, 1958), bo vsaka aktivnost na področju upravljanja s tveganjem zmanjšala njihovo premoženje. Cene se na kapitalskih trgih namreč oblikujejo zgolj na podlagi upoštevanja sistematičnega tveganja vsakega podjetja. Nesistematično tveganje vlagatelji odpravijo z razpršitvijo (Froot, Scharfstein, Stein, 1993). Tako bi z vsako aktivnostjo, ki bi bila usmerjena v zmanjševanje nesistematičnega tveganja (operativnega tveganja posameznega podjetja) managerji nepotrebno zmanjševali tveganje, katerega so se racionalni investitorji s popolno razpršitvijo že znebili, in na ta način seveda s povzročanjem stroškov uničevali premoženje posameznega podjetja (Fatemi, Luft, 2002).

Seveda je to ekstremna interpretacija, ki že v zasnovi velja zgolj v popolnem "svetu Modigliani-Miller" ob zelo strogih predpostavkah, pa še to zgolj za velike javne delniške družbe. Najti je mogoče številne argumente, ki omajajo prebojno idejo uglednih akademikov. Prvič, so trditve postavljene v okolje gospodarstva z dobro razvitim trgom kapitala, ki predpostavlja, da so vsa podjetja velike javne delniške družbe, vsi vlagatelji pa optimalno in racionalno razpršijo svoje premoženje z naložbami vanje v deležih, v katerih so le-te zastopane na trgu kapitala. Drugič, avtorja zanemarjata obstoj interesnih skupin podjetja, kot npr. zaposlene, vodstvo, dobavitelje, upnike, ipd. Ti so namreč izpostavljeni samo dotičnemu podjetju, kar pomeni, da nosijo predvsem posledice neželenih realizacij dogodkov, ki prizadenejo podjetje, ne glede na to, kako se le-te zrcalijo v vrednosti podjetja, kot jo ocenjuje trg kapitala. Tretjič, avtorja zanemarjata obstoj velikega števila manjših podjetij z raznovrstnimi organizacijskimi oblikami, ki ne sledijo cilju maksimiranja tržne vrednosti podjetja, temveč zasledujejo drugačne cilje, npr. udoben življenjski slog, visoko stopnjo družbene odgovornosti do okolja, ipd. Četrto, avtorja ne upoštevata transakcijskih stroškov in davkov. Ravno slednji igrajo v teoriji upravljanja s tveganji v nefinančnih podjetjih prevladujočo vlogo. Cassidy, Constand in Corbett (1990) so s proučevanjem odziva cene delnice na objave podjetij, ki so se nanšale na obseg dejavnosti obvladovanja tveganj v podjetjih, z metodologijo študija dogodkov (ang. *event studies*) zaključili, da omenjenim objavam sledi obdobje rasti tečajev njihovih delnic. Skratka, obvladovanje tveganj je dejavnost, za katero v zadnjem času obstaja soglasje glede koristi za vlagatelje in druge interesne skupine v podjetjih.

2.2. Temeljni teoriji obvladovanja tveganja v nefinančnih podjetjih

V grobem teoretike, ki poudarjajo motive za obvladovanje tveganj v nefinančnih podjetjih, razdelimo v dva tabora. Prvi poudarja različne vidike maksimizacije premoženja lastnikov, ki poudarjajo davčne prihranke, izogibanje problemu premajhnega obsega izvedenih investicij in minimizacijo stroškov finančne stiske (teorija *maksimizacije premoženja lastnikov*). Drugi tabor pa svojo argumentacijo gradi na klasični problematiki finančnih odnosov med agenti in principalu (*teorija agentov*) (Tufano, 1998).

2.2.1. Teorija maksimizacije premoženja lastnikov

V skladu s to hipotezo bo podjetje v razmerah, ko so cilji managerjev usklajeni s cilji lastnikov, aktivno obvladovalo tveganja v primeru, da bodo njegove koristi pretehtale stroške. Medtem ko so slednji očitni in dokaj enostavno merljivi (gre za neposredne stroške transakcij in posredne stroške vseh aktivnosti obvladovanja tveganja oziroma administriranja transakcij) pa so koristi manj jasno razpoznavne. Izvirajo iz davčnih prihrankov, zmanjšanih stroškov finančne stiske in/ali večjega obsega izvedenih naložb s pozitivnimi neto sedanjimi vrednostmi (Nance, Smith in Smithson, 1993 in Fatemi in Luft, 2002).

Prvi, torej davčni argument je tesno povezan z davčno ureditvijo in mejnimi davčnimi stopnjami. Če je obdavčitev podjetij progresivna in se podjetja nahajajo med davčnimi razredi, če obstajajo investicijske olajšave in če lahko podjetja med leti prenašajo dobičke oziroma izgube, se pojavijo koristi upravljanja s tveganji. Podjetja lahko namreč bolj natančno načrtujejo davčno obremenitev. Bolj kot je davčni sistem progresiven (torej, večja kot je konveksnost obdavčitve), več olajšav, kot ima podjetje na voljo in tem večje kot so možnosti za prenos, večji so lahko prihranki »uravnavanja« računovodskih kategorij (Smith and Stulz, 1985). Večja variabilnost dobičkov vsekakor povzroča večje pričakovane davčne obremenitve.⁷ Zadnje empirične študije kažejo, da davčni učinki sami ne opravičujejo stroškov aktivnega upravljanja s tveganji, temveč motiv za aktivno upravljanje s tveganji predstavljajo koristi iz naslednjih dveh obravnavanih področij (Fatemi, Luft, 2002).

Koristi zaščite pred tveganji nadalje izhajajo iz manjše oziroma zmanjšane variabilnosti vrednosti podjetja, kar zmanjša verjetnost, da se v podjetju pojavi finančna stiska (ang. financial distress) in da podjetje prizadenejo stroški finančne stiske. Koristi obvla-

⁷ V letih, ko je obdavčljivi dobiček visok, se aplicira višja mejna davčna stopnja in v letih, ko je dobička manj, nižja. Če so stopnje progresivne sama variabilnost povzroča uporabo previsoke stopnje, in torej večji znesek plačanega davka. Zaradi več kot linearne povečanja mejne davčne stopnje in davka se je uveljavil izraz konveksnost obdavčenja (ang. *Convex tax schedule*).

dovanja tveganja so pozitivna funkcija verjetnosti, da bo podjetje doživelo finančno stisko, če se ne zaščiti pred tveganji in višine stroškov, ki jih podjetje nosi, če se finančna stiska dejansko zgodi.⁸ Zagovornika teorije, ki poudarja koristi v zmanjšanju stroškov finančne stiske sta Smith in Stulz (1985). Njuni zaključki vplivajo na strukturo kapitala podjetja. Če namreč podjetje z obvladovanjem tveganj lahko zmanjša volatilnost dobičkov iz poslovanja oziroma neto denarnega toka iz poslovanja, kar zmanjšuje stroške zadolževanja⁹, doseganje stabilnejših pokritij fiksnih obveznosti - večkratnik plačanih obresti (*ang. times interest earned*), podjetje pridobi dodatno kapaciteto zadolževanja in dodatne ugodnosti iz naslova davčnih ščitov (*ang. tax shield*). Copeland (2002) navaja primer dveh podjetij, ki sta sicer enaki, imata pa različno volatilnost denarnih tokov. V tem primeru upravljanje s tveganji predstavlja substitut za navadni lastniški kapital (*ang. substitute for equity*). Smith and Stulz (1985) ugotavljata, da je zaščita pred tveganji smiselna, ker prinaša ugled in pri nadaljnjem zadolževanju možnost doseganja ugodnejših finančnih pogojev – višjih cen oziroma manjših stroškov dolga. Podjetje nadalje zmanjšuje stroške finančne stiske, saj mora slediti v pogodbah zapisanim omejitvenim zavezam (*ang. restrictive covenants*).

Hipoteza maksimizacije premoženja lastnikov koristi od obvladovanja tveganja nadalje pripisuje tudi možnostim za izogibanje stanj, v katerih podjetje ne izvede zadosti projektov, ki bi sicer bili dovolj donosni oziroma imajo pozitivne neto sedanje vrednosti. Podjetje je namreč ob določenih okoliščinah nagnjeno k nezadostnemu obsegu naložb (*ang. underinvestment problem*). Zagovorniki te teorije so Froot, Scharfstein in Stein (1993), ki hkrati zagovarjajo stališče, da je to najpomembnejši razlog, da se podjetja aktivno ukvarjajo z obvladovanjem tveganj. Avtorji predvidevajo, da so običajne razmere v podjetjih, iz katerih pri razvoju teorije izhajajo, naslednje: (1) podjetja ustvarjajo oziroma povečujejo vrednost za lastnike z vlaganjem v projekte s pozitivnimi neto sedanjimi vrednostmi, (2) financiranje poslovanja (novih naložb) je v skladu z Myers (1984) hipotezo izbire finančnih virov za širjenje poslovanja (*ang. pecking order hypothesis*)¹⁰, in (3) na neto denarne tokove iz poslovanja negativno vplivajo spremembe v obrestnih merah, cenah blaga in deviznih tečajih. Če torej najpomembnejši vir kapitala ni zaščiten/zavarovan, se lahko zgodi, da podjetje ne bo izvedlo vseh donosnih projektov s pozitivnimi neto sedanjimi vrednostmi, kar posledično pomeni, da se vrednost premoženja lastnikov ne bo povečevala optimalno oziroma bo prišlo do uničevanja premoženja lastnikov. V primeru, da podjetje zagotovi stabilnost neto denarnega toka iz poslovanja, podjetje ne bo prisiljeno opuščati donosnih projektov. To pa bo povzročalo, da bosta tako premoženje podjetja, kakor tudi premoženje lastnikov povečana optimalno (Froot, Scharfstein, Stein, 1993).

Sodobna finančna teorija ponuja najrazličnejše rešitve za obvladovanje posameznih finančnih izpostavljenosti oziroma finančnih tveganj. Ta so po naravi kratkoročna in v

⁸ Stroški so seveda neposredni (stroški sodišča, pravni stroški, idr.) ter tudi posredni, oportunitetni stroški – stroški izgubljenih priložnosti in stroški izgubljenega zaupanja.

⁹ Zmanjšajo se namreč zahtevane donosnosti upnikov, saj postane podjetje manj tvegano.

¹⁰ Zagovorniki te hipoteze trdijo, da so interno ustvarjena sredstva - t.j. neto denarni tok iz poslovanja (*ang. net operating cash flow*) najpomembnejši vir kapitala.

večini primerov popolnoma obvladljiva. Zanje obstajajo natančne metode vrednotenja. Inovacije na finančnih trgih in vedno novi finančni instrumenti omogočajo prenos tveganja (*ang. risk sharing*) med ekonomskimi subjekti, ki imajo različne izpostavljenosti in se med seboj razlikujejo v nagnjenosti k tveganju (*ang. risk attitude*). Gre za zaščito pred tremi vrstami finančne izpostavljenosti oziroma finančnega tveganja, in sicer, valutnim tveganjem (*ang. foreign exchange risk*), obrestnim tveganjem (*ang. interest rate risk*) in tveganjem spremembe cen blaga (*ang. commodity risk*). Podjetja imajo pri njihovem obvladovanju tri aktivne možnosti. Prvič lahko tveganje nevtralizirajo, ga izravnajo oziroma se pred njim zaščitijo (*ang. hedging*), drugič v poslovanju uporabljajo kombiniranje naložb in obveznosti na način, da izravnavaajo pozicije (*ang. asset-liability management*) ali pa uporabljajo zavarovanja (*ang. insurance*) (Tufano, 1996).

2.2.2. Teorija stroškov agentov

Lastniki podjetij najamejo managerje, ker ti razpolagajo s specifičnim znanji, ki pripomorejo k povečevanju vrednosti podjetij in premoženja lastnikov. Za doseganje tega cilja podelijo lastniki managerjem diskrecijsko pravico gospodarnega razpolaganja s premoženjem podjetja, vendar se pri tem pojavi problematika uskladitve interesov obeh skupin. Največkrat se pojavljajo pogodbe o nagrajevanju managerjev, ki vežejo nagrade oziroma plačilo za opravljeno delo na vrednost podjetja (oziroma kako drugače opredeljeno ekonomsko vrednost), saj managerji poleg maksimizacije premoženja lastnikov sicer skušajo zasledovati svoje lastne cilje.

Managerji so nenaklonjeni tveganju in ob neustreznih spodbudah s strani lastnikov uporabljajo številne tehnike obvladovanja tveganja in zagotavljanja stabilnosti denarnih tokov ter se ne želijo zanašati na zunanje dolžniško financiranje. Tovrstno financiranje sicer zaradi davčnih učinkov povečuje premoženje lastnikov, po drugi strani pa z večjim obsegom zadolževanja rastejo tudi stroški finančne stiske, kar povzroči zmanjševanje ugodnosti za managerje. Zaradi tega razloga bi managerji želeli zmanjšati volatilitnost denarnih tokov na minimum, kar pomeni, da bi zasledovali strategijo popolne zaščite, in se s tem izognili tako odklonom denarnih tokov navzdol, kakor tudi njihovim odklonom navzgor. Tu se pojavi težava, saj je slednje odklanjanje vrednosti denarnih tokov s strani lastnikov zaželeno. Na tej podlagi se je mogoče postaviti na ekstremno stališče, da je upravljanje s tveganji način, kako premoženje od lastnikov prerazdeliti na managerje (Fatemi, Luft, 2002). Managerji lahko z uporabo različnih strategij zagotovijo ravno toliko notranjegereneriranih sredstev, da ravno izvedejo investicijske projekte, da zanašanje na zunanje vire ni potrebno (*ang. cash flow hedging*). Ti s seboj prinašajo podrobnejše razkrivanje poslovanja in nadzor ter seveda večjo disciplino, ki jo trgi kapitala sicer z vidika lastnikov prinašajo kot korist.

Stroški upravljanja s tveganji se v primeru zaostrenih agentskih odnosov pojavljajo tudi v primeru managementu priljubljenih projektov (*ang. pet projects*), saj lahko mana-

gement tehnike upravljanja s tveganji uporabi z namenom promoviranja teh projektov, ki sicer zmanjšujejo vrednost premoženja lastnikov, njim pa povečujejo blaginjo (Tufano, 1998). Tako lahko obvladovanje tveganja agencijske odnose zaostri oziroma med stroške agentov lahko štejemo tudi stroški obvladovanja tveganja oziroma izgubljene poslovne učinke zaradi zamujenih poslovnih priložnosti (Tufano, 1998).

Na drugi strani pa obstaja tudi agentski odnos med lastniki in obvezničarji oziroma upniki podjetja, vendar ta deluje v nasprotni smeri. Obvladovanje tveganja oziroma zaščita pred tveganji namreč lahko zmanjša stroške agentov. V primeru, da ima podjetje veliko dolga, lahko zaščita pred neželenimi dogodki, kjer podjetje ne bi moglo servisirati fiksnih obveznosti, zmanjša problematiko premajhnega obsega investicij, ki jih podjetje izvaja (gre za t.i. *underinvestment problem* kot ga je definiral Myers [1977]). Če je namreč v strukturi kapitala veliko obveznosti, ki terjajo plačilo fiksnih zneskov, se lahko delničarji/managerji¹¹ pri nekaterih investicijskih odločitvah odločijo za opustitev projekta/ov. Podobno velja v prime-ru, če ima podjetje na voljo veliko priložnosti za rast v naboru investicijskih možnosti (Nance, Smith, Smithson, 1993, str. 269-270).

Koliko so managerji pri svojih aktivnostih tveganju nenaklonjeni je odvisno od načina njihovega nagrajevanja, ki ga v pogodbah definirajo lastniki in od tega je posledično odvisen obseg zaščite pred tveganji podjetja. Večja konkavnost pri nagrajevanju managerjev, torej v primeru, da je nagrada managerja degresivno naraščajoča funkcija (oziroma ne zadosti konveksna) vrednosti premoženja podjetja oziroma premoženja lastnikov, pomeni večje spodbude managerjem k upravljanju s tveganji. Managerji namreč nočejo sprejemati odločitev, ki povečujejo volatilnost denarnih tokov (kljub večjim pričakovanim stopnjam donosa). Tako se lahko zgodi, da sistematično začnejo zavračati projekte s pozitivnimi neto sedanjimi vrednostmi, ki imajo bolj volatilne denarne tokove kot povprečno tvegani projekti v podjetju (Smith, Stulz, 1985). V primeru torej, da lastniki hočejo manj zaščite pred tveganji morajo nagrajevanje managerjev spremeniti v smeri manjše konkavnosti oziroma večje konveksnosti, kar preprosto pomeni, da morajo pristati na večje razdeljevanje potencialnih koristi od projektov, ki so bolj tvegani. Tufano (1996) dodatno ugotavlja, da so managerji pripravljeni sprejemati večja tveganja v primeru, da so nagrajeni v delnicah oziroma, da že razpolagajo z delnicami podjetja na katere vrednost lahko prek svojih aktivnosti neposredno vplivajo. Manjši učinek naj bi imelo nagrajevanje z delniškimi opcijami. V primeru torej, da lastniki managerje nagrajujejo z delnicami podjetij, ti postanejo manj nenaklonjeni tveganju.

2.3. Kateri teoriji so bliže slovenske razmere?

Glede na ugotovljeno dejstvo, ki je navedeno že zgoraj, da so tudi največja in tudi najbolj izpostavljena slovenska podjetja, na področju obvladovanja tveganj, še relativno na začetku razvoja, je smiselno pričakovati, da se le-ta obnašajo bolj v skladu s teorijo

¹¹ Ta konflikt se proučuje ločeno od konflikta med managerji in lastniki in tu tvorijo enotno interesno skupino.

maksimizacije premoženja lastnikov, in ne toliko teorijo stroškov agentov.¹² Z uporabo izvedenih instrumentov so celo največja podjetja začela relativno pozno (glej prvi odstavek novega razdelka na str. 33), kar pomeni, da bi lahko njihova uporaba v večjem obsegu, na narodnogospodarski ravni, povzročila manjšo nestanovitnost poslovnih rezultatov in tako pripomogla k izogibanju nezadostnega obsega naložb in pojavu stroškov finančne stiske. Ker je za konsistentno in natančno obvladovanje (finančnih) tveganj in nadzor potrebno vzpostaviti celovit sistem, je potrebno razporediti kadrovske zmogljivosti podjetja, kar zahteva precej časa zaposlenih.

Šele v drugem koraku, ko bodo sistemi za obvladovanje finančnih tveganj v večji meri vzpostavljeni, je mogoče pričakovati razmišljanje managerjev v smeri, kot ga predvideva teorija, ki gradi na stroških agentov. Torej, da se bodo želeli managerji, zaradi večje nenaklonjenosti tveganju, pred tveganji zaščiti bolj kot bi si želeli razpršeni lastniki, in tako obšli kakšno poslovno priložnost.

¹² Potrebno je namreč najprej popolnoma doumeti tehnike in vsebino (vplive) obvladovanja tveganja.

3. RAZVOJ PODROČJA OBVLADOVANJA FINANČNEGA TVEGANJA IN NJEGOVA DODANA VREDNOST

3.1. Obvladovanje finančnega tveganja in izvedeni finančni instrumenti

Preboj na področju obvladovanja tveganja so nedvomno povzročile inovacije na finančnih trgih. To se je zgodilo v sedemdesetih, osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja, s seboj pa prineslo mnoge instrumente finančnega inženiringa, ki so pripomogli k sicer relativno zapletenim, vendar preglednim načinom obvladovanja (predvsem finančnega) tveganja. To so bili terminski posli (*ang. forward contracts*), terminske pogodbe (*ang. futures contracts*), opcije (*ang. options*), posli zamenjave (*ang. swaps*) in drugi izvedeni finančni instrumenti. Obvladovanje finančnega tveganja je še danes eno temeljnih področij delovanja upravljavcev tveganja (*ang. risk managers*) in z njim mnoga podjetja enačijo celovito obvladovanje tveganja, kar pa je presplošen oziroma površen pogled na obravnavanje tveganja v podjetju. V celotno domeno obvladovanja tveganja namreč sodijo še tveganje delovanja, strateško tveganje, tveganje, ki je vezano na izbor dolgoročnih naložb in njihovo izvajanje, in tržno tveganje. Sodobna funkcija obvladovanja tveganja v podjetjih je v zadnjem času namreč postala zelo razvejana in prepletena ter predstavlja zelo pomemben del vsake poslovne odločitve. Celovit pristop k obvladovanju tveganja je podrobno predstavljen v knjigi GV založbe: Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pri-stopa (Berk, Peterlin in Ribarič, 2005).

