

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**TEORETIČNI MOTIVI UPRAVLJANJA S TVEGANJI
V PODJETJIH**

Ljubljana, avgust 2008

MATEVŽ SKOČIR

IZJAVA

Študent MATEVŽ SKOČIR izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. IGORJA LONČARSKEGA, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne

Podpis:

KAZALO VSEBINE

KAZALO VSEBINE.....	I
KAZALO SLIK.....	II
1 UVOD	1
2 OPREDELITEV TVEGANJA IN VRSTE TVEGANJ.....	3
3 UPRAVLJANJE S TVEGANJI V PODJETJIH.....	4
4 UPRAVLJANJE S TVEGANJI IN CILJ POSLOVANJA PODJETJA	5
5 IRELEVANTNOST UPRAVLJANJA S TVEGANJI V PODJETJIH.....	6
6 TEORETIČNI MOTIVI ZA UPRAVLJANJE S TVEGANJI.....	7
6.1 ZMANJŠANJE DAVČNIH OBVEZNOSTI.....	7
6.2 IZBOLJŠANJE INVESTICIJSKE POLITIKE.....	9
6.3 ZMANJŠANJE STROŠKOV FINANČNE STISKE.....	11
6.3.1 Neposreden vpliv stroškov finančne stiske na tržno vrednost podjetja	11
6.3.2 Stroški finančne stiske, struktura kapitala podjetja in motiv povečanja davčnih prihrankov.....	14
6.4 ZMANJŠANJE STROŠKOV AGENTOV	15
6.4.2 Upravljanje s tveganji za povečanje osebnih koristi managerjev	17
6.4.3 Upravljanje s tveganji na podlagi asimetrije informacij	18
7 REZULTATI EMPIRIČNIH RAZISKAV	19
8 SLABOSTI TEORIJE UPRAVLJANJA S TVEGANJI V PODJETJIH.....	21
9 ZAKLJUČEK.....	22
10 LITERATURA IN VIRI	23
11 SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV	26

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Učinek upravljanja s tveganji na pričakovano davčno obveznost podjetja.....</i>	<i>8</i>
<i>Slika 2: Vpliv upravljanja tveganj na stroške finančne stiske.....</i>	<i>12</i>
<i>Slika 3: Vpliv upravljanja tveganj na stroške finančne stiske.....</i>	<i>13</i>

1 UVOD

V zadnjem času je postalo upravljanje s tveganji ena ključnih aktivnosti v finančnih oddelkih tako finančnih kot tudi nefinančnih podjetij. Večji pomen in potreba po aktivnem ukvarjanju s tveganji izhajata predvsem iz večje izpostavljenosti podjetja različnim tveganjem, ki je posledica vse večje nepredvidljivosti v mednarodnem poslovnem in finančnem okolju, vse bolj globaliziranega delovanja podjetij in manjše razpršitve njihovih poslovnih aktivnosti. K večjemu pomenu obvladovanja tveganj je bistveno pripomogel tudi razvoj finančne industrije s pestro ponudbo najrazličnejših finančnih produktov ter z odpravo ovir za prost pretok kapitala. Vsi ti dejavniki so prispevali k temu, da postaja upravljanje s tveganji pomemben element pri oblikovanju strategij podjetja in ni samo stvar pristojnosti finančnega oddelka (Lam, 2000).

Strokovna literatura na temo upravljanja s tveganji je precej obsežna (Smith, 1995; Doherty 2000; Koller, 2007 idr.), glavina pa je posvečena bolj praktičnim vidikom te problematike, s poudarkom na uporabi izvedenih finančnih instrumentov za zaščito pred tveganji. Posebne obravnave je deležna tudi teoretična argumentacija motivov in razlogov za upravljanje. V akademski sferi poteka široka razprava na to temo in ni nekega poenotenega pogleda na prednosti upravljanja za podjetja. V preteklosti so avtorji pri utemeljevanju pomena ukvarjanja s tveganji ubrali različne pristope, v ospredju obravnave pa je prispevek te aktivnosti k cilju poslovanja podjetja, tj. maksimiziranje vrednosti delničarjev ali k povečanju premoženja managerjev.

Za neoklasični pogled na finančno politiko podjetja ob začetku razvoja sodobne teorije poslovnih financ v petdesetih letih je upravljanje s tveganji v podjetjih irelevantno. V idealiziranem svetu popolnega trga kapitala brez davkov in transakcijskih stroškov, ter z informacijsko učinkovitostjo, posamezni investitorji nosijo samo sistematično tveganje, saj imajo možnost s samostojnimi investicijskimi odločitvami zmanjšati svojo izpostavljenost tveganju. Ker pa upravljanje s tveganji prinaša določene stroške, ta aktivnost v bistvu znižuje dobiček podjetja in s tem posredno tudi premoženje lastnikov (Modigliani & Miller, 1958).

V nadaljnjih prispevkih avtorjev s področja poslovnih financ se kaže izrazit dvom o predpostavkah popolnega trga kapitala. Po njihovem mnenju so za trg kapitala značilne določene nepopolnosti, kot so stroški agentov, transakcijski stroški, davki in stroški zunanjega financiranja, zaradi katerih upravljanje tveganj na ravni podjetja ni irelevantno.

Iz strokovne literature s tega področja je mogoče izluščiti dve pomembni teoriji o pomenu upravljanja s tveganji na ravni podjetij. Prvi pristop zagovarja pomembno vlogo upravljanja pri povečevanju premoženja delničarjev (Smith in Stulz, 1985; Froot, Scharfstein, Stein, 1993, idr.), medtem ko se drugi pristop osredotoča na probleme agentov (Tufano, 1998).