Pričujoče delo obravnava tri sklope obvladovanja finančnega tveganja v slovenskih nefinančnih podjetjih. V točki 3.2. se nahaja analiza vpliva dejavnosti v zakla-dništvu, ki sicer niso neposredno vezane na politiko varovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti, vendar pokažejo na odnos podjetja do obvladovanja finančnega tveganja, na uspešnost poslovanja podjetij. Analiza temelji na 137 slovenskih podjetjih, ki so v celoti odgo-vorila na anketo SIR-RCEF. Alternativna hipoteza pri tej analizi predvideva večjo uspešnost tistih podjetij, ki bolje obvladujejo tveganja.

V drugem sklopu (poglavje 4) so primerjalno predstavljene značilnosti obvladovanja finančnih tveganj v slovenskih nefinančnih podjetjih. Primerjava najprej temelji na splošnih lastnostih uporabe izvedenih finančnih instrumentov in primerjavi razlik v strategiji obvladovanja finančnih tveganj. Podatki za slovenska podjetja so bili zbrani in urejeni na podlagi izvedene ankete Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete RCEF-IFI med 257 slovenskimi podjetji, za ameriška in nemška podjetja pa so povzeti iz študije Bodnarja in Gebhardta (1998), ki sta leta 1998 primerjala značilnosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov med ameriškimi in nemškimi podjetji.¹³ Obravnava

¹³ Izvedla sta jo na podlagi študije, ki so jo za ameriška podjetja opravili Bodnar, Hayt, Marston in Smithson (Bodnar et.al, 1995), Bodnar, Hayt in Marston (Bodnar et.al, 1996), Bodnar, Hayt in Marston (Bodnar et.al, 1998) in za nemška Fatemi in Glaum (2000). Anketa raziskovalnega centra Ekonomske fakultete je bila leta

tveganje nasprotne stranke, ki jo podjetja še sprejemajo pri poslih, povezanih z izvedenimi finančnimi instrumenti, pomisleke podjetij glede uporabe, vire in pogostost vrednotenja instrumentov in urejenost oziroma dokumentiranost poročanja. Rezultati ankete so z vidika celovitosti vpogleda, ki ga nudijo, edinstveni in velikega pomena, saj nudijo tako informacije o načinih varovanja določenih izpostavljenosti, kot tudi informacije o motivih uporabe, pomislekih in organiziranosti področja obvladovanja tveganj v podjetjih.

Tretji sklop pa se nahaja v petem poglavju, kjer so predstavljene vrste izpostavljenosti, v grobem podani načini za njihovo varovanje in ločeno prikazane značilnosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov (v slovenskih, ameriških in nemških podjetjih) pri varovanju valutne, obrestne izpostavljenosti in izpostavljenosti spremembam cen blaga.

3.2. Vpliv obvladovanja finančnega tveganja na uspešnost

Pristop k obvladovanju finančnega tveganja naj bi vplival na uspešnost poslovanja podjetja. V tem razdelku je predstavljena analiza učinkov različnega obsega obvladovanja finančnega tveganja (oziroma stopnje zavedanja pomena obvladovanja finančnega tveganja) na finančne kazalce donosnosti, učinkovitosti, produktivnosti, sestave kapitala in plačilne sposobnosti ter primerjava teh kazalcev med dvema skupinama podjetij. Prvo skupino tvorijo podjetja, ki kažejo največje zavedanje za pomen obvladovanja tveganja, v drugo pa tista, ki kažejo najnižje zavedanje. Podlaga za razvrščanje so odgovori na anketna vprašanja, ki so bila postavljena slovenskim podjetjem v okviru ankete Slovenskega inštituta za revizijo in Raziskovalnega centra Ekonomske fakulteta Univerze v Ljubljani (v nadaljevanju SIR-RCEF).¹⁴ V analizo je vključenih 137 slovenskih podjetij, ki so v celoti odgovorila na anketo SIR-RCEF. Skladno z razdelitvijo v velikostne razrede po ZGD-F (2001), je vključenih 44 (32,1%) malih podjetij, ki imajo od vključno 5 do vključno 20 zaposlenih, 41 (29,9%) malih podjetij, ki imajo več kot 20 do vključno 50 zaposlenih, 29 (21,2%) srednje-velikih podjetij in 21 (15,3%) velikih podjetij. Večina podjetij (67, kar predstavlja 48,9%) po prevladujoči dejavnosti sodi v predelovalno dejavnost, 14 (10,2%) v dejavnost trgovine, popravil motornih vozil in izdelkov široke porabe, 13 (9,5%) v dejavnost poslovanja z nepremičninami, najema in poslovnih storitev in 11 (8,0%) v dejavnost prometa, skladiščenja in zvez.

Odgovori na vprašanja so bili subjektivno točkovani in posledično oblikovana spremenljivka *RISK_F*. Večja vrednost te spremenljivke pomeni večje zavedanje posa-

2004 zasnovana na način, da so rezultati obeh raziskav neposredno (vsaj v grobem) primerljivi s podjetji v navedenih študijah. Opozoriti pa je potrebno na dejstvo, da gre za nekajletni zami, v katerih je prišlo do pomembnih sprememb v poslovanju podjetij (npr. azijska kriza, propad LTCM, uveda evra, idr.).

¹⁴ Anketa je bila izvedena v februarju 2002.

meznega podjetja za pomembnost obvladovanja finančnega tveganja. Prikaz v prilogi II prikazuje porazdelitev vrednosti spremenljivke *RISK_F*.¹⁵

Za proučevanje razlik v praksah obvladovanja tveganja in njihovih učinkov se v literaturi uporabljajo različne metode.¹⁶ Dva prevladujoča pristopa pa sta uporaba metodologije študije primerov (ang. *event studies*), ki temelji na uporabi nekega časovnega sprožilca (ang. *time trigger*) in uporaba regresijske analize, ki uporablja posamezne, subjektivno določene spremenljivke (mere) tveganja in finančne kazalce (ang. *financial ratio analysis*). V to skupino sodi tudi metodologija testiranja razlik v posameznih kazalcih med uporabniki in neuporabniki ene ali več specifičnih metod oziroma dveh skupin, ki zasledujejo različne politike obvladovanja tveganja. Skupini sta navadno zasnovani na podlagi anketnih odgovorov finančnih direktorjev, članov uprav ali strokovnjakov za posamezna specifična področja, ali pa temeljijo na proučevanju poročil finančnih analitikov. Takšen pristop je upravljen tudi v tem prispevku. Temelji namreč na regresijski analizi po metodi najmanjših kvadratov odklonov (OLS) in testiranju razlik pri neodvisnih vzorcih s pomočjo *t-testov*. S slednjimi so primerjane karakteristike dveh skupin podjetij – tistih, ki v največjem obsegu obvladujejo tveganje in onih, ki to počno v najmanjšem obsegu. Podjetja, ki se pomena obvladovanja finančnega tveganja zavedajo najbolj, so tista, katerih vrednost spremenljivke *RISK-F* znaša več kot 9,3296 (vrednost 67-tega centila), podjetja, ki pa se ga zavedajo najmanj pa 5,9960 (vrednost 33-tega centila) (glej prikaz 31 v prilogi I.).

V ničelni hipotezi za testiranje vpliva s pomočjo univariatne OLS regresije, je zapisano, da pri upoštevanih finančnih kazalcih, značilne razlike med podjetji, ki izražajo različno intenzivnost obvladovanja tveganj, ne obstajajo. Za namene testiranja so izračunani posamezni kazalci uspešnosti, učinkovitosti, produktivnosti, strukture kapitala in plačilne sposobnosti.¹⁷ Pri izračunih denarnega toka v prodaji, čistega dobička v prodaji in donosnosti lastniškega kapitala, je bil upoštevan dobiček iz rednega delovanja, ki ni odvisen od izrednih dogodkov v posameznem letu, kar poveča informacijsko moč teh kazalcev.¹⁸ Amortizacija je pri izračunih uporabljena samo v obsegu, ki ne predstavlja učinkov prevrednotenja. Finančni kazalci uspešnosti in učinkovitosti so izračunani s pomočjo letnih povprečij kategorij iz bilance stanja, kot je običajno pri finančni analizi (White et.al, 1998). Zaradi osamelcev so bile območja vrednosti nekaterih spremenljivk omejena. Tako so bile omejene vrednosti naslednjih finančnih kazalcev: *NIS_A* – en odstotek v zgornjem delu porazdelitve in en odstotek v spodnjem delu porazdelitve; *ROA* – en odstotek v zgornjem delu porazdelitve in en odstotek v spodnjem delu porazdelitve; *TIE* – dva odstotka v zgornjem delu porazdelitve in pet odstotkov v spodnjem delu porazdelitve; *FATO* – en odstotek v zgornjem delu porazdelitve in pet odstotkov v spodnjem delu porazdelitve in *ATO* – pet odstotkov v spodnjem delu porazdelitve (glej prilogo III). Za vsak finančni kazalec je ocenjen univariatni regresijski model:

¹⁵ Vprašanja se direktno ne nanašajo na politiko obvladovanja tveganj z uporabo izvedenih finančnih instrumentov, ampak spremenljivke prikazujejo širše zavedanje podjetij za obvladovanje finančnega tveganja.

¹⁶ Za pregled literature glej Joseph and Hewins (1997).

¹⁷ Za opredelitev finančnih kazalcev glej prilogo II.

¹⁸ Podaljšek »_A« označuje to dejstvo.

$$Fin. k_i = \beta_l * RISK_F_i + \varepsilon_i.$$

Analiza pokaže, da v finančnih kazalcih med posameznimi podjetji, glede na stopnjo zavedanja pomembnosti obvladovanja finančnega tveganja, obstajajo značilne razlike. V splošnem regresijska analiza odkrije zanimive in številne povezave med oblikovano spremenljivko obvladovanja tveganja in uspešnostjo, učinkovitostjo, produktivnostjo, strukturo kapitala in plačilno sposobnost (glej podrobne prikaze po posameznih sklopih finančnih kazalcev v prilogi IV). Po drugi strani pa testiranje razlik pri neodvisnih vzorcih – podjetij z največjim zavedanjem za obravnavanje tveganja in tistimi z najmanjšim, ne pokaže mnogo pomembnih razlik. Treba je poudariti, da so predznaki teh testov skladni z rezultati regresijske analize in jih je intuitivno enostavno pojasniti. Eden izmed razlogov, da razlike niso statistično značilne je velika volatilnost. Vsekakor so zaključki, ki temeljijo na regresijski analizi verodostojni in kljub neznačilnim razlikam pri neodvisnih *t-testih*, na mestu, saj je regresijska analiza tudi bistveno bolj robustna metoda.

V primeru regresijske enačbe z neodvisnima spremenljivkama *GPM* in *ATO* se pojavi heteroskedastičnost. V teh dveh primerih so za izračun *t-testov* upoštevane standardne napake, ki so upoštevajo izkrivljenost učinka zaradi te pomanjkljivosti.¹⁹

Pri zanemarljivih stopnjah tveganja so denarni tok v prodaji *CFS_A*, denarni tok iz poslovanj pred davki *EBITDAS*, bruto profitna stopnja *GPM*, donosnost na lastniški kapitala *ROE_A*, večkratnih obresti *TIE* in v veliki meri tudi čisti dobiček v prodaji *NIS_A*, pozitivno povezani z večjo stopnjo zavedanja pomena obvladovanja tveganja. Največji učinek pa ima obvladovanje tveganj na bruto profitno maržo (glej prikaz 39 v prilogi IV).

Z boljšim obvladovanjem tveganj se značilno izboljša tudi učinkovitost poslovanja. Kazalci učinkovitosti izkazujejo hitrejšo obračanje vseh vrst sredstev – celotnih, stalnih, zalog in terjatev do kupcev (glej prikaz 40 v prilogi IV). Na prvi pogled nekonsistentne pa so ugotovitve o razlikah v povprečju kazalcev učinkovitosti. Skupina podjetij, ki bolje obvladuje tveganje, ima namreč nižje koeficiente obračanja (*FATO* pri projektu tveganju in *ATO* pri spremenljivki celotnega tveganja in projektnem tveganju). Kljub temu, da podjetja z boljšim obvladovanjem tveganja, povečujejo učinkovitost poslovanja, pa je tak rezultat lahko posledica dejstva, da so podjetja spodbujena k boljšemu obvladovanju tveganja zaradi dejavnosti v kateri poslujejo. Bolj kapitalsko intenzivna podjetja so namreč na trgu bolj ranljiva.

Regresijske enačbe produktivnosti in plačilne sposobne kažejo, da večji obseg obvladovanja tveganja vpliva na večjo produktivnost (merjeno s prodajo na zaposlenega, sredstvi na zaposlenega in z zalogami prilagojenimi variabilnimi stroški na zaposlenega)

¹⁹ Heteroskedastičnost je bila ugotavljana s prilagojenim Breush-Paganovim testom. Ta je namreč manj občutljiv na nenormalno porazdelitev (Greene, 2002). Predpostavka normalnosti je skoraj sistematično povsod kršena.

in manjšo izpostavljenost plačilnim težavam. Pri teh dveh skupinah kazalcev se stopnje tveganja pri neodvisnih *t-testih* gibljejo blizu ravni sprejemljivosti zavračanja pri petodstotnem tveganju (glej prikaz 41 v prilogi IV).

Pri zanemarljivih stopnjah tveganja lahko ugotovimo, da se podjetja, ki v večjem obsegu obvladujejo tveganja, financirajo z več dolga (glej prikaz 42 v prilogi IV). Višje stopnje dolga so upravičene zaradi natančnejše zaščite in uravnavanja denarnega toka, in v tem smislu obvladovanje tveganja deluje kot substitut lastniškemu kapitalu (Copeland, 2002). Kljub večjemu obsegu dolga ta podjetja dosežejo značilno višja pokritja obrestnih odhodkov *TIE*, kar pomeni, da z upniškim financiranjem ustvarijo več kot plačajo obresti, poleg tega pa so zelo verjetno zaradi višje bonitete in ugleda sposobna izpogajati boljšo obrestno mero. Zadnja ugotovitev analize pa se nanaša na plačilno sposobnost. Podjetja, ki bolje obvladujejo tveganja imajo statistično značilno večje razmerje med likvidnimi naložbami in kratkoročnimi obveznostmi (glej prikaz 43 v prilogi IV).

4. MEDNARODNA PRIMERJAVA ZNAČILNOSTI UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V NEFINANČNIH PODJETJIH

4.1. Vzorec podjetij in metodologija

Analiza v nadaljevanju temelji na podjetjih, katerim je bila s strani Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete v novembru 2004 poslana anketa (RCEF-IFI) o uporabi izvedenih finančnih instrumentov. Vzorec je bil sestavljen na način, da je zajel podjetja, ki v skladu s pričakovanji v največjem obsegu uporabljajo izvedene finančne instrumente. To so podjetja, ki imajo največje valutne izpostavljenosti.²⁰ Te so bile opredeljene po vrednosti prihodkov, ki jih podjetja ustvarjajo na tujih trgih in deležu prihodkov, ustvarjenih na tujih trgih, glede na celotne prihodke. Rezultati primerjave ne odražajo stanja v celotnem slovenskem gospodarstvu, saj so verjetno podjetja, ki so v manjšem obsegu izpostavljena finančnemu tveganju, glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov, slabše razvita, oz. jih uporabljajo v manjšem obsegu. Manjša podjetja tudi razpolagajo z manj znanja in so kadrovsko bolj omejena. Nadalje se izpostavljenosti finančnemu tveganju ne zavedajo, nimajo ustrezne informacijske podpore in so organizacijsko šibkejša.

Vzorec sestavljajo vsa nefinančna podjetja, katerih delnice kotirajo na Ljubljanski borzi (na obeh segmentih), 80 največjih izvoznikov in 80 največjih relativnih izvoznikov (relativni izvoz je merjen z deležem prihodkov, ustvarjenih na tujih trgih), ne glede na prevladujočo dejavnosti. Poslano je bilo 257 vprašalnikov. 57 podjetij je na anketo v celoti odgovorilo, kar predstavlja 22-odstotno stopnjo odzivnosti.

Če primerjamo anketirana podjetja z amerškimi in nemškimi tekmeci, ki so jih anketirali Bodnar, Hayt in Marston (1998) in Bodnar in Gebhardt (1998), so le-ta precej manjša. Bodnar in Gebhardt sta podjetja po prihodkih razdelila v velikostne skupine do 0,25 mlrd EUR, od 0,25 do 0,5 mlrd EUR, od 0,5 do 1,25 mlrd EUR, od 1,25 do 2,5 mlrd EUR, od 2,5 do 5 mlrd EUR in nad 5 mlrd EUR.²¹

Velika večina slovenskih podjetij izmed vseh 257 podjetij (96 odstotkov) se uvrsti v najmanjšo velikostno skupino, medtem kot vanjo sodi zgolj 19 odstotkov amerških in nekaj manj kot 10 odstotkov nemških podjetij. V zgornjih dveh razredih slovenska

²⁰ Zaradi zapletenosti ugotavljanja, katera podjetja ima največje izpostavljenost finančnim tveganjem (torej, z upoštevanjem tako valutnega, obrestnega, kakor tudi tveganja sprememb cen blaga), je bil izbor podjetij nekoliko poenostavljen. Podjetja so namreč bila v vzorec izbrana zgolj na podlagi valutne izpostavljenosti, ki jo je mogoče meriti z velikostjo (absolutno in relativno) izvoza.

²¹ Primerjava po velikosti zajema vsa podjetja v vzorcu in ne podjetja, ki so na anonimno anketo odgovorila.

podjetja niso zastopana, medtem, ko se tja uvrsti 27 odstotkov ameriških in 43 odstotkov nemških podjetij.²²

Prikaz 1: Porazdelitev ameriških, nemških in slovenskih podjetij v vzorcu po velikosti

	ZDA	Nemčija	Slovenija
5 mlrd EUR in več	30 15,23%	36 28,57%	0 0,00%
2,5 - 5 mlrd EUR	24 12,18%	18 14,29%	0 0,00%
1,25 - 2,5 mlrd EUR	28 14,21%	24 19,05%	1 0,39%
0,5 - 1,25 mlrd EUR	45 22,84%	25 19,84%	8 3,11%
0,25 - 0,5 mlrd EUR	32 16,24%	11 8,73%	8 3,11%
manj kot 0,25 mlrd EUR	38 19,29%	12 9,52%	240 93,39%
Skupaj	197	126	257

Vir: AJPES (2003) in lastni izračuni.

Slovenska podjetja v povprečju dosegajo 49,2 milijona EUR prihodkov (*REV*), od česar na tuje trge v povprečju odpade 65 odstotkov (*FORR%*). V povprečju so zadolžena (*LEV*) na ravni 25 odstotkov (merjeno z razmerjem med seštevkom dolgoročnih obveznosti in kratkoročnih finančnih obveznosti in celotnim kapitalom) in povprečno zaposlujejo 466 delavcev (*NOEMP*), ki v povprečju ustvarijo 3 milijone EUR dobička iz poslovanja in nekaj več kot 25 tisoč EUR dodane vrednosti na zaposlenega (*VAEMP*). Donosnost sredstev (*ROA*) in prilagojena (za izredne postavke v izkazu poslovnega izida) donosnost lastniškega kapitala (*AROE*), znaša blizu petih odstotkov, bruto profitna marža (*GPM*) pa nekaj manj kot 29 odstotkov.

²² V skladu z običajno prakso v akademskih primerjavah, sta Bodnar in Gebhardt (1998) vzorec strukturirala na način, da je omogočal primerljivo strukturo podjetij po dejavnosti, saj le ta v veliki meri opredeljuje poslovanje podjetij. Vzorec slovenskih podjetij ni prilagojen za prevladujočo dejavnost podjetij, saj bi se bilo potrebno, ob domnevni slabi uporabi izvedenih finančnih instrumentov, odreči nekaterim podjetjem, katerih praksa na področju uporabe teh instrumentov bi bila z vidika proučitve, dragocena. Vključena so torej po dejavnosti nekoliko neusklajena podjetja, ki pa imajo potencialno največje izpostavljenosti in se pri uporabi izvedenih finančnih instrumentov srečujejo z relativno manj ovirami. Empirična dognanja namreč kažejo na pomembnost stalnih stroškov vzpostavitve programa za obvladovanje tveganja (Bodnar et.al, 1995). Le-ti povzročajo, da je uporaba izvedenih finančnih instrumentov, kljub koristi, ki izhajajo iz finančne teorije, neekonomična za manjša podjetja (Smith and Stulz, 1985). Poleg tega so bila slovenska podjetja v zadnjem desetletju okupirana s procesom prehoda na nove tehnologije z vključevanjem bolj tržne logike poslovanja, tako da je dodatno pričakovati, da so imela le največja podjetja možnost vzpostavitve konsistentnega sistema uporabe izvedenih finančnih instrumentov.

Prikaz 2: Opisne statistike podjetij v vzorcu (v EUR)²³

	N	Arit. sredina	Mediana	Stand. odklon	Maksimum
REV	257	49.216.418	21.100.481	113.051.309	1.268.073.992
OP	257	3.023.364	729.556	11.650.536	160.932.975
FORR	257	33.159.239	14.496.350	71.412.012	688.880.004
FORR%	257	0,6518	0,7852	0,3393	1,0000
NOEMP	257	466	270	814	8.301
AROE	257	0,0442	0,0603	0,5535	1,4464
ROA	257	0,0554	0,0377	0,1283	1,4010
GPM	257	0,2862	0,2897	0,2211	0,8196
EBITDAS	257	0,0745	0,0839	0,2808	0,7384
LEV	257	0,2574	0,2335	0,2206	0,9985
VAEMP	257	25.202	19.163	43.894	315.190

Vir: AJPES (2002-03) in lastni izračuni.

Prikaz 3: Primerjava izvozne usmerjenosti slovenskih in ameriških podjetij

	N	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50+%
Delež prihodkov, ustvarjen na tujih trgih										
SLO	55	9,09	3,64	7,27	1,82	1,82	0,00	1,82	5,45	69,09
ZDA	193	58,03	21,24	4,66	3,11	1,55	3,11	3,63	2,59	2,07
Delež odhodkov, nastalih na tujih trgih										
SLO	55	10,91	3,64	3,64	9,09	1,82	5,45	5,45	32,73	27,27
ZDA	193	50,79	22,51	10,47	4,19	4,71	1,05	3,14	1,05	2,09

Vir: Anketa RCEF-IFI.

V primerjavi z ameriški podjetji, ki so jih proučevali Bodnar, Hayt in Marston (1998), so slovenska podjetja, ki so vrnila izpolnjene vprašalnike, precej bolj izvozno usmerjena. Medtem ko zgolj 12,7 odstotkov slovenskih podjetij ne ustvari več kot 5 odstotkov prihodkov v tujini, primerljiv odstotek za ameriška podjetja znaša 79,3 odstotke. Po drugi strani, 69 odstotkov slovenskih podjetij na tujih trgih ustvari več kot polovico vseh prihodkov. Med ameriški podjetji je takšnih podjetij zgolj 2,1 odstotek. Podobna razmerja veljajo tudi na uvozni strani (prikaz 3). Takšno stanje je posledica velikosti države in različnih stopenj vpetosti v mednarodno trgovino.

²³ EBITDAS predstavlja delež dobička iz poslovanja pred amortizacijo in davki v prihodkih (denarni tok pred davki v prihodkih). Ta v povprečju znaša 7,5 odstotka.

4.2. Primerjava uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Izmed 57 podjetij, ki so odgovorila na anketna vprašanja, jih je 21 odgovorilo pritrdilno na vprašanje o uporabi izvedenih finančnih instrumentov. 37 odstotkov slovenskih podjetij v vzorcu²⁴ torej uporablja izvedene finančne instrumente za ščitenje vsaj ene vrste izpostavljenosti. Večinoma so podjetja z uporabo pričela pred nedavnim. Izmed 21 podjetij, sta dve podjetji začela z uporabo v letu 2000, 3 podjetja v letu 2001, 5 v 2002, tri v 2003 in eno lansko leto.

Če navedeni odstotek primerjamo z odstotkom podjetij, ki so potrdila uporabo izvedenih instrumentih v študiji Bodnarja in Gebhardta (1998) in Bodnarja, Hayta in Marstona (1998) za ameriška in nemška podjetja, vidimo, da je uporaba teh instrumentov v slovenskih podjetjih precej manj pogosta (prikaz 4).²⁵ Izvedene finančne instrumente uporablja 78 odstotkov nemških podjetij, in 57 odstotkov ameriških podjetij.²⁶ Bodnar in Gebhardt (1998) navajata, da večji odstotek pri nemških podjetjih, ki uporabljajo te instrumente, v veliki meri lahko izhaja iz dejstva, da je nemško gospodarstvo bolj odprto kot ameriško, iz česar izhaja večja potreba po ščitenju valutnega tveganja. Argument ni več tako pomemben, saj tudi nemška podjetja danes prodajajo na trgu z enotno valuto, kar pomeni, da velik del valutne izpostavljenosti odpade. Kljub pomembnosti argumenta o valutni izpostavljenosti nemških podjetij, pa dejstvo, da nemška podjetja v večji meri uporabljajo izvedene finančne instrumente, vezane na obrestno mero, zahteva dodatne argumente.

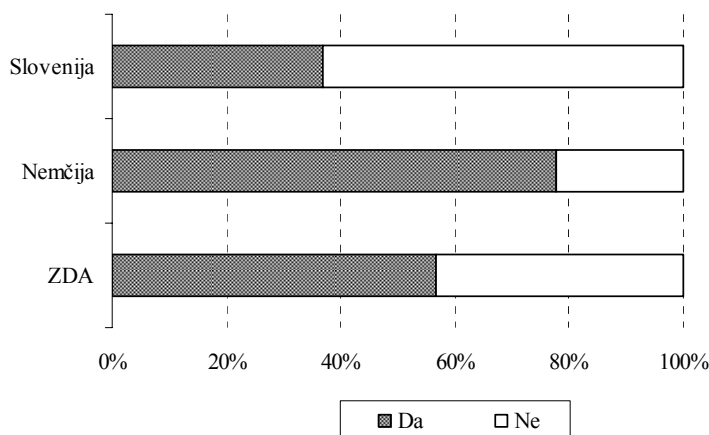
Bodnar in Gebhardt (1998) navajata, da je uporaba izvedenih finančnih instrumentov po dejavnostih zelo podobna med proučevanima državama, kar pomeni, da je uporaba v prvi vrsti odvisna od poslovnih razmer v posameznih dejavnostih in ne toliko od drugih dejavnikov. Največja je uporaba teh instrumentov v kemijskih, kovinskopredelovalnih in elektro dejavnostih, manjša pa v dejavnosti storitev, maloprodaje, javnih storitvah in gradbeništvu. Avtorja razlike pojasnjujeta s stopnjo vključenosti v menjalni sektor. Za Slovenijo zaradi omenjene omejitve pri oblikovanju vzorca, podjetja žal niso razdeljena po dejavnostih.

²⁴ Naj na tem mestu še enkrat poudarim, da gre za pristranski vzorec največjih podjetij z največjimi valutnimi izpostavljenostmi, in da rezultatov ni mogoče posploševati na širši krog manjših podjetij.

²⁵ Na skromno uporabo opozarja tudi Doles (2005), ki navaja, da izvedenih instrumentov druge generacije v uporabi ni. Večina podjetij izpostavljenosti ščiti pasivno. Zaskrbljeni pa smo lahko nad izsledki raziskave, ki je bila izvedena med slovenskimi depozitnimi finančnimi institucijami. Uporaba je namreč tudi pri njih skromna. Valutne izvedene finančne instrumente uporablja 60 odstotkov slovenskih bank, se pa pri njih obseg transakcij povečuje (Bajuk, 2005).

²⁶ V anketo je bilo zajetih 197 ameriških in 126 nemških podjetij. Njihova velikostna struktura je prikazana v prikazu 1.

Prikaz 4: Odstotek podjetij, ki uporablja izvedene finančne instrumente



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Op.: Bodnar in Marston (1998) navajata, da izvedene finančne instrumente uporablja 50 odstotkov ameriških podjetij.

Podjetjem v vseh anketah, ki so negativno odgovorila na zastavljeno vprašanje o uporabi izvedenih finančnih instrumentov, je bilo postavljeno vprašanje, ki naj bi pokazalo na vzroke neuporabe teh instrumentov. 36 slovenskih podjetij, ki teh instrumentov ne uporablja, je najpogostejši vzrok navedlo premajhno izpostavljenost finančnemu tveganju, kot drugi najpogostejši vzrok pa so bile poudarjene možnosti za obvladovanje tveganja na druge načine, kar je skladno z ugotovitvami za nemška in ameriška podjetja. Kot tretje, naša podjetja navajajo težavnost ocen vrednosti oziroma cene instrumentov. Večja razlika med slovenskimi in ameriškimi podjetji²⁷ se je pokazala pri težavnosti merjenja (ameriška podjetja ta vzrok navajajo kot precej manj relevanten), bistveno bolj kot slovenska podjetja pa ameriške tekmece skrbi mnenje, ki bi ga o uporabi imeli vlagatelji, nadzorniki in javnost (prikaz 5).

Kljub manjši uporabi izvedenih finančnih instrumentov, pa odzivi podjetij ne kažejo na bistveno večji obseg uporabe. Za zadnje leto njihove uporabe jih namreč le 30 odstotkov ocenjuje, da naj bi se uporaba povečala, medtem ko na zmanjšanje kaže 60 odstotkov podjetij. Kljub temu, da je sklepanje na podlagi majhnega vzorca lahko do določene mere vprašljivo, gre za nasproten trend kot v svetu. V ZDA je denimo 41 odstotkov podjetij potrdilo pozitiven trend in le 13 odstotkov negativnega. Razlog za takšno stanje je po mojem mnenju nezadostna pripravljenost in strokovna podkovanost pri prvi uporabi teh instrumentov ter posledično negativne izkušnje, ki niso prinašale "čudežev", ter dejstvo, da je naslednjem obdobju pomemben delež valutne izpostavljenosti naših podjetij, zaradi prevzema evra, odpadel.

²⁷ Na vprašanje je odgovorilo 198 ameriških podjetij.

Manjšo uporabo izvedenih finančnih instrumentov pri slovenskih podjetjih bi bilo mogoče pojasnjevati z notranjimi tehnikami zavarovanja (*ang. internal hedging techniques*). Podjetja izpostavljenost različnim tveganjem namreč ne uravnavajo zgolj z izvenbilančnimi izvedenimi fi-nančnimi instrumenti, temveč tudi z ostalimi, preprostejšimi tehnikami. Podjetje lahko npr. izpostavljenost uravnava s prestrukturiranjem sredstev in obveznosti v bilanci stanja, ki pa so lahko zaradi svoje narave tudi nezaželeni. Nekaj metod zmanjševanja tveganj, a katerimi podjetja prilagajajo poslovanje na način, da zagotavljajo večji nivo zaščite, je navedenih v Berk (2005). Za natančno proučitev razlik bi bila potrebna nova anketa med slovenskimi in primerljivimi tujimi podjetji.

Prikaz 5: Najpogostejši vzroki za neuporabo izvedenih finančnih instrumentov

	N	SLO	ZDA
Premajhna izpostavljenost finančnim ali blagovnim cenam	23	1,70	1,27
Izpostavljenost bolj obvladujemo na druge načine	27	1,74	1,97
Težko je oceniti vrednost in ceno izvedenih finančnih instrumentov	25	1,88	2,26
Zahteve po razkritju uporabe v računovodskih poročilih	11	2,36	2,59
Računovodsko obravnavanje	11	2,09	2,04
Negotovost glede mnenja, ki bi ga imeli investitorji, nadzorniki in javnost glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov	15	2,07	1,77
Stroški uvedbe in vzdrževanja uporabe izvedenih finančnih instrumentov presegajo pričakovane koristi	26	2,35	2,09
Drugo (prosimo, navedite):	-	-	-

* Vrednosti predstavljajo tehtano vrednost treh najpogostejših odgovorov ankete RCEF-IFI.

Velike razlike med slovenskimi in ameriškimi podjetji pa se pokažejo pri uporabi opcij. Medtem ko le nekaj manj kot 20 odstotkov slovenskih podjetij uporablja te instrumente²⁸, znaša delež ameriških podjetij 69 odstotkov. Ameriška podjetja pri uporabi opcij izkazujejo precejšnjo stopnjo sofisticiranosti, saj je le nekoliko več kot polovica podjetij v zadnjem letu uporabljala navadne (*ang. plain vanilla*) opcije, sicer pa kombinacije opcij (predvsem gre za kombinacije opcij pri varovanju obrestnega tveganja), azijske opcije in t.i. barrier opcije (prikaz 6).

²⁸Kot razlog, da opcij ne uporabljajo, podjetja navajajo, da ni potrebe, nekaj podjetij, da so stroškovno nezanimive, nekaj pa je tudi odgovorov, ki kažejo na nepoznavanje instrumentov.

Prikaz 6: Vrste opcij, ki jih uporabljajo ameriška podjetja

	Tveganje			
	Valutno	Obrestno	Blago	Katerokoli
Standardna evropska opcija	56	28	25	84
Standardna ameriška opcija	31	26	33	75
Azijska opcija	15	7	17	38
"Basket" opcija	8	5	4	17
"Barrier" opcija	18	5	5	26
Opcija s pogojno ali odloženo premijo	5	1	5	23
Kombinacija opcij (ovratniki, ipd.)	21	10	24	50
Drugo	5	5	2	9

Vir: Bodnar et.al (1998). Odgovorilo je 142 podjetij.

4.3. Cilj obvladovanja finančnega tveganja

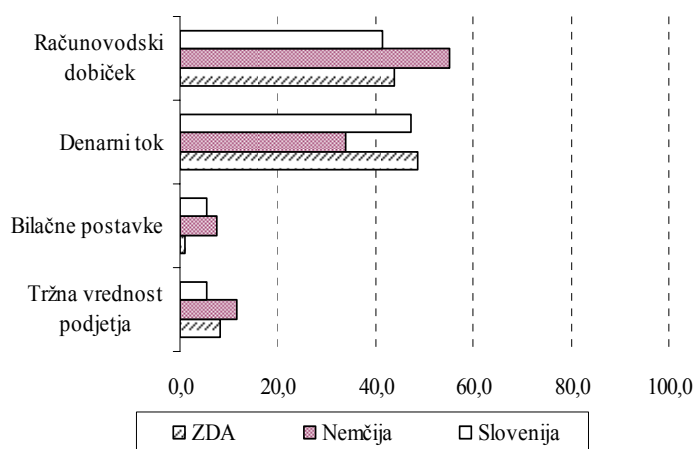
Kot na drugih področjih, je za uspešnost naših aktivnosti določitev ciljev ključnega pomena. Za obvladovanje tveganja se teoretična literature osredotoča na varovanje tržne vrednosti podjetja in varovanje denarnega toka (Bartram, 2000, Nance et.al, 1993, Smith in Smithson, 1985). Rezultati ankete, ki sta jo med ameriškimi podjetji izvedla Bodnar in Gebhardt (1998) pa kažejo na precejšen pomen varovanja oziroma uravnavanja računovodskega dobička. Predvsem to velja za nemška podjetja. 55,3 odstotka podjetij namreč kot najpomembnejši cilj obvladovanja finančnega tveganja navaja varovanje računovodskega dobička, sledi 34 odstotkov podjetij, ki kot najpomembnejši cilj navaja varovanje denarnega toka. Sledi še 11,7 odstotkov podjetij, ki varujejo tržno vrednost in 7,4 odstotka podjetij, ki kot prvi cilj navaja posamezne postavke bilance stanja. Za večino ameriških podjetij (48,6 odstotkov) je najpomembnejši cilj obvladovanja finančnega tveganja, varovanje denarnega toka, dobiček pa sledi kot drugi najpomembnejši. Varovanje le-tega je navedlo 44,0 odstotkov podjetij. Varovanje tržne vrednosti je najpomembnejši cilj za 8,3 odstotke ameriških podjetij, posamezne postavke bilance stanja pa 0,9 odstotka. Avtorja poudarjata, da pomen denarnega toka in tržne vrednosti, z velikostjo podjetij, narašča, računovodskega dobička pa pada.²⁹

Največ slovenskih podjetij kot najpomembnejši cilj obvladovanja finančnih tveganj navaja varovanje denarnega toka, in sicer 47,2 odstotka, sledijo pa podjetja, ki se pri uporabi izvedenih finančnih instrumentov osredotočajo na dobiček (41,7 odstotkov). Sledi še 5,6 odstotka podjetij, katerim je pri uporabi največjega pomena varovanje tržne vrednosti in 5,6 odstotka podjetij, ki primarno varujejo kakšno postavko bilance stanja. Zanimiva je primerjava slovenskih z ameriškimi in nemškimi podjetji najmanjšega velikostnega razreda, v katerega se uvrstijo skoraj vsa anketirana slovenska podjetja. Pokaže namreč, da se slovenska in ameriška podjetja glede ciljev varovanja ne

²⁹ V zgornjem velikostnem razredu znaša delež ameriških podjetij, ki kot najpomembnejši cilj navajajo varovanje denarnega toka, 65,4 odstotke, računovodski dobiček 23,1 odstotek in tržno vrednost podjetja 15,4 odstotke. Nemška podjetja pa 48,1 (denarni tok), 37,0 (dobiček) in 18,5 odstotka (tržna vrednost).

razlikujejo – poudarjajo pred-vsem cilj varovanja denarnih tokov³⁰, nemška pa veliko večji poudarek namenjajo dobičku (81,8 odstotka).³¹

Prikaz 7: Najpomembnejši cilj obvladovanja finančnega tveganja (v odstotkih)



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Slovenska podjetja so torej glede ciljev varovanja bolj podobna ameriškim kot nemškim podjetjem, s tem, da jih nekoliko večji odstotek varuje kakšno bilančno postavko. Razlike med ameriški in nemškimi podjetji Bodnar in Gebhardt (1998) pojasnjujeta z različnim pomenom računovodskih izkazov v posameznem poslovnem okolju. V Nemčiji namreč računovodski izkazi poleg informacij vlagateljem tudi v veliki meri služijo za davčne namene, poslovne odločitve v večji meri temeljijo na računovodskih kategorijah. Ena takšnih odločitev je npr. izplačilo dividend. Bodnar in Gebhardt (1998) navajata, da ne glede na cilj varovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti, varovanje precej pogosto zahteva zavzetje zelo podobnih pozicij na trgu.

4.4. Stališča podjetij do uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Poslovna praksa kaže, da je obvladovanje finančnega tveganja v sodobnih podjetjih največkrat centralizirano. Navadno je za ta tveganja zadolžen manager tveganja, ki s svojo ekipo "z vrha" obvladuje finančne izpostavljenosti celotnega podjetja.³² To je sicer

³⁰ 48,6 odstotkov ameriških podjetij najmanjšega velikostnega razreda navaja najpomembnejši cilj denarni tok, dobiček pa 38,1 odstotka.

³¹ Zgolj 18,2 odstotka nemških podjetij najmanjšega velikostnega razreda navaja denarni tok kot najpomembnejši cilj obvladovanja finančnih tveganj.

³² Multinacionalna podjetja lahko to funkcijo opravljajo celo samo na matičnem podjetju glede na pričakovane denarne tokove oz. računovodske dobičke, odvisno od cilja varovanja.

drugače kot pri obvladovanju drugih vrst tveganja. Pri strateškem tveganju in tveganju delovanja, denimo sodobna podjetja obvladovanje tveganja vodijo koordinirano. Zaposlijo človeka, ki je odgovoren za razvoj metodologije, prenos miselnosti in skrbi za zadostno in učinkovito komuniciranje med različnimi ravni v podjetju, aktivnosti obvladovanja tveganja pa so vgrajene v aktivnosti širokega kroga zaposlenih, če že ne vseh v organizaciji (Berk, Peterlin in Ribarič, 2005).

Iz prikaza 8 vidimo, da je obvladovanje finančnega tveganja v slovenskih podjetjih bolj decentralizirano, oziroma so aktivnosti obvladovanja tveganja relativno bolj decentralizirane s centralizirano koordinacijo. Niti slovenska niti ameriška podjetja finančnega tveganja v večjem obsegu ne obvladujejo decentralizirano. Slovenska podjetja precej manj pogosto, kot njihovi ameriški tekmeci, izpostavljenosti obvladujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti

Pričakovanja podjetij glede sprememb, ki jih bodo prinesli novi računovodski standardi se med državami le malo razlikujejo, čeprav je potrebno to vprašanje pojasnjevati s kar nekaj previdnosti. Slovenska in ameriška podjetja so različno izpostavljena veljavnosti mednarodnim računovodskim standardom, gre pa tudi za razliko v času izvedbe ankete. Ameriška podjetja so na anketni vprašalnik odgovarjala leta 1998, slovenska pa lani, torej šest let kasneje.