Upravljanje s tveganji pripomore k povečevanju vrednosti podjetja le, če so stroški te aktivnosti manjši od prednosti. V teoriji se pozornost posveča predvsem h koristim, ki jih prinaša upravljanje s tveganji. Smith in Stulz (1985) in še nekateri avtorji izpostavljajo učinke davčnega štita kot pomemben motiv za upravljanje. Nadalje ugotavljata, da uspešno obvladovanje tveganj tudi očitno zmanjša stroške finančne stiske podjetja, saj se zmanjša verjetnost, da se podjetje znajde v stiski. Zadnji argument za upravljanje tveganj v podjetjih je bil predstavljen s strani Froot et al. (1993). Avtorji sklepajo, da se podjetja pri financiranju projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo opirajo na teorijo vrstnega reda. Izpostavljenost tveganjem povzroča večjo volatilitnost prihodnjih denarnih tokov in s tem vpliva na prenizko stopnjo investiranja. Tufano (1998), ki obravnava upravljanje s tveganji z vidika teorije agentov, pa argumentira večji obseg ukvarjanja s tveganji predvsem na osnovi večje nenaklonjenosti tveganjem managerjev kot delničarjev podjetij. Glavni razlog za tovrstno aktivnost je nezmožnost razpršitve premoženja managerjev (angl. *diversification*), kajti njihov dohodek je vezan na uspešnost podjetja.

Poznavanje temeljnih motivov za upravljanje s tveganji je osnovni pogoj za izvajanje te aktivnosti v skladu s cilji podjetja in za osnovanje strategij poslovanja, ki zagotavljajo uresničitev teh ciljev. V teoriji se pojavljajo različni motivi za obvladovanje tveganj v podjetjih. Osnovni cilj tega diplomskega dela je pregledati teoretične študije na temo ukvarjanja s tveganji in povezati v enoten okvir glavne teoretične motive za upravljanje s tveganji. Pri obravnavi posameznih motivov bom za prikaz njihove veljavnosti podal tudi ustrezno teoretično argumentacijo in izpostavil ključne prednosti, ki jih prinaša upravljanje podjetju in njegovim interesnim skupinam. Upravljanje s tveganji želim predstaviti celovito in sistematično, zato bom poskušal vključiti vse najpomembnejše znanstvene prispevke. Na koncu bi rad ugotovil, katera teorija ponuja najboljšo razlago za obsežno uporabo izvedenih finančnih instrumentov v praksi. Zanima me tudi, če je mogoče posamezne teorije povezati in v katerih elementih so največja razhajanja. Ob tem bi rad ugotovil morebitne slabosti teorije in možnosti za njeno izboljšanje. Teoretična stališča pa bom poskušal podkrepiti še z izsledki empiričnih raziskav.

V prvem delu diplomskega dela gre za kratko obravnavo razumevanja pojma upravljanje s tveganji in predstavitvi osnovnih vrst tveganj, katerim so izpostavljena podjetja. Nato sledi aplikacija upravljanja s tveganji na cilj poslovanja podjetja. Začetek obravnave upravičenosti upravljanja v podjetjih je posvečen predstavitvi pogleda začetnikov neoklasične finančne teorije na to aktivnost. Osrednji del je namenjen postopni obravnavi motivov za upravljanje s tveganji. Najprej bodo predstavljeni motivi za upravljanje tveganj, ki pripomorejo k povečevanju vrednosti delničarjev, nato pa še motivi na osnovi teorije agentov. Potem sledi predstavitev izsledkov empiričnih raziskav in obravnava nekaterih šibkih točk teorije upravljanja s tveganji. Na koncu je podan še zaključek, ki povzema celotno diplomsko delo.

2 OPREDELITEV TVEGANJA IN VRSTE TVEGANJ

Za učinkovito upravljanje s tveganji v podjetjih je potrebno najprej razumeti pojem tveganja in njegovo umestitev v finančno teorijo. S tveganjem po navadi označujemo izpostavljenost nevarnosti, da nekaj izgubimo. V klasični teoriji odločanja je to običajno predstavljeno kot variiranje možnih izidov z opredeljenimi subjektivnimi vrednostmi ter njihovo verjetnostjo (March & Shapira, 1987). V finančni literaturi je mogoče najti različne opredelitve in razvrstitve tveganj. Mramor (1999, str. 82) opredeljuje tveganje kot »nezmožnost, da bi pravilno napovedali prihodnji tok dogodkov, oziroma nezmožnost popolnoma nadzorovati, da bi bili rezultati prihodnjega toka dogodkov enaki načrtovanim«. Moore (1968) povezuje pojem tveganja s tistimi prihodnjimi dogodki, za katere poznamo verjetnosti možnih alternativnih vrednosti. Za nadaljnjo obravnavo je pomembna opredelitev tveganja z osredotočanjem na koncept vrednosti in premoženja. V tem kontekstu je mogoče tveganje opredeliti kot variabilnost možnih izidov, običajno vrednosti sredstev in obveznosti podjetja, ter s tem tudi vrednosti podjetja (Jorion, 1997).

Podjetja so izpostavljena različnim vrstam tveganj, ki jih avtorji tudi različno razvrščajo. Najbolj pogosta delitev je na poslovna in neposlovna tveganja (Jorion, 1997). Poslovna tveganja podjetja zavestno prevzamejo ob začetku izvajanja določene poslovne dejavnosti z namenom, da bi si ustvarili konkurenčno prednost in povečali premoženje svojih delničarjev. Ta tveganja so povezana s spremembami na trgu proizvodov in vključujejo tehnološke inovacije, oblikovanje proizvodov, trženje, distribucijo in tudi samo proizvodnjo. Razumno izpostavljanje tem tveganjem spada v osrednjo dejavnost podjetja in jih je mogoče delno nadzorovati z učinkovitim vodenjem notranjih poslovnih procesov. Neposlovna tveganja prav tako vplivajo na poslovanje podjetja in na njegovo vrednost, vendar podjetje nad njimi nima vpliva. Med neposlovnimi tveganji velja izpostaviti strateška tveganja, ki izvirajo iz nezaželenih sprememb v političnem, socialnem, ekonomskem in pravnem okolju ter so lahko prisotna na območju določene države (npr. regulacija trga vrednostnih papirjev v določeni državi, nacionalizacija, itd.) ali pa v več državah. Za razliko od poslovnih tveganj je za ta tveganja značilen dolgoročen učinek na podjetje in njegovo vrednost, pred njimi pa se je tudi bistveno težje zavarovati. Zavarovanje je mogoče doseči s širjenjem poslovne aktivnosti v druge panoge in druge države ter ob tem sprejemati pravilne odločitve o strateško pomembnih vprašanjih. Kot pomembno skupino tveganj Jorion označuje finančna tveganja. Ta tveganja izvirajo iz neugodnih sprememb na finančnih trgih v relativno kratkem časovnem horizontu. Ta tveganja je mogoče meriti, zanje pa obstajajo številni instrumenti za zaščito. Podjetje jih mora zato z učinkovitim upravljanjem tveganj ustrezno oceniti, določiti izpostavljenost in načine za zaščito.