Prikaz 8: Stališča do uporabe izvedenih finančnih instrumentov (v odstotkih)

	Valutno tveganje		Obrestno tveganje		Blago	
	SLO	ZDA	SLO	ZDA	SLO	ZDA
Izpostavljenosti ne obvladujemo z izvedenimi finančnimi instrumenti	48.9	18.3	51.1	23.2	67.4	44.9
Aktivnosti obvladovanja tveganj so predvsem centralizirane	38.3	73.1	40.0	72.0	8.7	36.7
Odločitve pri obvladovanju tveganj so predvsem decentralizirane s centralizirano koordinacijo	6.4	7.0	8.9	3.9	17.4	11.7
Aktivnosti obvladovanja tveganj so predvsem decentralizirane	6.4	1.6	0.0	1.0	6.5	6.6
Število odgovorov (N)	47	186	45	207	46	196

Vir: Bodnar et.al (1998) in anketa RCEF-IFI.

Približno nekaj nad 60 odstotkov ameriških in slovenskih podjetij ne pričakuje vplivov na uporabo izvedenih finančnih instrumentov zaradi sprejetja mednarodnih računovodskih standardov. Večji delež slovenskih podjetij pričakuje, da se bo njihova uporaba zaradi tega vzroka povečala, kot to velja za ameriška podjetja, in nobeno podjetje ne pričakuje, da se bo uporaba zmanjšala, medtem ko tako meni skoraj 9 odstotkov ameriških podjetij. Slovenska podjetja pričakujejo pomembne vplive na celotno strategijo upravljanja finančnih tveganj, ameriška podjetja pa v relativno večji meri pričakujejo, da bodo zaradi novih računovodskih standardov prilagodila čas varovanja.

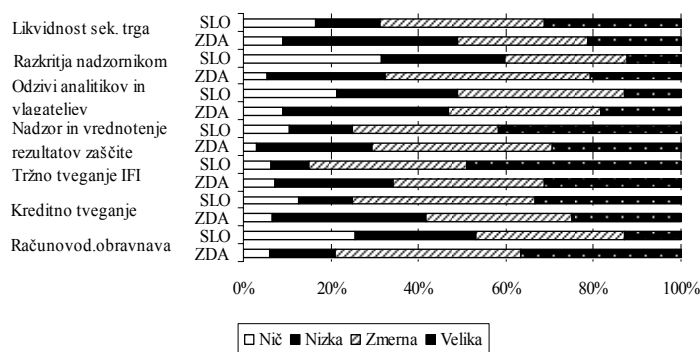
Prikaz 9: Pričakovanja glede obsega uporabe zaradi mednarodnih računovodskih standardov (v odstotkih)

	ZDA	SLO
Ne bo vplivov na uporabo IFI ali na strategijo	64,3	61,8
Uporaba IFI se bo zmanjšala	8,8	0,0
Uporaba IFI se bo povečala	2,2	12,7
Uporabili bomo druge instrumente	12,8	7,3
Spremenil se bo čas zaščite	8,8	1,8
Pomembno bo vplivalo na celotno strategijo	3,1	16,4

Vir: Bodnar et.al (1998) in anketa RCEF-IFI.

Obe tuji anketi, ki jih navajam v prispevku (Bodnar et.al, 1998 in Bodnar in Gebhardt, 1998), kakor tudi anketa RCEF-IFI, so vključevale vprašanja o zaskrbljenosti oziroma pomislekih, ki jih imajo podjetja uporabniki izvedenih finančnih instrumentov. Ugotovitve, ki izhajajo iz prikaza 9, so naslednje. Slovenska podjetja izkazujejo največjo zaskrbljenost glede tržnega tveganja (torej spremembe cene teh instrumentov), nadzora in vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov, tveganja nezadostne likvidnosti pri trgo-vanju z izvedenimi finančnimi instrumenti ter glede kreditnega tveganja. Najmanjšo zaskrbljenost pa glede razkritij nadzornikom, računovodskega obravnavanja in glede odzivov analitikov in vlagateljev. V nasprotju z njimi, ameriška podjetja največjo zaskrbljenost izražajo glede računovodske obravnave, sledi nadzor in vrednotenje ter kreditno tveganje. Kljub temu, da sta slednja pomisleka na drugem in tretjem mestu po pogostosti, ameriškim podjetjem povzročata precej manj skrbi kot slovenskim podjetjem

Prikaz 10: Zaskrbljenost (pomisleki) glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov



Vir: Bodnar et.al (1998) in anketa RCEF-IFI.

Precej manj pa so, glede vseh kategorij, zaskrbljena nemška podjetja. Zaradi neposredne neprimerljivosti rezultati nemške ankete niso zajeti v prikazu. Postavlja se vprašanje, zakaj je temu tako. Razlog bi lahko bil v spregledovanju potencialnih nevarnosti glede uporabe ali pa v kvalitetnejšem obvladovanju finančnega tveganja nemških glede na ameriška podjetja. Edini pomislek, s katerim se pogosto ukvarjajo v nemških podjetjih, je zaznavanje javnosti, torej analitikov in vlagateljev.³³ To ugotovljeno dejstvo Bodnar in Gebhardt (1998) pojasnjujeta z dejstvom, da so nemška podjetja pri uporabi izvedenih finančnih instrumentov bolj konzervativna, in sicer tako glede dokumentiranosti, tveganja nasprotne stranke, kakor tudi glede pogostosti poročanja (glej naslednje tri razdelke).

³³ 20 odstotkov nemških podjetij je izrazilo veliko in nadaljnjih 15 odstotkov zmerno zaskrbljenost (Bodnar in Gebhardt, 1998).

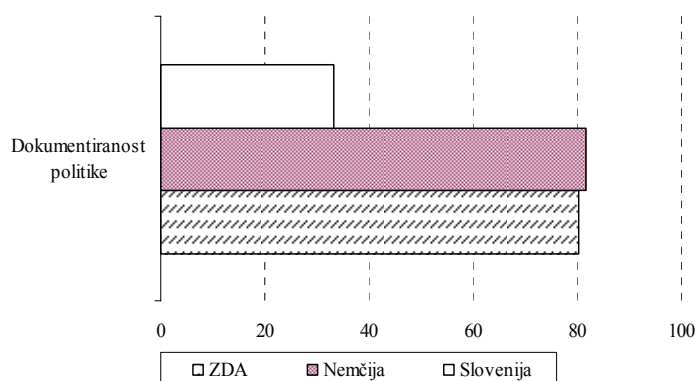
4.5. Nadzor in poročanje

V dokumentiranosti politike obvladovanja finančnega tveganja se nemška in ameriška podjetja ne razlikujejo (Bodnar in Gebhardt, 1998). Med velikostnimi razredi podjetij, lahko sicer zasledimo razlike, vendar v manjši meri kakor to velja za cilje obvladovanja finančnega tveganja. Delež podjetij, ki imajo dokumentirano politiko obvladovanja finančnega tveganja, zanaša okrog 80 odstotkov, največja podjetja v nekoliko večjem odstotku, najmanjši delež (70%) pa lahko zasledimo pri nemških podjetjih v najmanjšem velikostnem razredu. Podjetja so začela hitreje in množičneje oblikovati svoje politike obvladovanja tveganj, ko je leta 1994 prišlo do velikih izgub pri trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti, ko so podjetja le-te uporabljala za špekulativne namene in ne z namenom varovanja lastnih izpostavljenosti (Bodnar in Gebhardt, 1998, str. 20).

Slovenska podjetja na tem področju precej zaostajajo za svojimi ameriškimi in nemškimi tekmeci, saj jih je zgolj ena tretjina na vprašanje o obstoju dokumentirane politike obvladovanja finančnega tveganja, odgovorila pozitivno. Kakor kažejo rezultati analize vseh anketnih vprašanj, se Slovenska podjetja komaj podajajo na pot uporabe teh instrumentov za varovanje nekaterih izpostavljenosti. V prvih korakih se učijo in preverjajo njihovo primernost, v drugem pa, po mojem mnenju, lahko pričakujemo porast tako števila, kot tudi deleža podjetij, ki bodo finančno tveganje obvladovala sistematizirano.

Prav tako kot pri dokumentiranosti, pa je stanje relativno slabo tudi pri poročanju. Na področju poročanja, nemška podjetja postopajo precej bolj konzervativno od ameriških in slovenskih (prikaz 12). Slovenska podjetja so z vidika pogostosti poročanja še nekoliko manj organizirana kot ameriška, ki se precej razlikujejo v pristopu od nemških kolegov.

Prikaz 11: Dokumentiranost politike obvladovanja finančnega tveganja (v odstotkih)



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Mesečno namreč v Nemčiji odgovorni članu uprave, odgovornemu za finance poročajo kar v 80 odstotkov podjetij, medtem, ko takšno politiko izvajajo le 3,5 odstotkov ameriških podjetij. Kar 50 odstotkov ameriških podjetij poroča le po potrebi. Delež takšnih med slovenskimi podjetji znaša 44,7 odstotkov, poleg tega pa jih 19,5 odstotkov sploh ne poroča.

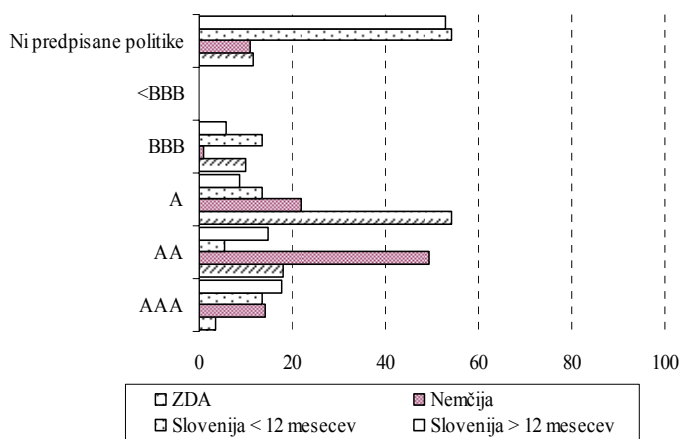
Prikaz 12: Pogost poročanja (v odstotkih)

		Mesečno	Četrtno	Letno	Po potrebi
ZDA	Uprava	3,5	24,6	21,1	50,9
	Član uprave za finance	80,2	7	1,2	11,6
Nemčija	Uprava	35,3	27,9	14,7	22,1
	Nadzorni svet	8,1	30,6	32,3	29
Slovenija	Uprava	19	11,9	4,8	44,7

Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Ker imajo slovenska podjetja slabo dokumentirano politiko obvladovanja finančnega tveganja (prikaz 11), za posle z izvedenimi finančnimi instrumenti tudi nimajo izdelanih meril glede bonitete nasprotne stranke. To velja za transakcije ne glede na ročnost (prikaz 13).

Prikaz 13: Tveganje nasprotne stranke



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Op.: Vprašanje je od anketirancev zahtevalo odgovor glede najnižje bonitete stranke (finančne institucije), s katero bi še sklenili posel.

V bonitetah nasprotnih strank v poslih z izvedenimi finančnimi instrumenti se ameriška in nemška podjetja precej razlikujejo. Nemška podjetja imajo višje zahteve kot ameriška podjetja in s takšno kreditno zaščito oziroma večjo konzervativnostjo pri izbiri poslovnih partnerjev, lahko pojasnimo relativno manjšo zaskrbljenost nemških podjetij pri uporabi teh instrumentov. Odgovori slovenskih podjetij, ki so odgovorila na zastavljeno vprašanje, kažejo na pomembnost bonitete nasprotne stranke pri sklepanju tovrstnih poslov.

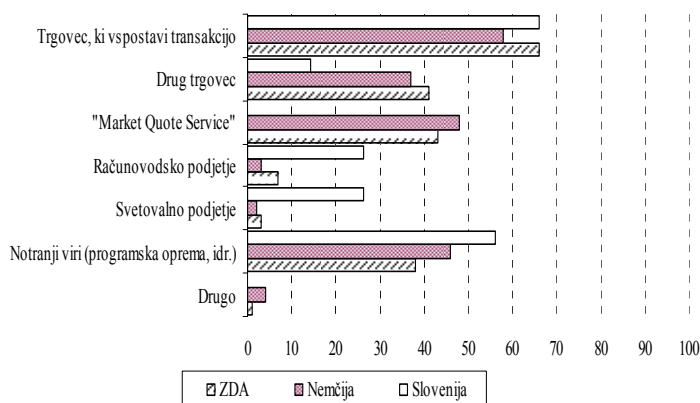
4.6. Sestava in viri vrednotenja premoženja izvedenih finančnih instrumentov

Slovenska podjetja, ki so odgovorila na anketo RCEF-IFI, kažejo precejšnjo mero neorganiziranosti. Podjetja še preizkušajo relativno novo področje, ki se jim odpira in ponuja priložnosti za doseganje stabilnejših denarnih tokov. Premoženja izvedenih finančnih instrumentov so sestavljena zelo mešano. 7 podjetij za obvladovanje valutnega tveganja uporablja izključno OTC terminske posle (*forward*), eno podjetje pa v obsegu 85 odstotkov. Za obvladovanje obrestnega tveganja tri podjetja uporabljajo OTC zamenjave (*swap*), eno podjetje pa v 80 odstotkih, v preostalih 20 odstotkih pa hibridni dolg. Nadalje eno podjetje OTC zamenjave za varovanje obrestne izpostavljenosti uporablja v obsegu 50%. Analiza pusti vtis, da so bila podjetja v letu 2004 pri izbiri še precej neodločna in nesistematična.

Po pogostosti uporabe virov vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov, prednjačijo podjetja, ki vrednotenje zaupajo trgovcu, ki vzpostavi posel, takoj za njimi pa sledijo podjetja, ki te instrumente vrednotijo sama (prikaz 14). Za slovenska podjetja je značilno, da pogostejše kot ameriška in nemška podjetja vrednotenje zaupajo svetovalnim ali računovodskim podjetjem, ter da redkeje uporabljajo storitve drugih trgovcev.³⁴

³⁴ Podjetja pri tem vprašanju ne moremo neposredno primerjati, ker med ponujenimi odgovori v slovenski anketi odgovor »market quote service« ni bil eksplicitno ponujen, podjetja pa pod kategorijo »drugo« te možnosti niso navajala. Poleg tega gre tudi za nekoliko drugače formulirano vprašanje. Ameriška in nemška podjetja so morala navesti vir vrednotenja, medtem ko slovenska navesti, koliko zaupajo določenim osebam glede poslov z izvedenimi instrumenti. Kot primerno sem za namen primerjave štel osebo, ki jo je podjetje navedlo, da ji najbolj zaupa in predpostavil, da podjetje tako tudi postopa pri sklepanju poslov.

Prikaz 14: Viri vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

4.7. Vrednotenje finančnega tveganja

Namen vrednotenja izpostavljenosti finančnemu tveganju je določitev višine možnega vpliva finančnega tveganja na poslovni izid podjetja. Ena izmed metod vrednotenja finančnega tveganja, ki jo podjetja lahko uporabljajo, je tvegana vrednost (*ang. value at risk*) oziroma VaR. Tvegana vrednost predstavlja izgubo, ki jo podjetje lahko v določenem časovnem obdobju in z določeno stopnjo tveganja, pričakuje zaradi vpliva nihanja (sprememb) dejavnikov tveganj prisotnih v poslovanju – nefinančna podjetja najpogosteje opredelijo stopnjo tveganja na ravni 5 odstotkov.³⁵ Tvegana vrednost se določa na podlagi izpostavljenih zneskov sredstev, dolgov in kapitala posameznemu dejavniku tveganja, pri tem pa se upošteva zgodovinsko spremenljivost dejavnika tveganja.

Izračun tvegane vrednosti za posamezno vrsto finančnega tveganja razkriva potencialni negativni vpliv oziroma pomembnost posamezne vrste izpostavljenosti za poslovni izid. Izračun tvegane vrednosti naj bi podjetje opravilo pred pričetkom vsakega obvladovanja izpostavljenosti, s čemer ob predpostavki, da ne ukrene ničesar, določi možno izgubo. Po varovanju je smiselno tvegano vrednost ponovno izračunati. V tem primeru – torej z upoštevanjem instrumenta zavarovanja varovane postavke, mora biti tvegana vrednost seveda nižja od izračunane tvegane vrednosti, ki ne upošteva varovanja. Izračuna tvegane vrednosti pred in po sprejetju ukrepov varovanja določata pravilnost oziroma učinkovitost poslovne odločitve o varovanju. Podjetje se na podlagi opisanega preizkusa odloči za sklepanje instrumentov za varovanje.

³⁵ Tako naj bi bila vrednost izgube le v petih odstotkih prihodnih možnih realizacij, večja od VaR. Zato se tvegana vrednost tolmači kot največja izguba (v izbranem obdobju) ob dani stopnji tveganja.

Tako ameriška, nemška, kot tudi slovenska podjetja so odgovarjala na vprašanja o uporabi tvegane vrednosti. Naša podjetja so se pri tem vprašanju izkazala slabo. Izračun tvegane vrednosti namreč uporablja zgolj 21 odstotkov slovenskih podjetij, medtem, ko je delež uporabnikov tvegane vrednosti med ameriškimi podjetji 56- odstoten (Bodnar et.al 1998).

Prikaz 15: Pogostost vrednotenja premoženja izvedenih finančnih instrumentov

	ZDA	Nemčija	Slovenija
Dnevno	16,9	26,0	0,0
Tedensko	8,5	19,8	20,0
Mesečno	35,6	28,1	34,3
Četrtno	17,8	4,2	14,3
Letno	4,2	5,2	5,7
Po potrebni/ni predpisano	16,9	16,7	48,5

Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Slovenska podjetja tudi še vedno zelo nesistematično in nepogosto vrednotijo premoženje izvedenih finančnih instrumentov (prikaz 15). Medtem kot vsaj tedensko premoženje izvedenih instrumentov vrednoti četrtna ameriških in slaba polovica nemških podjetij, je takšnih slovenskih podjetij zgolj petina. Skoraj polovica jih premoženje izvedenih finančnih instrumentov vrednoti po potrebi oziroma pogostost ni predpisana.

5. MEDNARODNA PRIMERJAVA ZNAČILNOSTI UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV PO VRSTAH FINANČNEGA TVEGANJA

Tri temeljne izpostavljenosti, ki jih podjetjem pri poslovanju povzročajo spominjajoče se tržne razmere, so povezana z nestanovitnosti deviznih tečajev, obrestnih mer in cen blaga, katerih cene se prosto oblikujejo v skladu s ponudbo in povpraševanjem na različnih trgih. V nadaljevanju, pred predstavitvijo izsledkov ankete RCEF-IFI, so zgoščeno predstavljene temeljne tri vrste finančnega tveganja, t.j. valutno, obrestno tveganje in tveganje spremembe cen blaga.

5.1. Valutno tveganje

Valutna izpostavljenost se pojavi takoj, ko je poslovanje podjetja povezano s tujimi plačilnimi sredstvi. Valutno tveganje izhaja iz dejstva, da bodoča vrednost deviznega tečaja ni znana vnaprej. Vrednost tečaja je mogoče z večjo ali manjšo stopnjo zaupanja napovedati. Na tej osnovi lahko valutno tveganje, s katerim se srečuje izvoznik, opredelimo kot nevarnost, da bo tečaj tuje valute ob plačilu nižji od tečaja, ki mu še zagotavlja donosnost izvoznega posla. Nasprotno lahko tveganje, s katerim se srečuje uvoznik opredelimo kot nevarnost, da bo tečaj tuje valute ob plačilu višji od tistega, ki mu še zagotavlja donosnost uvoznega posla. Valutna tveganja se pojavljajo tudi pri financiranju poslovanja. Če se zadolžimo v tuji valuti, tvegamo porast njene vrednosti, in obratno, če naložimo denar v tujo valuto, tvegamo padec njene vrednosti v primerjavi z našo valuto. Tako gre za dve temeljni obliki izpostavljenosti, katerih posledice se izkažejo v finančnih izkazih – »učinki tokov« in »učinki dobičkov/izgub na podlagi stanj« (White et al, 1998, str. 821). Pri učinkih tokov gre za t.i. transakcijsko izpostavljenost, pri kateri spremembe deviznega tečaja vplivajo na denarne tokove sklenjenih nevarovanih poslov. Mogoče je tudi, da transakcijska izpostavljenost nastane pred sklenitvijo posla. Podjetje denimo na trg pošlje ponudbo z določenim rokom veljavnosti. V času od ponudbe do sprejema oziroma potrditve se tržne razmere lahko popolnoma spremenijo. Pri učinkih dobičkov/izgub na podlagi stanj pa gre za t.i. translacijsko izpostavljenost. Gre za spremembo vrednosti bilančnih postavk, ki se pojavijo kot posledica razlike v vrednotenju terjatev in dolgov, izraženih v tujih valutah v dveh časovnih obdobjih. Ta izpostavljenost se odraža v poslovnem izidu, v obliki pozitivnih ali negativnih tečajnih razlik. Z vidika mednarodnih podjetij translacijska izpostavljenost predstavlja nevarnost spremembe vrednosti lastniškega kapitala zaradi bilančnega vpliva "prevajanja" finančnih izkazov, izraženih v tuji valuti – npr. pri odvisnem podjetju, ki posluje v tujini, v matično valuto obvladujočega podjetja za namene priprave skupinskih računovodskih izkazov (Eiteman, Stonehill in Moffet, 1998). Računovodski standardi določajo vpliv translacijske izpostavljenosti na poslovni izid podjetja.³⁶ Kljub

³⁶ Podrobno razlago vpliva bralec najde v White et al (1998, str. 819-891).

temu, da ne gre za neposredno povezavo, pa translacijska izpostavljenost, prav tako kot transakcijska, vpliva na denarni tok. Stanja terjatev in obveznosti v računovodskih izkazih so sicer le računovodska kategorija, vendar se vrednosti le-teh pri ponovnem vrednotenju, spremenijo in od njih obračuna davek, ki je izdatek in kot tak element denarnega toka. Obstaja nevarnost, da podjetje v primeru, da translacijska in transakcijska izpostavljenost nista časovno usklajeni plača preveč davka. Poštena vrednost kot osrednja mera vrednotenja finančnih instrumentov bo sprožila veliko prevrednotevalnih popravkov, ki so odraz translacijske izpostavljenosti finančnim tveganjem. Vpliv translacijske izpostavljenosti z vidika davčnih obveznosti se poveča, če se cene, v katerih je vrednoteno naše premoženje ob zaključku davčnega leta, dvignejo (sezonsko), cene naših obveznosti pa padejo (Berk et al, 2005).

Tretjo izpostavljenost pa predstavlja ekonomska izpostavljenost. Ekonomska izpostavljenost je nevarnost nepredvidene spremembe pričakovane neto sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki so med drugim lahko tudi posledica spremembe deviznih tečajev tujih valut, v katerih so izraženi pričakovani denarni tokovi. Nepredvidena sprememba pričakovane vrednosti prihodnjega denarnega toka neposredno vpliva na tržno vrednost podjetja in njegovo konkurenčno sposobnost.³⁷

Pri merjenju učinkov moramo poleg tveganja spremembe tečaja, v kateri imamo izpostavljenost, paziti tudi na tudi tveganje spremenjenega razmerja medsebojnega gibanja – korelacije med dvema valutama ter tveganje nenadne devalvacije ali revalvacije, do česar pride v primeru, da monetarna oblast, ki vzdržuje nespremenjeno vezavo domače valute do neke druge valute ali košarice valut, več ne more vzdrževati tržnih pritiskov.

Nestanovitnost deviznih tečajev, kakor tudi nestanovitnost medsebojnih razmerij, se je v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja, občutno povečala. Takrat je namreč propadel mednarodni finančni sistem, ki so ga po vojni vzpostavili pod okriljem novoustanovljenih finančnih institucij na brettonwoodski konferenci. Le-ta je do leta 1973 predstavljal nekakšno sidro vrednosti med valutami. Po razpadu sistema se je vrednost glavnih svetovnih valut začela oblikovati s prostim drsenjem, kar je kljub velikemu obsegu dnevnih transakcij (gre za največji finančni trg; povprečni obseg dnevnih transakcij na deviznem trgu je v aprilu 2004 znašal 1.880 milijard USD - BIS 75th Annual Report, 2005), povzročilo velika nihanja v vrednosti posameznih valut.

5.2. Obrestno tveganje

Obrestno tveganje opredelimo kot nevarnost, da bo v prihodnosti prišlo do za podjetje neugodne spremembe obrestne mere. Neugodna sprememba obrestne mere lahko

³⁷ Za podrobnejši opis transakcijske, translacijske in ekonomske izpostavljenosti glej Campbell in Kracaw (1992, str. 319-322).

predstavlja dvig ali pa padec obrestne mere. Če je podjetje zadolženo, višja obrestna mera povzroči višje stroške novega financiranja, padec obrestne mere pa poslabša položaj podjetju v primeru, da le-ta presežke denarnih sredstev nalaga na trgu.³⁸

Obrestne mere se na denarnih trgih nenehno spreminjajo, in sicer kot posledica tržne ponudbe in povpraševanja po denarju, izhodiščnih obrestnih mer centralne banke za posojila bankam in druge instrumente denarne politike, stopnje mednarodne mobilnosti kapitala ter drugih sprememb makroekonomskih razmer. Obrestne mere se odzivajo na sile ponudbe in povpraševanja na popolnoma enak način, kot se na te sile odziva cena kateregakoli drugega blaga. Poleg ponudbe in povpraševanja vplivajo na višino obrestne mere tudi tržna pričakovanja. V literaturi najdemo tri prevladujoče teorije, ki le-ta vgrajujejo v dinamično napovedovanje višine obrestnih mer v prihodnosti. To so teorija pričakovanj, po kateri naj bi bile obrestne mere nekega obdobja enake geometrijskemu povprečju obrestnih mer v posameznih letih dopolnjuje; teorija likvidnostne preference, katere zagovorniki trdijo, da je tveganje pri dolgoročnem posojilu večje kot pri kratkoročnem in so zato dolgoročne obrestne mere višje (likvidnostno premijo torej predstavlja razlika med obrestno mero za posojila različnih ročnosti) in teorija segmentacije trga, ki predpostavlja, da posamezni udeleženci delujejo pretežno na svojem segmentu ročnosti.

Vsako podjetje je izpostavljeno obrestnemu tveganju, saj je od ravni tržnih obrestnih mer odvisen strošek kapitala podjetja oziroma zahtevana stopnja donosa. Posredno je namreč strošek lastniškega kapitala odvisen od tržne obrestne mere, saj je tržna obrestna mera izhodiščni element za določanje zahtevane stopnje donosa na lastniški kapital.

Podobno kor pri valutnem tveganju, lahko tudi pri obrestnem tveganju izpostavljenosti ločimo glede na vpliv. Transakcijska izpostavljenost obrestnemu tveganju pomeni, da bodo naše terjatve in obveznosti v času do dosvetja (poravnave) izpostavljene spremembi obrestne mere. Tržna obrestna mera se ves čas trajanja pogodbenega odnosa spreminja. Če smo se pri sklenitvi pogodbe dogovorili za nespremenljivo obrestno mero, transakcijska izpostavljenost v primeru, da gre za neugodno gibanje, predstavlja le oportunitetne stroške. Če pa smo zadolženi po spremenljivi obrestni meri, pa transakcijsko izpostavljenost predstavlja izpostavljenost v višini zmnožka med razliko obrestne mere, ki je veljala ob sklenitvi pogodbenega odnosa, in višjo tržno obrestno mero, ki je osnova za obračun obresti ob zapadlosti obresti v plačilo ter velikosti glavnice, na katero se obračun obresti glasi. Translacijska izpostavljenost obrestnemu tveganju pa predstavlja tveganje spremembe neto sedanje vrednosti terjatev in dolgov, ki jo povzroči na trgu spremenjena obrestna mera. Premoženje podjetja bo vredno več, če se tržne obrestne mere znižajo, in obratno (izgubilo bo del vrednosti, če tržna obrestna mera naraste). Tržno obrestno mero moramo ocenjevati z vidika zahtevane stopnje

³⁸ Praviloma je zadnje tveganje precej manjše, saj so denarni presežki podjetja običajno bistveno manjši od skupnega dolga podjetja.

donosa našega premoženja po posameznih vrstah. To ponovno vrednotenje je odvisno od vrste obrestnih mer (nespremenljivih in spremenljivih). Od razmika dospelosti pa je odvisna translacijska vrednost neto premoženja, oziroma kapitala.

5.3. Tveganje sprememb cen blaga

Tveganje sprememb cen blaga izvira iz medsebojnega odnosa med ponudbo in povpraševanjem po blagu (*ang. commodities*), s katerimi se navadno trguje globalno. Podjetje le-te potrebuje za svojo poslovno dejavnost ali pa prodaja na trgu kot rezultat poslovnega procesa. Tako narava, kakor tudi varovanje tega tveganja sta zelo podobni valutnemu tveganju. Pred spremembo cen so se že davno varovali kmetje. Le-ti so večino svojega pridelka terminsko, torej vnaprej prodali še pred žetvijo oziroma pridelavo. Določili so ceno za prihodnost in se zavezali, da bodo ne glede na trenutno tržno ceno na določen dan oziroma znotraj določenega obdobje prodali dogovorjeno količino pridelka. Tako je bila leta 1848 na borzi Chicago Board of Trade izvedena prva terminska transakcija na koruzo.³⁹

Izdelovalci jekla se na terminskih trgih pojavljajo kot prodajalci, avtomobilski koncerni, kot odjemalci jekla pa kot kupci. Terminska cena se oblikuje glede na trenutno tržno ceno, ki se prilagodi za pričakovano tržno obrestno mero v obdobju do zapadlosti terminskega posla in stroškov skladiščenja in transporta (*ang. cost of carry*).⁴⁰ Ob zapadlosti sta tržna cena in terminska cena enaki, saj bi sicer tretje osebe lahko bodisi s kupovanjem terminskih pogodb in prodajo osnovnega blaga na promptnem trgu (ali pa prodajo terminskih pogodb in kupovanjem blaga na promptnem trgu) realizirale netvegani arbitražni dobiček.

Varovanje tveganja spremembe cene nekega blaga še ne pomeni, da mora biti podjetje odvisno od blaga, ki je podlaga pogodbe. Podjetje namreč lahko z izvedenim finančnim instrumentom varuje izpostavljenost na podlagi blaga, katerega vrednost se spreminja povezano z vrednostjo blaga, ki je podlaga izvedenemu finančnemu instrumentu. Na terminskih trgih, kjer se trguje z terminskimi pogodbami, vezanimi na cene blaga je v splošnem, ob dospelosti, unovčenih le en odstotek poslov. Podjetje, ki se varuje pred dvigom cene jekla npr. dan ali dva pred zapadlostjo dolge pozicije v terminski pogodbi na trgu zavzame nasprotno – torej kratko pozicijo, ki natanko izniči njegovo obveznost iz naslova prvotne pogodbe.

³⁹ S posameznim blagom se danes trguje na specializiranih svetovnih borzah, katerih dejanski pomen je precej zgodovinsko pogojen. Pojavljale so se namreč tam, kjer se je s tem blagom največ trgovalo (in kjer je bilo velik interes za varovanje).

⁴⁰ Za podrobno logiko vrednotenja terminskih pogodb glej Hull (1997).

5.4. Temeljne značilnosti osnovnih izvedenih finančnih instrumentov

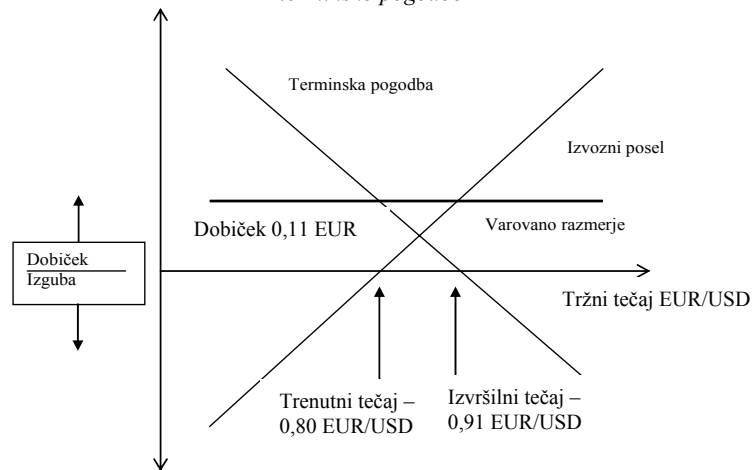
Najosnovnejši izvedeni instrumenti⁴¹ so terminski posli (*ang. forward*), terminske pogodbe (*ang. futures*), zamenjave (*ang. swap*) in opcije (*ang. option*). Pri *terminskih poslih* gre za nestandardizirano obliko terminske pogodbe. Je posel med dvema pogodbenima strankama. Elementi terminske pogodbe niso standardizirani glede na podobne pogodbe in so zato lahko bolj prilagojene potrebam pogodbenih strank. Terminski posel vsebuje vse bistvene vsebinske elemente, kot jih vsebujejo standardizirane terminske pogodbe - količina, kakovost, čas in kraj dobave za vsako vrsto instrumenta. Le-ti so predmet dogovarjanja med strankama in niso predpisana pred sklenitvijo dogovora. Pri terminskih poslih je tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke prisotno kot pri vsakem drugem pogodbenem odnosu. Banka, ki se navadno pojavlja kot ponudnik terminskih poslov, se želi pred temi tveganji zavarovati, zato zahteva depozit ali razne oblike zunajbilančnega zavarovanja. Pri *terminski pogodbi* pa gre za standardizirani finančni instrument, ki vsebuje iste elemente kot terminska pogodba, pri tem pa standardizacija služi olajšanemu trgovanju na organiziranem trgu. Domena odločanja pogodbenih strank, se nanaša zgolj na določitev števila pogodb in cene. Ob tem gre za bistveno manjše tveganje neizpolnitve nasprotne stranke, saj nasprotne transakcije vedno prevzame klirinška hiša, ta pa se varuje z računi z mejnim kritjem (*ang. margin account*) (Hull, 1997).

Zamenjava je obvezujoč dogovor med dvema pogodbenima strankama, da medsebojno zamenjata terjatvi (oziroma finančni instrument ali del denarnega toka. V času trajanja pogodbe prihaja do več zaporednih obojestranskih plačil. Zamenjave so zelo prilagodljive finančne transakcije, saj vzpostavljenega pogodbenega razmerja ne urejajo standardizirani pogoji. Stranki prosto določita pogoje zamenjave, ki jima najbolj ustrezajo.

Vsi trije zgornji izvedeni finančni instrumenti obe pogodbeni stranki zavezujeta, da ob dospelosti izpolnita svoje dogovorjene obveznosti. Instrument, ki kupcu (stranki z dolgo pozicijo) pušča prosto odločitev o izvršitvi, pa je *opcija*. Le-ta namreč lastniku proti plačilu premije daje pravico (ne pa tudi obveznosti), da v prihodnosti na dogovorjen datum kupi ali proda točno določen osnovni instrument po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe. Na podlagi te pravice prodajalec (stranka s kratko pozicijo) prejme premijo, ki predstavlja plačilo za prevzeto tveganje. Zaradi omenjenih lastnosti, varovanje s terminskim poslom oziroma terminsko pogodbo in varovanje z opcijo, glede na tržne razmere ob dospelosti, podjetju prinašata različne profile denarnega toka (glej oba prikaza).

⁴¹ Včasih se za njih uporablja tudi izraz *izvedeni finančni instrumenti prve generacije*.

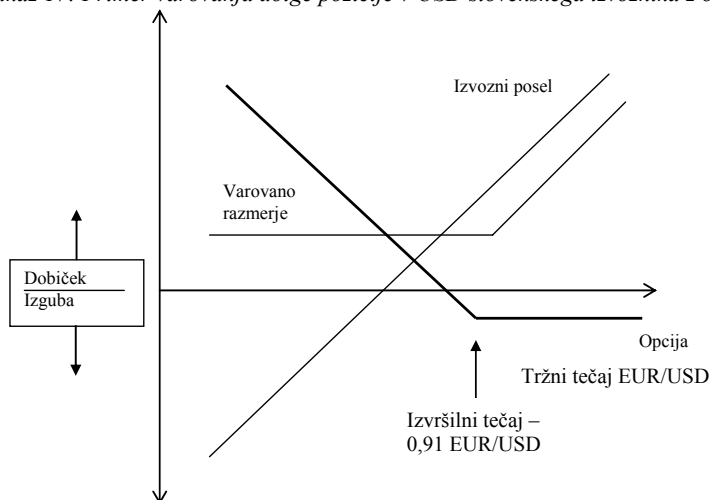
Prikaz 16: Primer varovanja dolge pozicije v USD slovenskega izvoznika s terminskim poslom ali terminsko pogodbo



Vir: Lastni prikaz.

Pri varovanju s terminskim poslom ali terminsko pogodbo (prikaz zgoraj) varovalno razmerje ob dospelosti, ne glede na tržne razmere, prinaša 0,11 EUR dobička. Izguba iz osnovnega izvoznega posla je ob visoki vrednosti EUR ravno nadomeščena z dobičkom iz naslova terminske pogodbe oziroma terminskega posla. Velja tudi obratno. Dobiček v primeru nizke prihodnje vrednosti EUR (visok tečaj) je ravno nadomeščen z izgubo iz naslova terminskega posla oziroma terminske pogodbe. Dobiček predstavlja obrestna mera in obdobje do dospeljta, ki prek paritete obrestnih mer določata izvršilni teča (glej Hull (1997) ali Campbell in Kracaw (1992)). Pri varovanju z opcijo (glej prikaz spodaj) pa si lahko podjetje pusti potencial dobička, ščiti pa samo tiste dogodke, ki lahko povzročijo porast vrednosti EUR.

Prikaz 17: Primer varovanja dolge pozicije v USD slovenskega izvoznika z opcijo



Vir: Lastni prikaz.

Za te primere podjetje kupi prodajno opcijo na ameriški dolar. Tako ima v primeru rasti tečaja sicer nekoliko manjši dobiček (ravno za znesek plačane premije za nakup opcije), v primeru padca tečaja pa se izguba iz izvoznega posla in dobiček iz naslova opcije izničujeta in podjetje zabeleži stabilen dobiček.

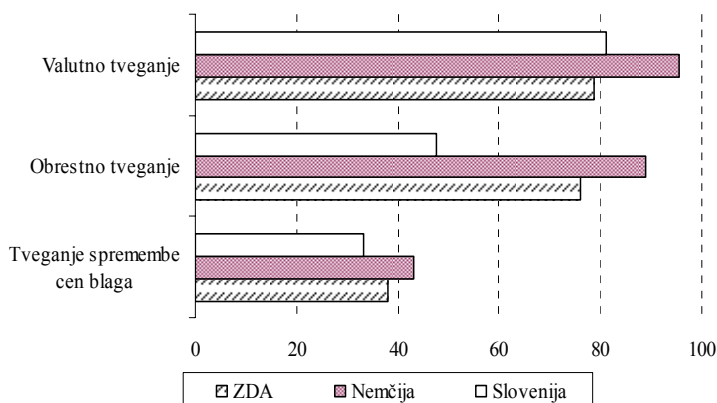
5.5. Področja uporabe

Tako ameriška, nemška, kakor tudi slovenska podjetja najpogosteje izvedene finančne instrumente uporabljajo za varovanje pred valutno izpostavljenostjo. Na drugem mestu po pogostosti uporabe, so izvedeni finančni instrumenti, ki so vezani na obrestno mero, najmanj pogosto pa podjetja uporabljajo izvedene finančne instrumente, ki se glasijo na blago. Bodnar in Gebhardt (1998) navajata (glej prikaz 18), da nemška podjetja pogosteje uporabljajo tako izvedene finančne instrumente na valute, na obresti, pa tudi tiste, ki varujejo pred spremembami cen blaga. Razlike so najmanjše pri slednjem (nekaj manj kot 5 odstotnih točk), pri valutnih in obrestnih instrumentih pa znašajo 17 in 13 odstotnih točk.

V primerjavi z ameriškimi podjetji, celo večji delež slovenskih podjetij uporablja valutne izvedene finančne instrumente, medtem ko je uporaba predvsem tistih, ki so vezani na obrestno mero, precej skromnejša – uporablja jih 47,62 odstotka slovenskih podjetij, ki

uporabljajo izvedene finančne instrumente, med ameriškimi podjetji pa ta delež znaša 75,9 odstotka.