3 UPRAVLJANJE S TVEGANJI V PODJETJIH

Brigham in Daves (2004) definirata upravljanje s tveganji kot aktivnost, ki se ukvarja z identificiranjem pojavov, ki bi lahko imeli negativne posledice na poslovanje in finančno stanje podjetja ter z izbiro ukrepov za zmanjšanje, oziroma odpravo škode, ki bi jo povzročili ti pojavi. Oosterhof (2006) upravljanje s tveganji opredeljuje kot proces, s katerim se poskuša nadzorovati vplive izpostavljenosti tveganjem na tržno vrednost podjetja. Stulz (1996) pa zatrjuje, da aktivnost upravljanja v podjetjih poleg strategij za zmanjševanje izpostavljenosti tveganjem, vsebuje tudi strategije za povečanje izpostavljenosti tveganjem, če imajo pozitiven učinek na vrednost delničarjev.

Raziskava Rawlsa in Smithsona (1990) je pokazala, da finančni uslužbenci v podjetjih uvrščajo uspešno upravljanje s tveganji med najpomembnejše cilje podjetja, takoj za minimiziranjem stroškov kapitala in izboljševanjem ocene kreditne sposobnosti (angl. *credit rating*). Obvladovanje tveganj v podjetjih postaja vse pomembnejša aktivnost iz več razlogov. Globalizacija poslovanja je povzročila povečanje konkurence ter s tem otežila doseganje predhodne uspešnosti, zato poskušajo podjetja s sleherno aktivnostjo pridobiti konkurenčno prednost. V tako kompleksnem poslovnem okolju so podjetja tudi precej bolj občutljiva na spremembe v deviznih tečajih valut, v obrestnih merah ter cenah surovin in proizvodov. Oosterhof (2006) ugotavlja, da je volatilitnost omenjenih cen na finančnih trgih ključni razlog za upravljanje tveganj. K temu je bistveno pripomogla tudi naraščajoča ponudba različnih izvedenih finančnih produktov, ki se uporabljajo za zaščito pred tveganji.

Podjetja najpogosteje pristopijo k upravljanju tveganj z zavarovanjem, z diverzifikacijo aktivnosti ali s ščitenjem (angl. *hedging*) (Mason, 1995). Zavarovanje predstavlja s pogodbo preneseno izpostavljenost tveganju na zavarovalnico v zameno za plačilo premije. Zavarovalnice po navadi zavarujejo le določene vrste tveganj. Z diverzifikacijo označujemo ukvarjanje podjetja z različnimi dejavnostmi, ki so med seboj slabo korelirana, kar vpliva na zmanjšanje nihanja denarnih tokov podjetja. Tretja možnost zmanjšanja izpostavljenosti tveganjem pa predstavlja uporaba izvedenih finančnih instrumentov, kot so opcije, zamenjave, hipotekarni vrednostni papirji, idr. Te instrumente lahko podjetja uporabijo za zmanjševanje, oziroma popolno odpravljanje izpostavljenosti tveganju, s kreiranjem nasprotne pozicije v določenem poslu. Veliko podjetij te instrumente uporablja tudi v špekulativne namene in s tem poveča izpostavljenost tveganjem. Poleg teh možnosti obstajajo še nekatere alternative, kot je geografska razpršenost aktivnosti in razne oblike sodelovanja med poslovnimi subjekti.

Upravljanje s tveganji ima različno vlogo med posameznimi poslovnimi subjekti. V nefinančnih podjetjih upravljanje ne predstavlja osrednje aktivnosti podjetja, kot je to značilno za finančne institucije, razlike pa so tudi v izpostavljenosti različnim vrstam tveganj.

V nefinančnih podjetjih je večja pozornost namenjena upravljanju s poslovnimi tveganji, medtem ko je osrednja funkcija finančnih institucij obvladovanje finančnih tveganj. Namen finančnih institucij je tako predvsem prevzemanje, posredovanje in svetovanje v zvezi s finančnimi tveganji (Jorion, 1997). Njihova vloga pa je tudi v izboljševanju učinkovitosti finančnih trgov (Oldfield & Santomero, 1995).

Sistematično upravljanje s tveganji v podjetjih je postalo ustaljena praksa zaradi rezultatov, ki jih tradicionalne metode niso prinesle. Ključne prednosti prinaša koordiniran pristop k upravljanju vseh aktivnosti v podjetju za razliko od preteklih fragmentiranih poskusov izboljšave izpostavljenosti tveganjem (Lam, 2000). Celovito upravljanje s tveganji zajema angažiranost vseh poslovnih enot, nove managerske pristope in spremembe v organizacijski kulturi podjetja (Keers, 2002). Zaradi vse večjega pomena te aktivnosti morajo biti izdelane strategije, ki vključujejo prioritete cilje glede relevantnih tveganj in politiko ukrepanja v zvezi s tveganji. Enoten in kontinuiran pristop k upravljanju, kot navajata Clarke in Varma (1999), izboljšuje uspešnost podjetja in mora biti zato integriran v celovito strategijo podjetja.

Dejstvo, da vse več podjetij namenja vedno večja sredstva za upravljanje s tveganji (Bodnar, Hayt, Marston, 1998), daje znak, da ta aktivnost dejansko prinaša koristi vsem ali pa le posameznim interesnim skupinam v podjetju. Takšno ravnanje podjetij ima tudi obširno teoretično razlago. Na primer Froot, Scharfstein in Stein (1993, 1994), Smith in Stulz (1985) in še mnogi avtorji utemeljujejo prednosti, ki jih prinaša upravljanje s tveganji lastnikom. Keers (2002) navaja, da obvladovanje tveganj pripomore k bolj transparentnemu vpogledu v proces ustvarjanja vrednosti in s tem pomaga usmerjati poslovanje v pravo smer, kar posredno koristi predvsem lastnikom v smislu povečevanja tržne vrednosti lastniškega kapitala. Tufano (1998) poudarja prednosti, ki jih prinaša ta aktivnost managerjem. Večja uspešnost podjetja, izboljššan ugled in večja pogajalska moč, kot posledice učinkovitega upravljanja s tveganji, pa prinašajo prednosti tudi delavcem, širši javnosti, idr. (Lam, 2000). V nadaljevanju bom zato podrobneje prikazal, kako je v teoretičnih študijah utemeljena upravičenost upravljanja s tveganji v podjetjih in prednosti, ki jih prinaša interesnim skupinam podjetja. V ospredju bodo predvsem koristi za delničarje in managerje.

4 UPRAVLJANJE S TVEGANJI IN CILJ POSLOVANJA PODJETJA

Smiselnost upravljanja s tveganji v podjetjih se največkrat ocenjuje na osnovi prispevka aktivnosti k uresničevanju cilja poslovanja podjetja. Ob predpostavki, da imajo nepopolni trgi kapitala v državah s finančno razvitim tržnim gospodarstvom določeno obliko informacijske učinkovitosti, potem pričakovane donosnosti vrednostih papirjev predstavljajo kompenzacijo za izpostavljenost tveganju vrednostnih papirjev in s tem določajo njihovo ceno. Za takšne cene je značilno, da približno odražajo vse razpoložljive informacije in so enake sedanji

vrednosti pričakovanih prihodnjih denarnih tokov vrednostnega papirja. V takšnih gospodarstvih lahko kot kriterij pri ocenjevanju pomena upravljanja s tveganji vzamemo tržno vrednost podjetja, saj bo z njenim maksimiranjem dosežena največja koristnost lastnikov kot glavne interesne skupine v podjetju (Mramor, 2002).

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{E(NCF_t)}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Upravljanje s tveganji je v podjetjih ekonomsko upravičeno, če povečanje vrednosti presega dodatne stroške povezane z upravljanjem in če doseženih prednosti niso sposobni delničarji sami realizirati z manjšimi stroški. Vrednost podjetja je izračunana iz vsote pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih s povprečnimi stroški kapitala (enačba 1). V skladu s to formulo je povečanje vrednosti podjetja možno doseči le z zmanjšanjem diskontne stopnje ali pa s povečanjem prihodnjih denarnih tokov (Bartram, 2000). Prvi pristop je v ekonomskih analizah nekoliko bolj problematičen, saj izpostavlja vprašanje razpršitve tveganja. V primeru tveganj nesistematične narave je mogoče v skladu s premoženjsko teorijo ta tveganja odpraviti z razpršitvijo premoženja, zato diskontna stopnja ne bo prilagojena za izpostavljenost tem tveganjem. V tem primeru je upravljanje tveganj v podjetju upravičeno le, če so stroški upravljanja za posameznike višji kot za podjetja. V nasprotnem primeru ukvarjanje podjetja z upravljanjem povzroča izgubo premoženja delničarjev, saj podjetje s to aktivnostjo doseže enak učinek kot delničarji sami s svojimi investicijskimi odločitvami (Fatemi & Luft, 2002). Model CAPM, ki se v teh primerih uporablja za ocenjevanje pričakovane stopnje donosa, temelji na predpostavkah popolnega trga kapitala (Fama, 1977), veljavnost le teh pa je v praksi vprašljiva. Zaradi navedenih problemov pri diskontni stopnji je v analizah upravičenosti upravljanja s tveganji v podjetjih bolj pogosto zaslediti vpliv upravljanja na denarne tokove. Za ekonomsko teorijo je navedeni pristop veliko enostavnejši in bolj nazoren.

5 IRELEVANTNOST UPRAVLJANJA S TVEGANJI V PODJETJIH

Irelevantnost upravljanja s finančnimi tveganji v podjetjih je v ekonomski teoriji povezana z mednarodnimi paritetnimi pogoji med deviznimi tečaji valut, obrestnimi merami in stopnjami inflacije. Ravnotežja med temi faktorji opisujejo Fisherjev učinek, mednarodni Fisherjev učinek in pariteta kupne moči. Ob predpostavki, da ravnotežja med deviznimi tečaji, obrestnimi merami in cenami dobrin veljajo, je vsaka sprememba v enem od teh faktorjev kompenzirana z nasprotno spremembo pri drugem faktorju. Zaradi tega aktivnost upravljanja s finančnimi tveganji ekonomsko ni upravičena (Bartram, 2000). Dejstvo, da mednarodni

paritetni pogoji v najboljšem primeru držijo le na dolgi rok, daje smiselnost izvajanju aktivnosti upravljanja.

Argumentacija v prid koristnosti upravljanja tveganj pa ne opredeljuje, ali naj aktivnost upravljanja opravljajo delničarji sami ali podjetje. Teoretičen vpogled v to problematiko je bil podan s strani Modiglianija in Millerja (1958). Osnovo njune teorije predstavlja ideja o veljavnosti določenih predpostavk popolnega trga kapitala. V njunem idealiziranem svetu trga kapitala ni transakcijskih stroškov, ni davkov in nekaterih drugih stroškov, poleg tega pa je trg informacijsko učinkovit in posamezniki lahko posnemajo odločitve o financiranju, ki jih sprejmejo podjetja. To pomeni, da so finančne odločitve, ki jih sprejme podjetje, irelevantne, saj enake lahko sprejmejo delničarji sami. Edini način za povečanje vrednosti delničarjev je odločanje za dobičkonosne investicije. Način financiranja podjetja tako določa samo način distribucije vrednosti med posamezne upravičence. Logiko pri odločitvah o financiranju podjetja je mogoče razširiti še na ostale (finančne) odločitve, kot so tudi odločitve o upravljanju s tveganji. Zato je po mnenju Modiglianija in Millerja tudi aktivnost upravljanja s tveganji v podjetjih za delničarje irelevantna, saj ti lahko sami z investicijskimi odločitvami določajo raven izpostavljenosti tveganjem. Prav šibka veljavnost predpostavk popolnega trga kapitala v praksi pa je botrovala razvoju novih teorij, ki uporabljajo določene nepopolnosti trga kapitala kot argument za upravičenost upravljanja s tveganji v podjetjih.