Prikaz 18: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov po vrstah tveganja (v odstotkih)



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Bodnar in Gebhardt (1998) navajata, da velika večina podjetij uporablja več vrst izvedenih finančnih instrumentov. To še posebno velja za nemška podjetja. 44,9 odstotka jih te instrumente uporablja za varovanje pred vsemi tremi vrstami finančnega tveganja, 84,7 odstotka pa kombinacijo valutnih in obrestnih izvedenih finančnih instrumentov. Med ameriškimi podjetji je takšnih podjetij, ki te instrumente uporabljajo za vse tri vrste tveganja 26,7 odstotka, za valutno in obrestno tveganje hkrati pa 58,8 odstotka. Med slovenskimi podjetji, ki so odgovorila, da uporabljajo izvedene finančne instrumente, jih 14,3% uporablja te instrumente za varovanje tako valutne, obrestne, kakor tudi izpostavljenosti spremembam cen blaga. Valutne in obrestne instrumente uporablja 35,3 odstotka slovenskih podjetij.

Za slovenska podjetja raziskava pokaže značilnost, ki je bila ugotovljena že v anketi SIR-RCEF leta 2002. Podjetja namreč zaradi majhnosti in posledično velike odprtosti gospodarstva, največ pozornosti posvečajo spremembam deviznih tečajev. Pomembnost z velikostjo in deležem v tujini ustvarjenih prihodkov, raste, razlike med največjo in najmanjšo skupino anketiranih podjetij pa so statistično značilne.

Prikaz 19 prikazuje pomembnost vseh treh vrst finančnega tveganja pri podjetjih, razdeljenih po velikosti, zadolženosti in deležu v tujini generiranih prihodkov. Poleg zgoraj omenjenih razlik so omembe vredne še razlike med bolj in manj zadolženimi podjetji. Bolj zadolžena podjetja, obrestnemu tveganju pripisujejo večji pomen, vendar kljub relativno velikim razlikam, le-te niso značilne.

Prikaz 19: Zaznavanje pomembnosti posamezne vrste tveganja po velikosti, zadolženosti in izvozni usmerjenosti

		Devizni tečaj		Obrestna mera		Cena blaga	
		N	131	128	120		
Vsa podjetja	Ar. sredina	4,29		4,18		1,80	
	St. odklon	1,19		3,80		1,34	
		najmanjša	največja	najmanjša	največja	najmanjša	največja
Velikost	N	40	43	39	43	76	43
	Ar. sredina	3,93***	4,79***	3,87	4,07	1,70	2,00
	St. odklon	0,001		0,358		0,219	
		najmanjša	največja	najmanjša	največja	najmanjša	največja
Zadolženost	N	42	42	41	42	38	40
	Ar. sredina	4,24	4,50	3,88	4,98	2,03	1,70
	St. odklon	0,312		0,282		0,675	
		najmanjši	največji	najmanjši	največji	najmanjši	največji
Delež v tujini ustvarjenih prihodkov	N	69	43	70	41	64	38
	Ar. sredina	4,01***	4,7***	3,79	4,05	1,66	2,00
	St. odklon	0,001		0,187		0,188	

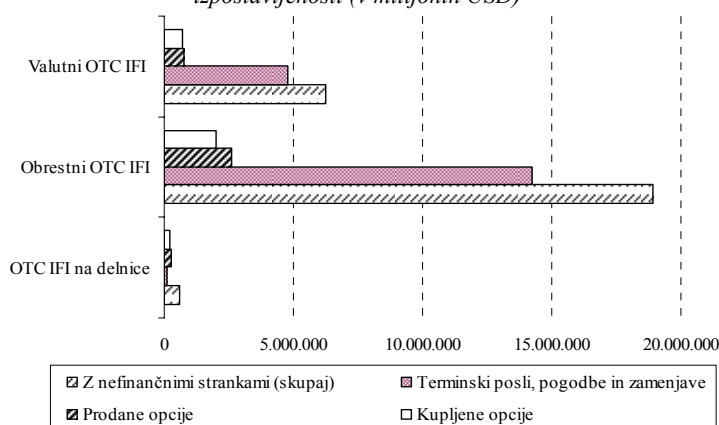
Vir: anketa SIR-RCEF.

Op. 1: Vrednosti so merjene s pomočjo petstopenjske lestvice.

Op. 2: Statistična značilnost je ugotovljena s t-testom, podjetja pa so v največji razred uvrščena, če presegajo vrednost 67. centila pri posamezni spremenljivki, in v najmanjšega, če ne dosežejo vrednosti 33. centila.

Kljub temu, da večji odstotek podjetij (tako slovenskih, ameriških, kakor tudi nemških) navaja uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumentov, pa na globalnem trgu nominalna vrednost izpostavljenosti, na katere se glasijo ti instrumenti, znaša precej več pri obrestnih instrumentih (prikaz 20).

Prikaz 20: Nominalna vrednost OTC izvedenih finančnih instrumentov na globalnem trgu po vrstah izpostavljenosti (v milijonih USD)



Vir: BIS Quarterly Review (2005).

Op.: Upoštevani so OTC izvedeni finančni instrumenti na globalnem trgu, torej tisti, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu, ampak se z njimi trguje z nasprotno stranko »prek okenc«.

Če upoštevamo transakcije, pri katerih so udeležena nefinančna podjetja, je njihova vrednost, na dan 31. december 2004, znašala 18.894 milijard USD. Nominalna vrednost kritih valutnih izpostavljenosti je na isti dan znašala 6.271 mili-jard USD (BIS Quarterly Review, 2005).⁴²

Pri primerjanju dospelosti ugotovimo, da gre pri obrestnih izvedenih finančnih instrumentih za varovanje za daljše obdobje kot pri valutnih izvedenih finančnih instrumentih (prikaz 21). Medtem, ko 36 odstotkov obrestnih izvedenih finančnih instrumentov dospe prej kot v enem letu, 36,5 odstotka v obdobju do petih let in 27,5 odstotka v obdobju, daljšem od enega leta, deleži pri valutnih instrumentih znašajo 72,5, 18,5 in 9 odstotkov. Pri valutnih izvedenih finančnih instrumentih so terminski posli in zamenjave bistveno daljše ročnosti kot opcije, pri obrestnih izvedenih instrumentih pa razlike niso izrazite.

⁴² BIS v poročilu navaja tudi izvedene finančne instrumente, ki se glasijo na delnice. Njihova nominalna vrednost je na dan 31. december 2004 znašala 586 milijard USD.

Prikaz 21: Nominalna vrednost OTC izvedenih finančnih instrumentov na globalnem trgu po ročnosti (v milijonih USD)

		Nad eno		
		Manj kot leto in manj	Več kot 5	
		eno leto	kot pet let	let
Valutni OTC IFI	Skupaj nefinančne stranke	4.557.835	1.153.127	560.304
	Terminski posli in zamenjave	3.323.891	921.286	524.350
	Prodane opcije	635.407	122.744	13.195
	Kupljene opcije	598.537	109.097	22.759
Obrestni OTC IFI	Skupaj nefinančne stranke	6.796.356	6.898.703	5.199.272
	Terminski posli in zamenjave	4.697.044	5.444.971	4.110.914
	Prodane opcije	1.124.694	861.607	642.899
	Kupljene opcije	974.618	592.125	445.459
OTC IFI na delnice	Skupaj nefinančne stranke	289.350	250.006	46.620
	Terminski posli in zamenjave	60.448	58.806	16.038
	Prodane opcije	129.036	108.164	20.264
	Kupljene opcije	99.866	83.036	10.318

Vir: BIS Quarterly Review (2005).

5.5.1. Obvladovanje valutnega tveganja

V skladu s priporočili sodobnih učbenikov mednarodnega finančnega managementa, podjetja najbolj pogosto varujejo denarni tok oziroma transakcijsko izpostavljenost (prikaz 22). Polovica ameriških podjetij to izpostavljenost varuje pogosto, nadaljnjih 43,5 pa občasno. Isto velja tudi za nemška in slovenska podjetja, za katera imamo zaradi natančnejše zastavljenih anketnih vprašanj, odgovore podrobneje razčlenjene. In sicer so ti podani ločeno za bilančne in izvenbilančne transakcije. Odstotki med nemškimi in slovenskimi podjetji pokažejo, da primerjalno nekoliko manj slovenskih podjetij varuje izvenbilančne transakcije.⁴³

Nemška podjetja relativno manj pogosto varujejo priča-kovane transakcije (tako tiste do enega leta, kot tiste nad enim letom). 55,3 odstotka ameriških podjetij pogosto varuje pričakovane transakcije do enega leta, medtem ko znaša delež med nemškimi 28,3 odstotka. Malokatera slovenska podjetja varujejo repatriacijo kapitala⁴⁴, nekoliko bolj pogosto kot nemška in ameriška podjetja pa varujejo translacijsko izpostavljenost (prikaz 22).

Mednarodna primerjava uporabljenih instrumentov kaže, da je za varovanje valutne izpostavljenosti, najpogosteje uporabljeni instrument terminski posel (prikaz 23), sledijo opcije in zamenjave ter terminske pogodbe (Bodnar in Gebhardt, 1998). Tako opcije, zamenjave in terminske pogodbe so veliko bolj pogoste med ameriškimi podjetji, medtem ko nemška podjetja nekoliko pogosteje uporabljajo najenostavnejši instrument

⁴³ Z izvenbilančnimi transakcijami so mišljeni nezaključeni posli (ang. commitments).

⁴⁴ 30 odstotnih točk razlike od ameriških in nemških podjetij.

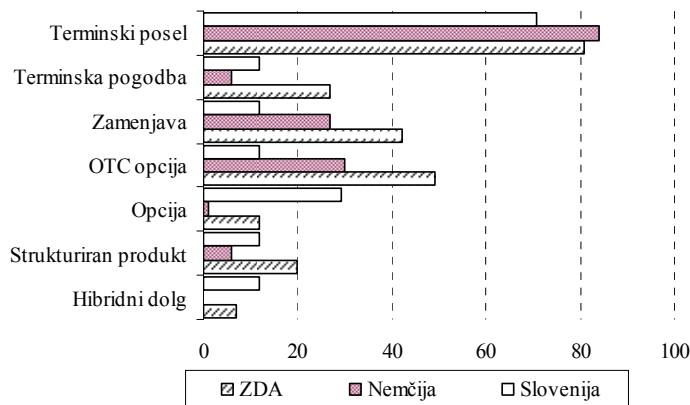
(terminsko pogodbo). Pri slovenskih podjetjih, ki varujejo valutno izpostavljenost z izvedenimi finančnimi instrumenti, jih največ (76 odstotkov) navaja terminske posle, relativna pomembnost opcij pa je velja kot v Nemčiji.

Prikaz 22: Značilnosti varovanja valutnega tveganja (v odstotkih)

	ZDA		Nemčija		Slovenija	
	Pogosto	Občasno	Pogosto	Občasno	Pogosto	Občasno
Pogodbene obveznosti	50,6	43,5	-	-	-	-
Bilančne transakcije	-	-	77,2	16,3	52,9	35,3
Izvenbilančne transakcije	-	-	29,3	50,0	46,2	38,5
Pričakovane transakcije do enega leta	55,3	36,5	28,3	41,3	50,0	37,5
Pričakovane transakcije nad eno leto	11,8	42,4	6,5	40,2	0,0	53,8
Ekon. oz. konkurenčna izpostavljenost	7,1	16,5	8,7	14,1	23,0	46,0
Repatriacije kapitala	37,6	37,6	38,0	37,0	6,2	31,3
Translacijska izpostavljenost	15,3	14,1	5,4	9,8	25,0	25,0

Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Prikaz 23: Pomen posameznih izvedenih finančnih instrumentov za varovanje valutne izpostavljenosti (v odstotkih)



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Op. 1: Upoštevani so odgovori 17. slovenskih podjetij, ki so odgovorila, da varujejo valutno izpostavljenost. Ameriška in nemška podjetja so na to vprašanje v anketi odgovarjala nekoliko drugače. Od njih je se je namreč pričakovalo, da navedejo instrumente od najbolj do najmanj pogosto obravnavanega instrumenta. Pri njih je posamezen instrument upoštevan, če se je le-ta uvrstil med tri najpogostejše uporabljane instrumente. Pri naših podjetjih je instrument upoštevan, če ga je podjetje navedlo. Tako je mogoče, da je pomen posameznih instrumentov v prikazu 7 pri slovenskih podjetjih relativno precenjen.

Obdobje, za katero slovenska podjetja sklepajo posle za varovanje izpostavljenosti, je le v redkih primerih krajše od trajanja izpostavljenosti (prikaz 24). Navadno podjetja varujejo ravno za obdobje izpostavljenosti (okoli 60 odstotkov podjetij) ali pa do konca planskega oziroma davčnega obdobja (33 odstotkov pri pogodbenih obveznostih). Pri repatriaciji kapitala in varovanju translacijske izpostavljenosti, slovenska podjetja obdobje varovanja v večji meri prilagajajo planskemu oziroma davčnemu obdobju.

Prikaz 24: Čas trajanja varovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti

	Ekonomska oz.				
	Pogodbene obveznosti N=12	Pričakovane transakcije N=14	konkurenčna izpostavljenost N=10	Repatriacija kapitala N=6	Translacijska izpostavljenost N=8
Zaščita krajša od trajanja izpostavljenosti	8,3	7,1	10	0	0
Zaščita obdobja trajanja izpostavljenosti	58,3	64,5	50	33,3	37,5
Zaščita daljša od trajanja izpostavljenosti	0	7,1	10	16,7	0
Zaščita do konca planskega oz. davčnega obdobja	33,3	21,4	30	50	62,5

Vir: anketa RCEF-IFI.

Za varovanje specifičnih izpostavljenosti naj bi bili posamezni izvedeni finančni instrumenti različno primerni (Giddy in Dufey, 1995). Tako se učbeniška argumentacija mednarodnega finančnega managementa glasi, da naj bi trdne obveznosti oziroma terjatve podjetje ščitilo z enostavnimi izvedenimi finančnimi instrumenti, npr. s terminskimi posli, medtem ko pričakovane obveznosti oziroma terjatve, z opcijami. Bodnar in Gebhardt (1998) ugotavljata, da z naraščanjem negotovosti denarnih tokov, relativni pomen opcij narašča (prikaz 25). Med ameriškimi podjetji je pomen opcij pri varovanju pričakovanih transakcij nad enim letom celo večji kot pomen terminskih poslov oz. pogodb.

Na podlagi empiričnih raziskav, mnogi avtorji ugotavljajo, da management v svetu asimetričnih informacij in transakcijskih stroškov, ne sledi niti popolni zaščiti pred tveganji, niti optimalni zaščiti z vidika lastnikov, temveč selektivni zaščiti skladno z notranjimi napovedmi in špekuliranjem o prihodnjih gibanjih ekonomskih spremenljivk (Fatemi, Glaum, 2000). Tako se podjetja skušajo do neke mere zaščititi pred stanji, kjer se uresničijo neljubi dogodki ter izpostaviti tveganjem v obratni smeri, kadar se pričakuje določene odklone od povprečja in tako izkoristiti pričakovane koristi pridobljenih informacij in posledično odprtih pozicij. V primeru, da ima podjetje konkurenčno prednost pred tek-meci na trgu je takšno prevzemanje finančnega (Fatemi, Luft, 2002).

Prikaz 25: Izvedeni finančni instrumenti glede na vrsto valutne izpostavljenosti (v odstotkih)

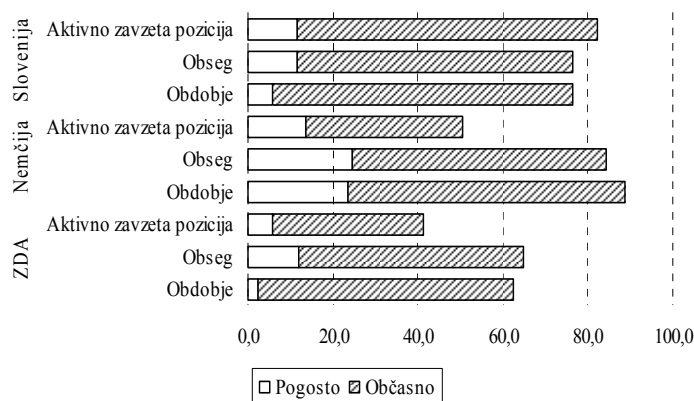
	ZDA			Nemčija			Slovenija		
	F	O	S	F	O	S	F	O	S
Pogodbene obveznosti	82,5	7,5	5,0						
Bilančne transakcije				69,6	16,3	7,6	76,5	11,8	11,8
Izvenbilančne transakcije				47,8	20,7	5,4	64,7	11,8	11,8
Pričakovane transakcije do enega leta	60,0	28,8	5,0	47,8	20,7	5,4	76,5	11,8	0,0
Pričakovane transakcije nad eno leto	21,3	31,3	2,5	23,9	17,4	3,3	47,1	11,8	0,0
Ekonom. oz. konkurenčna izpostavljenost	5,0	16,3	2,5	8,7	5,4	2,2	35,4	11,8	11,8
Repatriacije kapitala	82,5	7,5	7,5	58,7	4,3	12,0	23,5	0,0	0,0
Translacijska izpostavljenost	12,5	11,3	6,3	3,3	1,1	3,3	0,0	0,0	0,0

Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

*Op.: F – terminski posel ali terminska pogodba; O – opcija; S – zamenjava.

Pri pogostem vgrajevanju lastnih pogledov pri izvajanju strategije varovanja, prednjačijo nemška podjetja, saj jih 13,5 odstotkov pogosto aktivno zavzema pozicije glede na pridobljene in analizirane informacije, nadaljnjih 37,1 odstotka pa občasno (prikaz 26). Delež slovenskih podjetij, ki občasno zavzemajo aktivno pozicijo je sicer več kot nemških (70,6 odstotka), vendar jih to pogosto počne manj podjetij kot v Nemčiji (11,8%). Približno 24 odstotkov nemških podjetij pogosto prilagaja obseg ali obdobje varovanja pred valutnim tveganjem, medtem ko je delež med ameriškimi 2,4 in 11,8 odstoten, med slovenskimi pa 5,9 in 11,8 odstotka. Bodnar in Gebhardt (1998) poudarjata, da z velikostjo podjetja delež podjetij, ki aktivno vgrajuje lastne poglede pri varovanju valutnega tveganja, narašča.

Prikaz 26: Vgrajevanje lastnih pogledov pri varovanju valutne izpostavljenosti (v odstotkih)



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

5.5.2. Obvladovanje obrestnega tveganja

Pri obvladovanju obrestnega tveganja nemška podjetja izvedene finančne instrumente uporabljajo pogostejše kot ameriška, in sicer pri vseh tipih varovanja (prikaz 27). Nemška podjetja se v največji meri poslužujejo vnaprejšnje zagotovitve obrestnih mer.⁴⁵ Slovenska podjetja najpogostejše uporabljajo določanje razpona nad medbančno obrestno mero (72,7 %), relativno pogosto pa je tudi spreminjanje iz fiksne v spremenljivo obrestno mero.

Prikaz 27: Uporaba obrestnih izvedenih finančnih instrumentov (v odstotkih)

	ZDA		Nemčija		Slovenija	
	Pogosto	Občasno	Pogosto	Občasno	Pogosto	Občasno
Zamenjava iz fiksne v spremenljivo obrestno mero	10,0	55,6	6,0	60,7	36,4	72,7
Zamenjava iz spremenljive v fiksno obrestno mero	10,0	66,7	31,0	58,3	9,1	54,5
Določanje razpona	3,3	43,3	15,5	52,4	72,7	27,3
Vnaprejšnje določanje obrestne mere	1,1	45,6	20,2	65,5	27,3	54,5

Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Op. 1: Rezultati za slovenska podjetja v prikazu 11 lahko vendarle služijo le kot groba ocena, saj je poleg majhnega števila odgovorov (le 11 anketiranih podjetij uporablja obrestne izveden finančne instrumente), trenutno gibanje obrestnih mer (trend zniževanja) močno vpliva na poslovno prakso in potrebe po posameznih instrumentih.

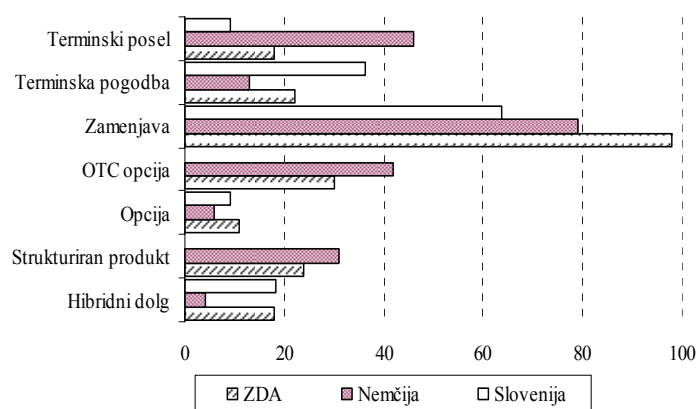
Medtem ko so za varovanje valutnih izpostavljenosti najprimernejši terminski posli, pa so za varovanje obrestnega tveganja daleč najbolj uporabljene zamenjave (prikaz 28).⁴⁶ Nemška podjetja se v primerjavi z ameriški in slovenski podjetji bolj zanašajo na terminske posle in OTC opcije. Nekoliko bolj kot ameriška podjetja tudi uporabljajo struk-turirane produkte.