6 TEORETIČNI MOTIVI ZA UPRAVLJANJE S TVEGANJI

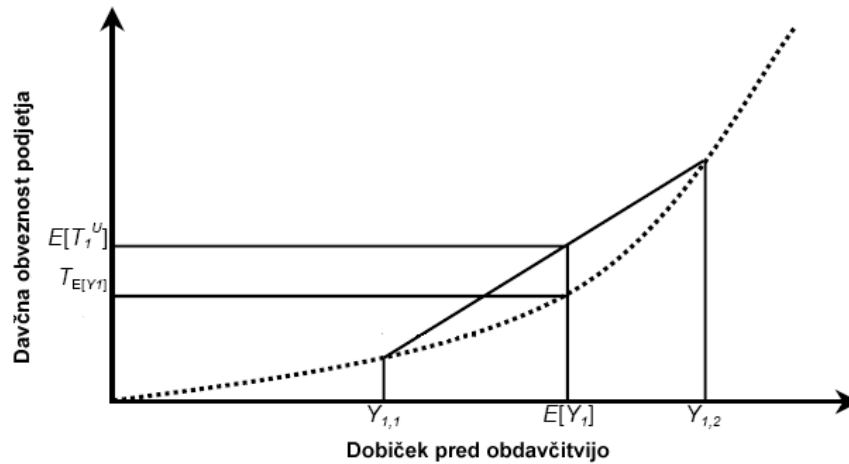
6.1 ZMANJŠANJE DAVČNIH OBVEZNOSTI

Predpostavka o odsotnosti davkov na popolnem trgu kapitala, kot sta ga predstavila Modigliani in Miller, je postala ena od osnov za argumentacijo kasnejših avtorjev o koristnosti upravljanja s tveganji v podjetjih. Večina avtorjev, med njimi tudi Mayers in Smith (1982), Smith in Stulz (1985), ter Stulz (1996), dokazuje, da zaščita dobička pred obdavčitvijo pripomore k povečanju vrednosti podjetja. Avtorji pri sklepanju predpostavljajo progresivno efektivno davčno stopnjo, oziroma konveksno davčno funkcijo. Za razliko od tega motiva za upravljanje, Brennan (1970) v svoji analizi dividendne politike podjetij utemeljuje motiv, ki nastane zaradi neskladja med podjetniškimi in osebnimi davki.

Med navedenima različnima pristopoma k davčni problematiki je za ponazoritev motiva obvladovanja tveganj pogostejši koncept maksimizacije vrednosti podjetja s pomočjo davčnih prihrankov, kot ga predstavljata tudi Smith in Stulz (1985). Bistvo njunega sklepanja je, da je s ščitenjem mogoče zmanjšati nihanje dobička pred obdavčitvijo ter s tem doseči zmanjšanje davčne obveznosti podjetja. Nižja davčna obveznost na koncu vpliva na večjo sedanjo vrednost podjetja. Za izpostavitve davčnega vpliva na upravljanje tveganj avtorja

predpostavljata, da je podjetje v celoti financirano s kapitalom. S tem odpravljata možnost, da izvirajo koristi in s tem motivi za upravljanje s tveganji iz učinka davčnega štita, do katerega pride pri financiranju podjetja z dolgom.

Slika 1: Učinek upravljanja s tveganji na pričakovano davčno obveznost podjetja



Legenda: $Y_{1,1}$ in $Y_{1,2}$... dve možni stanji dobička pred obdavčitvijo čez 1 leto (pre-tax income)
 $E[Y_1]$... pričakovani dobiček pred obdavčitvijo čez 1 leto
 $E[T_1^U]$... pričakovana davčna obveznost pred ščitenjem
 $T_{E[Y_1]}$... pričakovana davčna obveznost po ščitenju

Vir: Smith, C.W. & Stulz, R.M. (1985), *The Determinants of Firms' Hedging Policies*, str. 393.

Smith in Stulz (1985) sta svoj koncept ponazorila z modelom, ki ponazarja odvisnost med dobičkom pred obdavčitvijo in davčno obveznostjo podjetja (angl. *tax payments*) v primeru, ko se podjetje ne zaščiti pred tveganji in v primeru, ko se zaščiti. Iz slike 1 je razvidno, da sta za podjetje možni dve stanji dobička pred obdavčitvijo (Y_1 in Y_2) in pričakovana vrednost $E[Y]$, če se podjetje ne zaščiti pred tveganji. Davčna obveznost znaša v tem primeru $E[T^U]$ in je enaka tehtanemu povprečju davčnih obveznosti stanj Y_1 in Y_2 . Če podjetju uspe dobro zaščititi prihodnji dobiček pred obdavčitvijo pred vplivom tveganj, bo ta enak pričakovanemu ($E[Y]$), davčna obveznost podjetja pa bo znašala $T_{E[Y]}$. Zaradi konveksnosti davčne funkcije velja $T_{E[Y]} < E[T^U]$. Razlika med davčno obveznostjo v primeru, da podjetje ne uporabi ščitenja dobička pred obdavčitvijo in v primeru, da podjetje ta dobiček zaščiti pred tveganji, predstavlja davčni prihranek, ki je realiziran z aktivnostjo upravljanja s tveganji. Vrednost podjetja se tako poveča za sedanjo vrednost davčnih prihrankov, ki jih podjetje realizira z upravljanjem s tveganji (Smith & Stulz, 1985; Bartram, 2000).

V primeru konveksne davčne funkcije podjetja je povečanje vrednosti podjetja za sedanjo vrednost davčnih prihrankov možno doseči, če aktivnost upravljanja tveganj ne povzroča dodatnih stroškov. Stroški namreč zmanjšajo koristi, ki jih podjetje doseže z upravljanjem s tveganji. Podjetje bo namenilo sredstva za ščitenje dobička pred obdavčitvijo, dokler bo

mejni strošek ščitenja manjši od njegovih koristi. Maksimalna višina stroškov, ki jo je podjetje še pripravljeno sprejeti, je določena z razliko med vrednostjo podjetja, ki se zaščiti pred tveganji, in vrednostjo podjetja, ki se ne zaščiti. Ob tem je izredno pomemben tudi obseg ščitenja pred tveganji. Če upravljanje s tveganji ne povzroča dodatnih stroškov, potem se bo podjetje zaščitilo pred vsemi tveganji, ki jim je dobiček izpostavljen. V nasprotnem primeru mora podjetje tehtati med stroški ščitenja in zmanjšanjem davčne obveznosti zaradi ščitenja (Smith & Stulz, 1985).