Pri vgrajevanju lastnih pogledov pri varovanju obrestnega tveganja pa, z vidika aktivnega zavzemanja pozicij, prednjačijo slovenska podjetja (18,2% podjetij lastne poglede vgradi pogosto in 72,7% občasno).

⁴⁵ Iz prikaza 11 je sicer razvidno, da 31 odstotkov podjetij uporablja zamenjave iz spremenljive obrestne mere v fiksno, vendar je to po navedbah Bodnarja in Gebhardta (1998) posledica nizkih obrestnih mer v Nemčiji v času obdobja izvajanja ankete.

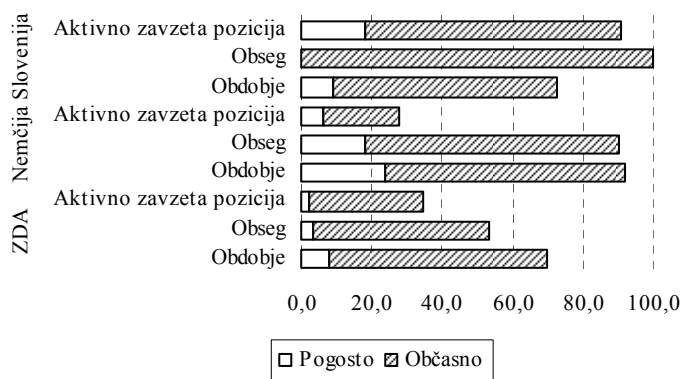
⁴⁶ Metodološko velja pri obrestnih izvedenih finančnih instrumentih enaka pristranskost kot pri valutnih (glej opombo 40).

Prikaz 28: Pomen posameznih izvedenih finančnih instrumentov za varovanje izpostavljenosti spremembam obrestnih mer (v odstotkih)



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Prikaz 29: Vgrajevanje lastnih pogledov pri varovanju obrestne izpostavljenosti (v odstotkih)



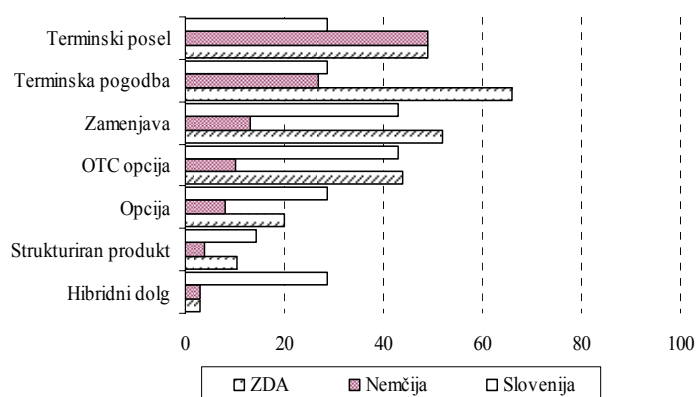
Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Z vidika prilagajanja obsega in obdobja pa nemška podjetja (prikaz 29) 23,6 odstotka jih glede na lastne napovedi, pogosto prilagodi obdobje varovanja, nadaljnjih 68,3 odstotka pa tako postopa občasno. Med ameriškimi podjetji je takšnih 7,8 in 62,2 odstotka, med slovenskimi pa 9,1 in 63,6. Obseg varovanja pogosto prilagaja 18,3 nemških, 3,3 ameriških in nobeno slovensko podjetje, občasno pa 72,0 odstotkov nemških, polovica ameriških in vsa slovenska podjetja.

5.5.3. Obvladovanje tveganja sprememb cen blaga

Ameriška in slovenska podjetja uporabljajo širšo paleto izvedenih finančnih instrumentov za varovanje izpostavljenosti spremembam cen blaga. Predvsem ta podjetja pogosteje navajajo uporabo zamenjav in opcij.

Prikaz 30: Pomen posameznih izvedenih finančnih instrumentov za varovanje izpostavljenosti spremembi cen blaga (v odstotkih)



Vir: Bodnar in Gebhardt (1998) in anketa RCEF-IFI.

Op. 1: Na anketno vprašanje o varovanju tveganja sprememb cen blaga je odgovorilo zgolj 7 slovenskih podjetij.

Oba instrumenta uporablja več kot polovica ameriških podjetij, medtem ko je takšnih 43 odstotkov med slovenskimi podjetji, ki se varujejo pred tem finančnim tveganjem. Nemška podjetja večinoma uporabljajo terminske posle oziroma terminske pogodbe.

6. ZAKLJUČEK

Anketa Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete o uporabi izvedenih finančnih instrumentih je pokazala, da so slovenska podjetja te instrumente začela uporabljati pred nedavnim, ter da je delež podjetij, ki jih uporablja, v primerjavi z deležem v ZDA in Nemčiji, nizek. Kljub temu, da so se podjetja komaj začela ukvarjati z varovanjem izpostavljenosti, jih večina kot najpomembnejši cilj navaja varovanje denarnega toka podjetja. Slovenska podjetja še nimajo oblikovane in dokumentirane politike obvladovanja finančnega tveganja, neredno poročajo o uporabi in njihovih učinkih, premoženja izvedenih finančnih instrumentov ne vrednotijo pogosto in pri odločanju ne uporabljajo tvegane vrednosti.

Kljub temu, da so slovenska podjetja v času raziskave pričakovala, da bodo v kratkem poslovala z valuto širokega evropskega gospodarskega območja, kar je povezano z manjšo valutno izpostavljenostjo, se je v istem času kazala potreba po varovanju obrestnega tveganja in tveganja spremembe cene blaga. Pričakovati je, da bodo slovenska podjetja v skladu s teorijo maksimizacije premoženja lastnikov, kljub relativno velikemu kadrovskemu in organizacijskemu vložku, vse bolj urejevala področje obvladovanja tveganj ter da bodo letna poročila družb iz leta v leto vsebovala več informacij o tem področju. Hkrati bo tudi vse manj izjav za javnost v smislu 'poslovali smo dobro, prodajo povečali, zaradi šibkega dolarja pa zabeležili izgubo'.

Podobno kot nemška in ameriška, tudi slovenska podjetja - še celo relativno bolj, izvedene finančne instrumente uporabljajo predvsem za varovanje valutne izpostavljenosti. Pri vseh treh vrstah izpostavljenosti, je delež podjetij, uporabnikov, med nemškimi podjetji, največji. Slovenska podjetja, skladno s priporočili učbenikov mednarodnega finančnega managementa, v največ primerih varujejo denarni tok, najpogosteje uporabljeni instrument je terminski posel, obdobje varovanja pa sovpada z obdobjem izpostavljenosti. Pri repatriaciji kapitala in varovanju translacijske izpostavljenosti, se slovenska podjetja ozirajo na plansko oziroma davčno obdobje. Slovenska podjetja pogosteje kot ameriška, vendar manj pogosto kot nemška podjetja uporabljajo lastne napovedi za prilagajanje varovanih razmerij.

Za obvladovanje obrestnega tveganja slovenska podjetja uporabljajo določanje razpona, najpogostejši instrument pa je zamenjava, podobno kot pri nemških in ameriških podjetjih. Primerjava kaže, da za obvladovanje določenih tveganj obstajajo instrumenti, ki so posebej primerni, in da je ta strokovna argumentacija pomembnejša od morebitnih razlik v poslovnem in kulturnem okolju, čeprav določene razlike obstajajo. Nemška podjetja v splošnem izvedene instrumente uporabljajo pogosteje, predvsem posegajo po enostavnih instrumentih in pogosteje vgrajujejo svoje napovedi in prilagajajo strategijo varovanja. Slovenska podjetja so pri vključevanju lastnih napovedi nekoliko manj aktivna, vendar še vseeno bolj kot ameriška, v primerjavi z njimi pa uporabljajo bolj osnovne izvedene finančne instrumente.

Podjetja, ki bolje obvladujejo finančno tveganje so bolj donosna, učinkovita, produktivna in plačilno sposobna ter uporabljajo več dolga. To pomeni, da obvladovanje finančnega tveganja v slovenskih podjetjih potrjuje teorijo maksimizacije premoženja lastnikov. Na prvi pogled pa so razlike in predznaki pri koeficientih obračanja stalnih in celotnih sredstev neintuitivni. Podjetja z bolj izpopolnjenim obvladovanjem tveganja imajo namreč nižje koeficiente obračanja in zaposlujejo več sredstev na zapslenega. Čeprav regresijski koeficienti kažejo na značilno izboljšanje koeficientov obračanja sredstev z boljšim obvladovanjem finančnega tveganja, je veliko podjetij razvrščenih med podjetja z bolj izpopolnjenim obvladovanjem finančnega tveganja zaradi narave sredstev. Razlog za to gre iskati v večji potrebi podjetij v kapitalsko intenzivnejših dejavnostih po obvladovanju tveganja.

Literatura

Aabo, Tom (2001), Exchange Rate Exposures and Strategies of Industrial Companies: An Empirical Study. *Thunderbirh International Business Review* 43, št. 3: 379-395.

Bajuk, Ermina (2005), »Uporaba izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje valutnega tveganja v slovenskih depozitnih finančnih institucijah.« magistrsko delo, Ljubljana : Ekonomska fakulteta.

Bartram, M. Soehnke, Brown, W. Gregory, Fehle, R. Frank (2003), International Evidence on Fiancial Derivatives Usage. *Economic Working Paper at WUSTL* 0307003: 1-69.

Bartram, M.S. (2000), Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 9, št. 5: p. 279-324.

Berk, Aleš (2003), Razvitost finančne funkcije v slovenskih podjetjih: Rezultati ankete. V: *Zbornik referatov*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo: 17-44.

Berk, Aleš (2005), Enterprise Risk Management Practices in Slovenia and Their Impact on Performance. Ljubljana, Delovni zvezek Ekonomske fakulteta št. 167.

Berk, Aleš, Peterlin, Jožko, Ribarič, Peter (2005), Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana, GV založba.

BIS 75th Annual Report (2005), Bank for International Settlements.

BIS Quarterly Review (2005), Bank for International Settlements.

Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus, J. Alan (2004), *Investments*. Šesta izdaja, Irwin: McGraw-Hill.

Bodnar, M. Gordon, Gebhardt Günther (1998), Derivatives Usage in Risk Management by U.S. and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. *NBER WP* 6705:1-27, [<http://www.nber.org/papers/w6705>].

Bodnar, M. Gordon, Hayt, S. Gregory, Marston, C. Richard (1998), 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management* 27, št. 4: 70-91.

Bodnar, M. Gordon, Hayt, S. Gregory, Marston, C. Richard (1996), Wharton 1995 Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management* 25, št. 4: 113-133.

Bodnar, M. Gordon, Hayt, S. Gregory, Marston, C. Richard Smithson, W. Charles (1995), Wharton Survey of Derivative usage by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management* 24, št. 2: 104-114.

Breeden, Douglas, Viswanathan, S. (1998), Why Do Firms Hedge? Duke University. Fuqua School of Business Working Paper.

Campbell, S. Tim, Kracaw, A. William (1993), Financial Risk Management: Fixed Income and Foreign Exchange. New York: Harper Collins College Publishers.

Cassidy, M. Steven, Constand, L. Richard, Corbett, B. Richard (1990), "The Market Value of the Corporate Risk Management Function" Journal of Risk & Insurance 57, št. 4: 67-773.

Copeland, E. Thomas (2002), "What Do Practitioners Want?" Journal of Applied Finance 12, št. 1: 5-12.

Doles, Jernej (2005), »Druga generacija izvedenih finančnih instrumentov.« Bančni vestnik 54, št. 1-2: 50-52.

Eiteman, D.K., Stonehill, A.I., Moffett, M.H. (1998), Multinational Business Finance. New York: Addison-Wesley.

Fatemi, Ali, Glaum, Martin (2000), Risk Management Practices of German Firms. Managerial Finance, Vol. 26, št. 3.

Fatemi, Ali, Luft, Carl. (2002), "Corporate Risk Management. Costs and Benefits." Global Finance Journal 13, št. 1: 29-38.

Froot, A. Kenneth, Scharfstein, S. David, Stein, C. Jeremy. (1993), "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies." Journal of Finance 48, št. 5: 1629-1658.

Giddy, H. Ian, Dufey, Gunter (1995), Uses and Abuses of Currency Options. Journal of Applied Corporate Finance 8, št. 3: 83-93.

Greene, H. William (2002), Econometric Analysis. 5th Edition, Prentice Hall.

Guay, Wayne, Kothary, S. P. (2003), How Much Do Firms Hedge with Derivatives? Journal of Financial Economics 70, št. 3: 423-461.

Hull, John (1997), Options, Futures and Other Derivatives. 3rd Edition, Prentice Hall.

Jorion, Philippe (2001), Financial Risk Manager Handbook 2001-2002. New York etc.: John Wiley & Sons, Inc.

Joseph, N., Hewins, R. (1997), The Motives for Corporate Hedging Among UK Multinationals. International Journal of Finance and Economics: 151-171.

Metodološko navodilo za predložitev letnih poročil in drugih podatkov gospodarskih družb in samostojnih podjetnikov posameznikov (2004), Ljubljana: AJ PES, 33 str. [http://www.ajpes.si/docDir/LP-metodolosko_navodilo_ZGDx.pdf].

Modigliani, Franco, Miller, Merton (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." American Economic Review 48, št. 3: 261-297.

Myers, S.C. (1977), "The Determinants of Corporate Borrowing." Journal of Financial Economics 5, št. 2: 147-175.

Myers, S. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle." Journal of Finance 39, št. 3: 575-592.

Nance, R. Deana, Smith, W. Clifford jr., Smithson, W. Charles (1993) "On the determinants of Corporate hedging." Journal of Finance 48, št. 1: 267-284.

Nathan, Lael Joseph (2000), "The Choice of Hedging Techniques and the Characteristics of UK Industrial Firms." Journal of Multinational Financial Management 10, št. 2: 161-184.

OECD Principles of Corporate Governance (2004), Organization for Economic Cooperation and Development.

Smith, C. Clifford, Stulz, M. Rene (1985), "The Determinants of Firms' Hedging Policies." Journal of Financial and Quantitative Analysis 20, št. 4: 391-405.

Steil, B. (1993), Corporate Foreign-Exchange Risk Management - A Study in Decision-Making Under Uncertainty. Journal of Behavioral Decision Making 6, št. 1: 1-31.

Tufano, Peter. 1996. "Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry." Journal of Finance 51, št. 4: 1097-1113.

Tufano, Peter (1998), "Agency Cost of Corporate Risk Management." Financial Management 27, št. 1: 67-77.

White, I.Gerald, Sondhi, C. Ashwinpaul, Fried, Dov (1998), The Analysis and Use of Financial Statements, Druga izdaja, New York: John Wiley & Sons, Inc.

Zakon o finančnem poslovanju podjetij (ZFPPod) (Uradni list Republike Slovenije, št. 54/99, 110/99 in 93/02 – odl. US).

Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 32/98-1451, 37/98-1719, 84/98, 6/99, 54/99-2543, 36/00-1687, 45/01 (popr. 59/01), 50/02-2457, 93/02-4672, 57/04 in 139/04).

Priloga I.

**Porazdelitev vrednosti spremenljivke o zavedanju pomembnosti obvladovanja
finančnega tveganja RISK_F**

Prikaz 31: Porazdelitev vrednosti oblikovane spremenljivke RISK_F

	RISK_F
N	137
Povprečje	7,7778
Mediana	7,4970
St. odklon	3,6042
Min.	0,0000
Maks.	18,1600
33-ti centil	5,9960
67-ti centil	9,3296

Vir: Anketa SIR-RCEF.

Priloga II.

Izračun finančnih kazalcev

Prikaz 32: Izračun kazalcev uspešnosti

Finančni kazalci uspešnosti so, na podlagi metodologije AJPES (2004), izračunani za leto 2003. Pri izračunih denarnega toka v prodaji, čistega dobička v prodaji in donosnosti lastniškega kapitala je zaradi izključitve izrednih dogodkov vedno upoštevan dobiček iz rednega delovanja in ne čisti dobiček. Sicer standardne spremenljivke imajo zato podaljšek »_A«.

Denarni tok v prodaji <i>CFS_A</i>	$\frac{aop152 - aop153 + aop121}{aop090}$
EBITDA v prodaji <i>EBITDAS</i>	$\frac{(aop125 - aop126) + aop121}{aop090}$
Bruto profitna stopnja <i>GPM</i>	$\frac{aop090 - aop104}{aop090}$
Neto dobiček v prodaji <i>NIS_A</i>	$\frac{aop152 - aop153}{aop090}$
Donosnost sredstev - <i>ROA</i>	$\frac{aop125 - aop126}{avg.[aop001]}$
Donosnost lastniškega kapitala – <i>ROE_A</i>	$\frac{aop152 - aop153}{avg.[aop050] + avg.[aop067]}$
Večkratnik plačila obresti <i>TIE</i>	$\frac{aop125 - aop126}{aop146}$

Vir: Baza podatkov AJPES za leti 2002 in 2003; Metodološka pojasnila AJPES (2004); avtorjevo oblikovanje.

Prikaz 33: Izračun kazalcev učinkovitosti

Finančni kazalci učinkovitosti so, na podlagi metodologije AJPES (2004), izračunani za leto 2003.

Koeficient obračanja terjatev <i>ARTO</i>	$\frac{aop090}{avg.[aop035]}$
Koeficient obračanja zalog <i>ITO</i>	$\frac{aop104 - aop110}{avg.[aop023]}$
Koeficient obračanja stalnih sredstev - <i>FATO</i>	$\frac{aop090}{avg.[aop002]}$
Koeficient obračanja celotnih sredstev - <i>ATO</i>	$\frac{aop090}{avg.[aop001]}$

Vir: Baza podatkov AJPES za leti 2002 in 2003; Metodološka pojasnila AJPES (2004); avtorjevo oblikovanje.

Prikaz 34: Izračun kazalcev produktivnosti

Finančni kazalci produktivnosti so, na podlagi metodologije AJPES (2004), izračunani za leto 2003.

Prodaja na zaposl. <i>SE</i>	$\frac{aop090}{aop169}$
Sredstva na zaposl. <i>AE</i>	$\frac{aop001}{aop169}$
Produktivnost dela - <i>PR</i>	$\frac{aop104 + (\Delta aop024) + (\Delta aop025) + (\Delta aop026) + (\Delta aop027)}{aop169}$

Vir: Baza podatkov AJPES za leti 2002 in 2003; Metodološka pojasnila AJPES (2004); avtorjevo oblikovanje.

Prikaz 35: Izračun kazalcev sestave kapitala

Finančni kazalci strukture kapitala so, na podlagi metodologije AJPES (2004), izračunani za leto 2003.

Zadolženost brez upoštevanja kratkoročnega	$\frac{AOP068 - AOP075}{(AOP068 - AOP075) + (AOP050 + AOP067)}$
--	---

dolga - <i>LESTFL</i>	
Zadolženost z upoštevanjem kratkoročnega dolga - <i>LISTFL</i>	$\frac{AOP068 - AOP075 + AOP077 + AOP076}{(AOP068 - AOP075 + aop077 + aop076) + (AOP075 - AOP076)}$

Vir: Baza podatkov AJPES za leto 2003; Metodološka pojasnila AJPES (2004); avtorjevo oblikovanje.

Prikaz 36: Izračun kazalcev plačilne sposobnosti

Finančni kazalci plačilne sposobnosti so, na podlagi metodologije AJPES (2004), izračunani za leto 2003.

Kratkoročni koeficient - <i>CR</i>	$\frac{AOP022}{AOP075}$
Pospešeni koeficient – <i>QR</i>	$\frac{AOP022 - AOP023}{AOP075}$

Vir: Baza podatkov AJPES za leto 2003; Metodološka pojasnila AJPES (2004); avtorjevo oblikovanje.

Priloga III.