Predstavljeni model temelji na konveksnosti davčne funkcije, ki obstaja v primeru obdavčevanja dobička s progresivno davčno stopnjo. Konveksnost davčne funkcije je lahko dosežena še z nekaterimi drugimi davčnimi pravili, kot so omejitve prenašanja izgub v naslednje poslovno leto, itd. (Graham & Rogers, 2002). Pozitivni učinek upravljanja s tveganji v podjetjih je večji, bolj kot je konveksna davčna funkcija, in če dobiček pred obdavčitvijo pade v bolj konveksen del funkcije. Poleg tega bodo učinki večji pri podjetjih, pri katerih so dobički pred obdavčitvijo zelo nepredvidljivi (Graham & Rogers, 2002; Smith, Smithson & Wilford, 1990).

Graham in Rogers (2002) opozarjata še na problem pri ugotavljanju konveksnosti davčne funkcije podjetja. Poleg tega je težko določiti, v kakšni meri so podjetja motivirana za upravljanje tveganj zaradi prednosti, ki jih prinaša konveksnost davčne funkcije. Različni računovodski prijemi pri računanju dobička in prenašanju izgub v naslednja leta omogočajo dosego podobnih koristi z manjšimi stroški. Ob tem pa se davčni motiv za upravljanje s tveganji kaže tudi iz možnosti večjega zadolževanja in s tem izkoriščanja prednosti, ki jih prinaša davčni ščit (Smith & Stulz 1985; Ross 1996). Podrobnejšemu prikazu povezanosti politike financiranja in motivov za upravljanje s tveganji bo namenjen tudi del nadaljnje obravnave.

6.2 IZBOLJŠANJE INVESTICIJSKE POLITIKE

V teoriji upravljanja s tveganji je bila vloga investicijske politike precej časa zapostavljena. Tega problema se je dotaknil Lessard (1990), ki vidi ključno vlogo zavarovanja pred tveganji v zagotavljanju denarnih sredstev za uresničevanje operativnih in razvojnih ciljev ter za učinkovito vodenje politike izplačevanja dividend. Pri financiranju razvojnih projektov izpostavlja predvsem problem dragega zunanjega financiranja. Podobno sklepanje je možno zaslediti tudi v raziskavi Lewenta in Kearneya (1990). Avtorja menita, da je pri upravljanju tveganj ključnega pomena vpliv na volatilitnost denarnih tokov in s tem na sposobnost podjetja za izvrševanje strateških planov, ki poteka predvsem prek financiranja raziskovalno razvojne dejavnosti podjetja.

Najpomembnejši prispevek na tem področju je bil podan s strani Froota, Scharfsteina in Steina (1993). Avtorji kot glavni motiv za upravljanje s tveganji izpostavljajo povečanje premoženja delničarjev, ki je doseženo z vplivom upravljanja na bolj usklajeno ter učinkovito finančno in investicijsko politiko podjetja. Večja usklajenost finančne in investicijske politike prispeva k bolj predvidljivemu stanju razpoložljivih finančnih sredstev v prihodnosti in s tem k večji stopnji uresničevanja projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Temelj te teorije predstavlja prav ideja o maksimizaciji vrednosti podjetja z uresničevanjem projektov, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost. Predstavljeni motiv tako pripomore k izoginitvi problema premajhne stopnje investiranja podjetja (angl. *underinvestment problem*).

Podjetja, ki niso zavarovana pred tveganji, imajo običajno večjo variabilnost denarnih tokov. Ta spremenljivost notranje generiranih sredstev nato vpliva na večje nihanje obsega sredstev, ki jih mora podjetje pridobiti na trgu kapitala, ali pa na spremenljivost pri številu projektov, ki jih podjetje namerava izvršiti. V primeru popolnoma elastične ponudbe zunanje pridobljenih sredstev, variabilnost notranjih sredstev ne bi imela vpliva na investicijske plane podjetja. Podjetje bi tako morebitno pomanjkanje sredstev za financiranje dobičkonosnih projektov lahko pridobilo na trgu brez dodatnih stroškov. V praksi predpostavka o elastičnosti zunanjega financiranja ne drži, saj s povečevanjem obsega zunanjih sredstev naraščajo tudi mejni stroški financiranja. Na ta način variabilnost notranje ustvarjenih sredstev vpliva na uresničevanje investicijske politike (Froot et al., 1993). Nadalje avtorji ugotavljajo, da podjetja z večjo variabilnostjo notranje pridobljenih sredstev izvršijo manj projektov tudi zaradi dejstva, da pri računanju neto sedanje vrednosti že upoštevajo dražje stroške zunanjega kapitala in ima zato večji delež projektov negativno neto sedanjo vrednost.

Zaradi nepopolnosti na trgu kapitala predstavlja izhodišče teorije usklajene finančne in investicijske politike teorija vrstnega reda (angl. *pecking order theory*). Po tej teoriji podjetje najprej uporabi notranje generirana sredstva, šele nato poskuša pridobiti sredstva zunaj podjetja. Razlog je predvsem v različnih transakcijskih in agentskih stroških, ki so povezani s pridobivanjem zunanjih virov sredstev (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Pri podjetjih z boljšo oceno finančne sposobnosti so ti stroški sicer nekoliko manjši, zato je tudi variabilnost investicij manjša. Navedeni problemi pri pridobivanju zunanjih virov sredstev zahtevajo zanašanje predvsem na notranje vire sredstev, ki so odvisni tudi od učinkovite politike upravljanja s tveganji (Myers, 1984). Ključna vloga upravljanja tveganj je tako uravnavati razpoložljivost sredstev in potrebo po sredstvih, oziroma prenesti sredstva iz situacij, ko jih je dovolj, v situacije pomanjkanja (Froot, Scharfstein & Stein, 1994).

Vplivom tveganj pa niso izpostavljeni samo denarni tokovi podjetja, ampak tudi investicijske priložnosti, oziroma potreba po financiranju. Pri tem je pomembna korelacija med razpoložljivostjo in potrebo po sredstvih. Na primer, za naftno podjetje velja, da je v obdobju pomanjkanja sredstev interes za raziskovanje manjši in s tem tudi potreba po financiranju

podjetja. Pri drugih podjetjih raziskovalno razvojna dejavnost terja določena sredstva ne glede na njihovo razpoložljivost (npr. farmacevtska podjetja). Upravljanje s tveganji ima zato večjo vlogo pri podjetjih, kjer je slaba korelacija med razpoložljivostjo sredstev in njihovo potrebo. Pri podjetjih z večjo usklajenostjo razpoložljivih in potrebnih sredstev pa je vpliv tveganj na izvrševanje in učinkovitost projektov manjši, zato podjetjem ni potrebno v celoti eliminirati izpostavljenosti tveganjem (Froot et al., 1994).

Froot et al. (1994) podajajo še nekaj pomembnih ugotovitev glede usklajenosti politike investiranja in financiranja ter vloge upravljanja s tveganji pri tem. Različne investicijske priložnosti, kot tudi različna izpostavljenost tveganjem notranjih virov sredstev vodi do razvijanja različnih strategij upravljanja podjetij, ki lahko delujejo tudi v isti panogi. Aktivnost upravljanja je tudi bolj učinkovita za podjetja, ki več investirajo v gibljiva sredstva. Ta sredstva podjetja težje zastavijo kot stalna sredstva (npr. zgradbe, oprema), ko poskušajo pridobiti zunanje vire financiranja. Zato je njihova odvisnost od notranje ustvarjenih sredstev večja in s tem tudi odvisnost od učinkovite politike upravljanja s tveganji. Prednosti obvladovanja tveganj lahko v veliki meri izkoristijo tudi multinacionalna podjetja, ki so pod velikim vplivom valutnih tveganj. Njihovi prihodki oziroma viri sredstev so pogosto v drugačni valuti kot investicije v tujini, zato lahko podjetja z učinkovitim upravljanjem s tveganji odpravijo te neugodne vplive v deviznih tečajih. Na koncu avtorji izpostavljajo še posvečanje pozornosti aktivnosti obvladovanja tveganj pri konkurentih. Podjetje lahko izkoristi boljše informacije ali boljše možnosti za zavarovanje pred tveganji kot konkurenca in s tem sprejme kvalitetnejše investicijske odločitve, kar mu na koncu prinaša tudi večji dobiček.

6.3 ZMANJŠANJE STROŠKOV FINANČNE STISKE

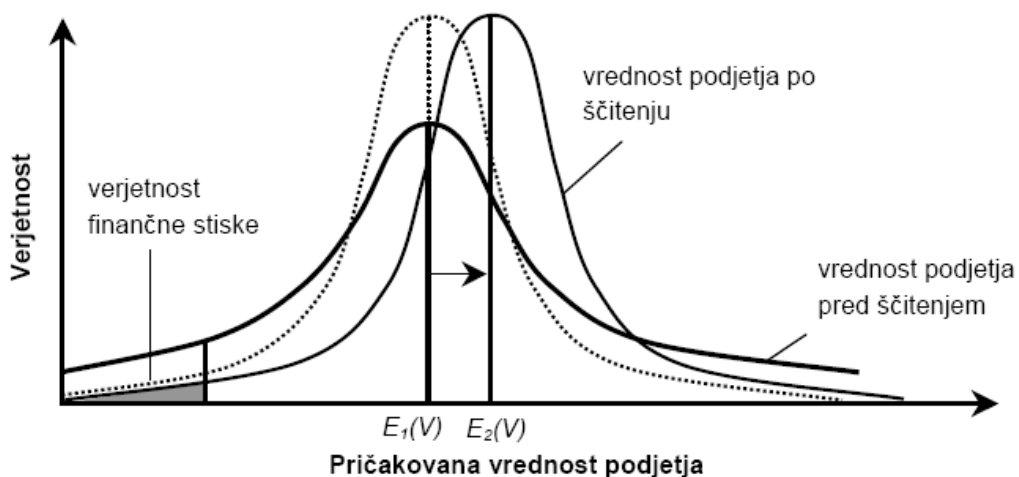
6.3.1 Neposreden vpliv stroškov finančne stiske na tržno vrednost podjetja

Izpostavljenost podjetja različnim tveganjem vnaša precejšnjo negotovost glede prihodnje razpoložljivosti denarnih sredstev. Podjetje se tako lahko znajde v situaciji, ko nima na voljo dovolj likvidnih sredstev za izpolnitev vseh fiksnih pogodbenih obveznosti, ki so neodvisne od uspešnosti podjetja (npr. odplačilo dolgov, izplačilo plač, itd.). V taki situaciji se pojavi vrsta stroškov finančne stiske, ki še otežijo poslovanje podjetja in povzročijo zmanjšanje njegove vrednosti. Mnogi avtorji, med njimi predvsem Mayers in Smith (1982), Smith in Stulz (1985) ter Froot et al. (1993), pripisujejo upravljanju s tveganji pomembno vlogo pri obvladovanju teh stroškov. Zato med glavnimi motivi za upravljanje obravnavajo zmanjšanje stroškov finančne stiske, ki močno prispeva k uresničevanju cilja maksimizacije premoženja delničarjev.

Rawls in Smithson (1990) opredeljujeta pojav stroškov finančne stiske z dvema pomembnima faktorjema. Ob nastopu resnih finančnih težav podjetja se pojavijo dejanski stroški finančne stiske, stroški pa se pojavijo tudi že ob verjetnosti, oziroma pričakovanjih, da se bo podjetje znašlo v likvidnostnih finančnih težavah. Aktivnost upravljanja mora biti v teh situacijah osredotočena tako na posredne kot na neposredne stroške. Posredni stroški izvirajo iz slabših odnosov podjetja s svojimi pogodbenimi partnerji in drugimi interesnimi skupinami v podjetju (Shapiro & Titman, 1986). Tako se znaki potencialne krize odražajo z manjšim zaupanjem kupcev v podjetje ter v njegovo sposobnost opravljanja bodočih storitev in garancijskih obveznosti. Posledica tega je prehod kupcev h konkurenci in padec prodaje podjetja. Znaki krize tudi poslabšajo pogajalsko moč podjetja pri poslovanju z dobavitelji, kar vpliva na slabše plačilne pogoje in slabšo prilagodljivost dobav. Poleg tega se podjetje začne soočati še s kadrovskimi težavami zaradi odhajanja najboljših kadrov v finančno stabilnejša podjetja (Bartram, 2000). Neposredne stroške pa predstavljajo predvsem dražje financiranje podjetja zaradi neugodne ocene kreditne sposobnosti ter plačilo vseh sodnih postopkov, pravnih strokovnjakov in zastopnikov podjetja v času resnih finančnih težav (Smith & Stulz, 1985).