Opisne statistike uporabljenih finančnih kazalcev

Prikaz 37: Opisne statistike finančnih kazalcev za podjetja v vzorcu ankete SIR-RCEF

	N	Aritm. sr.	Mediana	St. odkl.	Centili					
					1	5	25	75	95	99
ROE_A	129	0,0704	0,0549	0,1863	-0,5730	-0,2652	0,0043	0,1461	0,3674	0,6935
CFS_A	131	0,1292	0,0704	0,3544	-0,6614	-0,0434	0,0424	0,1485	0,3373	2,8404
EBITDAS	131	0,1065	0,0894	0,1517	-0,6756	-0,0363	0,0503	0,1506	0,3161	0,7711
GPM	131	0,3591	0,3677	0,2077	-0,4064	0,0681	0,2216	0,4814	0,7333	0,8762
NIS_A	135	0,0337	0,0161	0,2646	-0,9066	-0,2095	0,0000	0,0574	0,1994	1,8519
ROA	133	0,0071	0,0345	0,8367	-5,8394	-0,0997	0,0024	0,0813	0,2360	2,9851
TIE	132	212,0998	1,4591	2.200,3817	-178,2832	-13,5712	0,1577	5,1298	35,3100	17,715,49
ARTO	133	7,2273	5,3387	8,4518	0,0000	1,3073	3,5549	7,7747	20,3330	62,9006
ITO	111	21,1046	5,0707	75,4338	0,1933	1,2542	2,9740	12,8056	78,8078	692,2531
FATO	132	6,0314	2,1386	26,3050	0,0044	0,1596	1,1325	3,9246	11,2405	224,8150
ATO	133	1,2927	1,1239	0,8995	0,0000	0,1080	0,7208	1,6313	3,0872	5,1553
SE	131	268,3631	147,3945	383,4715	7,9683	50,2920	86,7405	275,8385	861,1266	2.806,5875
AE	131	405,5003	159,4220	1.215,0117	12,4741	33,2264	82,5291	326,7100	1.355,3730	10.274,15
PR	131	205,7030	89,6282	362,1728	4,6947	16,9253	47,7316	195,5940	776,9344	2.639,0371
LESTFL	133	0,2200	0,0946	0,4158	0,0000	0,0000	0,0003	0,2945	0,8480	3,0128
LISTFL	133	0,3055	0,2195	0,4133	0,0000	0,0000	0,0620	0,4322	0,8530	3,0128
CR	133	1,7655	1,2623	1,6987	0,0123	0,3015	0,9183	1,8977	4,7672	9,4757
QR	133	1,3591	1,0141	1,3868	0,0095	0,1700	0,5948	1,5131	3,6895	7,9046

Vir: AJPES (2002-03) in lastni izračuni.

Op. 1: Senčena polja predstavljajo območje vrednosti osamelcev.

Priloga IV.
Rezultati OLS univariatne regresijske analize in parametrične primerjave povprečij

Prikaz 38: Vpliv obvladovanja tveganja na kazalce uspešnosti

V prikazu 38.1 so predstavljeni rezultati regresijske analize. Le-ta ni namenjena določanju natančne oblike odvisnosti, temveč zgolj preverjanju vpliva obvladovanja tveganja na uspešnost podjetij. Breusch-Paganov test heteroskedastičnosti pri nobenem izmed kazalcev ne kaže na prisotnost heteroskedastičnosti, razen pri kazalcu obračanja celotnih sredstev GPM. Pri njem je za izračun vrednosti t-testa uporabljena homoskedastično-konsistentna standardna napaka. Kazalci uspešnosti za leto 2003 so izračunani na podlagi baze podatkov AJPEŠ za leti 2003 in 2002. V prikazu 38.2 pa so predstavljeni rezultati testiranja razlik v aritmetičnih sredinah kazalcev uspešnosti dveh neodvisnih vzorcev. Prvi vzorec sestavljajo podjetja, ki imajo najbolj razvito obvladovanje tveganja (najbolj), drugega pa tista podjetja, ki imajo obvladovanje tveganja najmanj razvito (najmanj), zopet razdeljeno po vrstah tveganja. »St.zn.« predstavlja stopnjo značilnosti razlik, »Det.k.« pa vrednost determinacijskega koeficienta.

Prikaz 38.1

	<i>RISK_F</i>		
	N	Koeficient	St.zn.
<i>CFS_A</i>	131	0,0146***	0,0001
<i>EBITDAS</i>	131	0,0101***	0,0001
<i>GPM</i>	131	0,0370***	0,0001
<i>NIS_A</i>	135	0,0052*	0,0493
<i>ROA</i>	133	0,0054**	0,0276
<i>ROE_A</i>	129	0,0073***	0,0002
<i>TIE</i>	120	0,3340***	0,0001

Prikaz 38.2.

		RISK_F		
		N	Aritm.sr.	St.zn.
<i>T-test</i>				
<i>CFS_A</i>	najmanj	43	0,0790	0,221
	najbolj	44	0,1859	
<i>EBITDAS</i>	najmanj	43	0,0762	0,574
	najbolj	44	0,0961	
<i>GPM</i>	najmanj	43	0,3677	0,612
	najbolj	44	0,3443	
<i>NIS_A</i>	najmanj	44	0,0201	0,803
	najbolj	43	0,0264	
<i>ROA</i>	najmanj	43	0,0373	0,999
	najbolj	44	0,0373	
<i>ROE_A</i>	najmanj	41	0,0786	0,926
	najbolj	44	0,0745	
<i>TIE</i>	najmanj	39	4,5500	0,403
	najbolj	42	3,1423	

Op.: * označuje zanesljivost razlik pri stopnji tveganja manj kot 5%, ** pri manj kot 1% in *** pri manj kot 0,1%.

Prikaz 39: Vpliv obvladovanja tveganja na kazalce učinkovitosti

V prikazu 39.1 so predstavljeni rezultati regresijske analize. Le-ta ni namenjena določanju natančne oblike odvisnosti, temveč zgolj preverjanju vpliva obvladovanja tveganja na učinkovitost upravljanja s sredstvi podjetij. Breusch-Paganov test heteroskedastičnosti pri nobenem izmed kazalcev ne kaže na prisotnost heteroskedastičnosti, razen pri kazalcu obračanja celotnih sredstev ATO. Pri njem je za izračun vrednosti t-testa uporabljena homoskedastično-konsistentna standardna napaka. Kazalci učinkovitosti za leto 2003 so izračunani na podlagi baze podatkov AJ PES za leti 2003 in 2002. V prikazu 39.2 pa so predstavljeni rezultati testiranja razlik v aritmetičnih sredinah kazalcev učinkovitosti dveh neodvisnih vzorcev. Prvi vzorec sestavljajo podjetja, ki imajo najbolj razvito obvladovanje tveganja (najbolj), drugega pa tista podjetja, ki imajo obvladovanje tveganja najmanj razvito (najmanj), zopet razdeljeno po vrstah tveganja. »St.zn.« predstavlja stopnjo značilnosti razlik, »Det.k.« pa vrednost determinacijskega koeficienta.

Prikaz 39.1

	RISK_F		
	N	Koeficient	St.zn.
ARTO	133	0,7510***	0,0001
ITO	111	2,2139**	0,0084
FATO	111	0,3685***	0,0001
ATO	133	0,1318***	0,0001

Prikaz 39.2

		RISK_F		
		N	Aritm.sr.	St.zn.
ARTO	najmanj	44	7,6090	0,390
	najbolj	45	6,2779	
ITO	najmanj	33	15,4617	0,581
	najbolj	39	27,4306	
FATO	najmanj	44	5,2631	0,221
	najbolj	44	2,6131	
ATO	najmanj	44	1,3378	0,174
	najbolj	45	1,1123	

Op.: * označuje značilnost razlik pri stopnji tveganja manj kot 5%, ** pri manj kot 1% in *** pri manj kot 0,1%.

Prikaz 40: Vpliv obvladovanja tveganja na kazalce produktivnosti

V prikazu 40.1 so predstavljeni rezultati regresijske analize. Le-ta ni namenjena določanju natančne oblike odvisnosti, temveč zgolj preverjanju vpliva obvladovanja tveganja na produktivnost podjetij. Breusch-Paganov test heteroskedastičnosti pri nobenem izmed kazalcev ne kaže na prisotnost heteroskedastičnosti. Kazalci produktivnosti za leto 2003 so izračunani na podlagi baze podatkov AJ PES za leti 2003 in 2002. V prikazu 40.2 pa so predstavljeni rezultati testiranja razlik v aritmetičnih sredinah kazalcev produktivnosti dveh neodvisnih vzorcev. Prvi vzorec sestavljajo podjetja, ki imajo najbolj razvito obvladovanje tveganja (najbolj), drugega pa tista podjetja, ki imajo obvladovanje tveganja najmanj razvito (najmanj), zopet razdeljeno po vrstah tveganja. »St.zn.« predstavlja stopnjo značilnosti razlik, »Det.k.« pa vrednost determinacijskega koeficienta

Prikaz 40.1

	RISK_F		
	N	Koeficient	St.zn.
SE	131	3.108***	0,0001
AE	131	5.262***	0,0001
PR	131	2.410***	0,0001

Prikaz 40.2

		RISK_F		
		N	Mean	St.zn.
SE	najmanj	44	20.424,4300	0,219
	najbolj	43	29.010,7000	
AE	najmanj	44	23.383,0200	0,205
	najbolj	43	57.700,9300	
PR	najmanj	44	15.183,2100	0,230
	najbolj	43	23.245,7200	

Op.: * označuje znančilnost razlik pri stopnji tveganja manj kot 5%, ** pri manj kot 1% in *** pri manj kot 0,1%.

Prikaz 41: Vpliv obvladovanja tveganja na kazalce strukture kapitala

V prikazu 41.1 so predstavljeni rezultati regresijske analize. Le-ta ni namenjena določanju natančne oblike odvisnosti, temveč zgolj preverjanju vpliva obvladovanja tveganja na strukturo kapitala podjetij. Breusch-Paganov test heteroskedastičnosti pri nobenem izmed kazalcev ne kaže na prisotnost heteroskedastičnosti. Kazalca strukture kapitala sta izračunana na podlagi baze podatkov AJPEŠ za leto 2003. V prikazu 41.2 pa so predstavljeni rezultati testiranja razlik v aritmetičnih sredinah kazalcev strukture kapitala dveh neodvisnih vzorcev. Prvi vzorec sestavljajo podjetja, ki imajo najbolj razvito obvladovanje tveganja (najbolj), drugega pa tista podjetja, ki imajo obvladovanje tveganja najmanj razvito (najmanj), zopet razdeljeno po vrstah tveganja. »St.zn.« predstavlja stopnjo značilnosti razlik, »Det.k.« pa vrednost determinacijskega koeficienta

Prikaz 41.1

	RISK_F		
	N	Koeficient	St.zn.
LESTFL	133	0,0223***	0,0001
LISTFL	133	0,0313***	0,0001

Prikaz 41.2.

		RISK_F		
		N	Mean	St.zn.
LESTFL	najmanj	44	0,2630	0,513
	najbolj	45	0,1965	
LISTFL	najmanj	44	0,3682	0,365
	najbolj	45	0,2770	

Op.: * označuje značilnost razlik pri stopnji tveganja manj kot 5%, ** pri manj kot 1% in *** pri manj kot 0,1%.

Prikaz 42: Vpliv obvladovanja tveganja na kazalce plačilne sposobnosti

V prikazu 42.1 so predstavljeni rezultati regresijske analize. Le-ta ni namenjena določanju natančne oblike odvisnosti, temveč zgolj preverjanju vpliva obvladovanja tveganja na plačilno sposobnost podjetij. Breusch-Paganov test heteroskedastičnosti pri nobenem izmed kazalcev ne kaže na prisotnost heteroskedastičnosti. Kazalca likvidnosti sta izračunana na podlagi baze podatkov AJPEŠ za leto 2003. V prikazu 42.2 pa so predstavljeni rezultati testiranja razlik v aritmetičnih sredinah kazalcev plačilne sposobnosti dveh neodvisnih vzorcev. Prvi vzorec sestavljajo podjetja, ki imajo najbolj razvito obvladovanje tveganja (najbolj), drugega pa tista podjetja, ki imajo obvladovanje tveganja najmanj razvito (najmanj), zopet razdeljeno po vrstah tveganja. »St.zn.« predstavlja stopnjo značilnosti razlik, »Det.k.« pa vrednost determinacijskega koeficienta.

Prikaz 42.1

	RISK_F		
	N	Koeficient	St.zn.
CR	133	0,187***	0,0001
OR	133	0,1432***	0,0001

Prikaz 42.2

		RISK_F		
		N	Mean	St.zn.
CR	najmanj	44	1,5612	0,470
	najbolj	45	1,8093	
QR	najmanj	44	1,1574	0,469
	najbolj	45	1,3515	

Op.: * označuje zaničilnost razlik pri stopnji tveganja manj kot 5%, ** pri manj kot 1% in *** pri manj kot 0,1%.

STVARNO KAZALO

A

Alternativna hipoteza · 21
Alternativne tehnike zaštite (ang. internal hedging techniques) · 35
Analitično orodje · 10
Anketno vprašanje · 44, 64
Anketa SIRRCEF · 61
AROE · 30
Asset-liability management · 16
ATO · 24, 26

B

Barrier opcija · 36
Bilančni vpliv · 51
Bilančna postavka · 51
Blaginja · 17
Breush - Paganov test · 26

C

Cash flow hedging · 17
Celovit pristop · 20
Cenovna finančna tveganja · 9
Centralizacija · 40, 41
Cilj maksimiranja tržne vrednosti podjetja · 12
Copeland · 14, 27

D

Davčni prihranki · 13
Davčni argument · 13
Davčni sistem · 13
Davčni ščit (ang. tax shield). · 14
Davčna stopnja · 13
Decentralizacija · 40
Degresivno naraščajoča
funkcija · 18
Delniška opcija · 19
Denarni tok · 14, 15, 23, 37, 52, 73, 83
Depozit · 33, 57
Devalvacija · 52
Dobiček · 58 - 60
Dolgoročno posojilo · 54
Določanje razpona · 69, 70, 74
Dolžniško financiranje · 17
Dospelost · 55 - 63
Družbena odgovornost · 12

E

EBITDAS · 26, 31, 86-88
empirične študije · 13
empiričnih raziskav · 67
enostavnih instrumentih · 74
enotno valuto · 33

F

FATO · 24, 26, 84 - 90
Financiranje poslovanja · 51
Finančna stiska (ang. financial distress · 13 - 16
Finančni kazalec · 22, 23
Finančna transakcija · 58
Finančni inženiring · 20
Finančni izkaz · 51

G

GPM · 26 - 30, 83 - 88

H

Hedging · 6, 7, 16, 17, 35
Heteroskedastičnost · 26, 87 - 95

I

Informacijska moč · 23, 24
Integriteta finančnega izkaza · 9
Interesna skupina podjetja · 12
Investicijska olajšava · 13
Izguba · 58 - 60
Izvenbilančna
 transakcija · 65 - 68
Izvršilni tečaj · 58 - 60

K

Kadrovska zmogljivost
 podjetja · 19
Kapaciteta zadolževanja · 14
Kapitala · 15, 56 - 74
Kazalci:
 ~uspešnosti
 ~učinkovitosti
 ~produktivnosti
 ~strukture kapitala
 ~plačilne sposobnosti ·

23 - 26, 83, - 91
Klirinška hiša · 57
Koeficient obračanja · 26, 74
Konkavnost · 18
Konkurenčna prednost · 68
Konkurenčna prednost · 10
Konkurenčna sposobnost · 52
Konsistenten sistem · 29
KonTraG Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich · 8
Konveksnost obdavčenja
(ang. Convex tax schedule) · 13, 18
Korelacija · 52
Kreditno tveganje · 5, 42
Kvantifikacija · 10

L

Lastni pogled · 69, 70
Lastniški kapital · 23, 30, 51, 54
LEV · 30
Likvidnost · 42
Likvidnostna preferenca · 54
LTCM · 21

M

Maksimizacija
premoženja · 12 - 19
Management priljubljenih projektov
(ang. pet projects) · 17
Manager tveganja · 40
Market quote service · 47, 48
Mednarodni finančni sistem · 52
Mednarodni računovodski standard · 8
Medsebojna odvisnost · 9
Mejno kritje · 57
Metodologija študije · 12, 23

N

Napovedi · 72, 74
Neorganiziranost · 47
Neposredni stroški
transakcije · 13
Nestanovitnost · 19, 50, 52
Neto denarni tok iz poslovanja (ang. net operating cash flow) · 15
Neto premoženje, · 55
Neto sedanja
vrednost · 15, 52, 54
Nevarovan posel · 51
Nezadosten obseg naložb
(ang. underinvestment prob-lem). · 15

Ničelna hipoteza · 23
Nihanje · 48, 53
NOEMP · 30
Nominalna vrednost · 63, 64

O

Obračunan davek · 52
Obrestno tveganje · 4, 16, 54, 62
Obrestne mere · 53 - 55, 69 - 70
Obvladovanje
 izpostavljenosti · 49
Obvladovanje
 tveganja · 8 - 27, 40, 87 - 95
Odjemalci · 55
Odklon · 68
Odstopanje od načrtov · 9
Odstotne točke · 60, 65
Omejitvene zaveze (ang. restrictive covenants). · 14
Opcije · 19, 37, 58, 59, 66 - 72
Oportuniteti stroški · 54
Organizacijske oblike · 12, 21, 44, 57
OTC · 46, 63 - 66, 70 - 72

P

Padec tečaja · 60
Pecking order hypothesis · 15
Plain vanilla · 36
Porast vrednosti EUR · 59
Poročanje · 21, 43 - 45
Poslovni izid, · 51
Poslovno finančno načelo · 8
Potencial dobička, · 59
Povečevanje transparentnosti · 9
Povpraševanje · 53
Preglednost poslovanja · 8
Premajhen obseg izvedenih investicij · 12
Premija · 37, 54, 58
Prenos tveganja (ang. risk sharing) · 16
Prepoznava · 8
Previsoka stopnja · 13
Prevzem evra · 35
Principal · 13
Prodajna opcija · 60
Progresivna obdavčitev
 podjetij · 13
Promptni trg · 56

R

Racionalni investitor · 11

Računovodski standard · 51
Razpršitev · 11
RCEF-IFI · 21
Regresijska analiza · 23, 25
Regresijska enačba · 26, 27
Regresijski koeficient · 75
Repatriacija
 kapitala · 65 - 68, 74
Revalvacija · 52
Rezultat poslovnega
 procesa · 55
RISK_F · 22 - 24
ROA · 24, 30, 31

S

Sarbanes · 8
Segment ročnosti · 54
Sestavljen kodeks · 8
SIR-RCEF · 4, 20, 25
Sistematično tveganje · 11
Sofisticiranost · 36
Sprememba cene blaga · 55
Sprememba
 deviznega tečaja · 62
Spremenljiva
 obrestna mera · 54, 70
Stabilen dobiček · 60
Stopnja vpetosti · 32
Strategija obvladovanja
 tveganja · 8
Strategija varovanja · 68, 74
Strateško tveganje · 40
Strošek kapitala · 54
Strošek agenta · 19
Substitut za navadni lastniški kapital (ang. substitute for equity) · 14

Š

Šibek dolar · 73

T

Tečajna razlika · 51
Teorija maksimizacije premoženja lastnikov · 13
Teorija stroškov agentov · 16
Teorija maksimizacije · 74
Terminska cena · 55, 56
Terminska pogodba (ang. futures contracts) · 20
Terminski posel (ang. forward contracts · 20, 57, 63 - 74
Terminska
 pogodba · 57 - 59

TIE · 24, 26, 27, 55
Transakcijska
 izpostavljenost · 52, 54, 64
Transakcijski
 stroški · 11, 12, 68
Translacijska vrednost · 55
Tržna obrestna mera · 54, 55
Tržno pričakovanje · 53
Tržna vrednost podjetja · 55
Turnbullovo poročilo · 8
Tvegana vrednost · 48, 49
Tveganja
 (ang. risk managers) · 20
Tveganje delovanja · 20, 40

U

Učinek dobička/izgube · 51
Učinek tokov · 51
Univariatni
 regresijski model · 24
Upniško financiranje · 27

V

VAEMP · 30
Valutna
 izpostavljenost · 28, 35, 65
Valutno tveganje · 50
Varovalno razmerje · 59
Varovanje · 47, 49, 55, 61
Varovanje denarnega toka · 37, 38, 73
Varovanje računovodskega dobička · 37
Večkratnik plačanih obresti (ang. times interest
 earned) · 14
Vladanje podjetjem · 8,9
Volatilnost · 14, 17, 18, 25
Vrednotenje premoženja · 47

Z

Zamenjave
 (ang. swaps) · 20, 47, 57,58
Zavarovanje
 varovane postavke · 49
Zunajbilančno
 zavarovanje · 57