Glavni cilj upravljanja s tveganji ni v neposrednem zmanjšanju stroškov finančne stiske, ampak v povečanju predvidljivosti razpoložljivih denarnih sredstev v prihodnosti. Iz slike 2 je jasno razvidno, da upravljanje z zmanjšanjem variabilnosti bodočih denarnih tokov zniža verjetnost pojava finančne stiske, kar nadalje vpliva na zmanjšanje stroškov finančne stiske. Ti so namreč določeni s produktom vrednosti dejanskih stroškov stiske in verjetnostjo za njihov nastanek (Bartram, 2000).

Slika 2: Vpliv upravljanja s tveganji na stroške finančne stiske



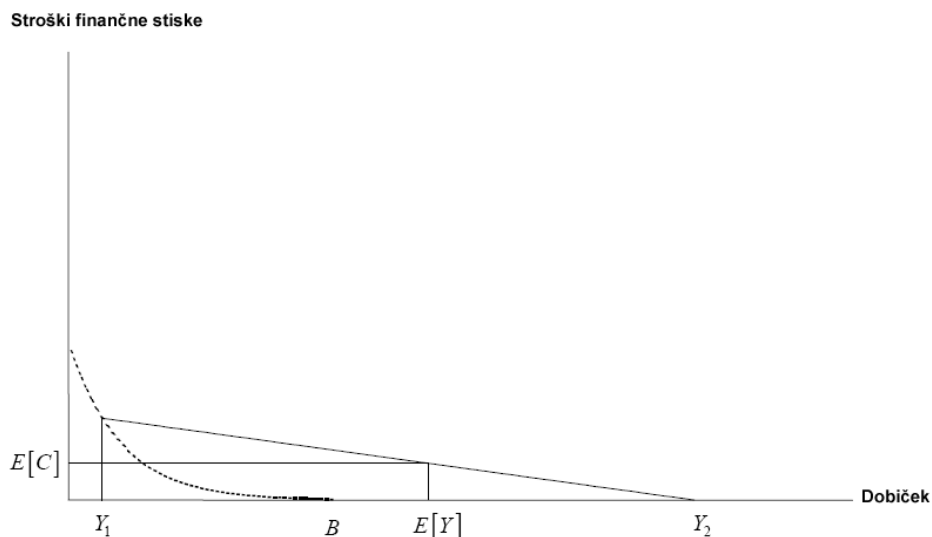
Legenda: $E_1(V)$... pričakovana vrednost podjetja pred ščitenjem

$E_2(V)$... pričakovana vrednost podjetja po ščitenju

Vir: Bartram (2000), *Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation*, str.36.

Smith in Stulz (1985) pa prispevek upravljanja s tveganji, ki je usmerjeno na zmanjšanje stroškov finančne stiske, in s tem k povečanju tržne vrednosti podjetja prikazujeta s preprostim modelom. V modelu na sliki 3 sta čez 1 leto predpostavljena dve možni stanji dobička, oziroma sredstev podjetja pred pojavom direktnih stroškov finančne stiske (Y_1 in Y_2). S točko B pa je predstavljena vrednost obveznosti podjetja do lastnikov obveznic, ki zapadajo čez 1 leto. Manjša vrednost dobička od točke B čez 1 leto privede podjetje v situacijo nelikvidnosti, kjer lastniki obveznic dobijo vrednost dobička, zmanjšano za vrednost stroškov finančne stiske, delničarji pa ostanejo praznih rok. Večje vrednosti dobička kot v točki B pa pomenijo polno izpolnitev obveznosti lastnikov obveznic, ob tem pa delničarji prejmejo še razliko med dobičkom in vrednostjo izplačil lastnikom obveznic. Cilj upravljanja s tveganji je zagotoviti čim manjše nihanje prihodnjega dobička, katerega pričakovana vrednost mora biti večja od vrednosti fiksnih obveznosti podjetja B. To bi pomenilo izognitev finančni stiski in stroškom povezanih z njo. Ob predpostavki popolnega ščitenja podjetja pred tveganji, ki ne povzroča dodatnih stroškov upravljanja, se bo vrednost podjetja povečala za sedanjo vrednost pričakovanih stroškov finančne stiske. Če pa so z aktivnostjo ščitenja pred tveganji povezani še dodatni stroški, potem mora podjetje pri odločitvi za ščitenje pretehtati stroške ščitenja in koristi od znižanja stroškov stiske.

Slika 3: Vpliv upravljanja s tveganji na stroške finančne stiske



Legenda: Y_1 in Y_2 ... dve možni stanji dobička (pritokov) čez 1 leto
 $E[Y]$... pričakovana vrednost dobička (pritokov) čez 1 leto
 B ... vrednost fiksnih obveznosti podjetja do lastnikov obveznic
 $E[C]$... pričakovani stroški finančne stiske

Vir: Smith, C.W. & Stulz, R.M. (1985), *The Determinants of Firms' Hedging Policies*, str. 397.

6.3.2 Stroški finančne stiske, struktura kapitala podjetja in motiv povečanja davčnih prihrankov

V moderni finančni teoriji je opustitev vrste nerealnih predpostavk popolnega trga kapitala privedla do obstoja optimalne strukture kapitala, pri kateri podjetje doseže največjo tržno vrednost. Podjetja tako z upoštevanjem značilnosti nepopolnega trga kapitala pri svojih odločitvah o financiranju pomembno vplivajo na tržno vrednost (Mramor, 2002).

Stulz (1996), Ross (1996) in Leland (1998) ugotavljajo, da je zaradi nepopolnosti na trgu kapitala upravljanje s tveganji tesno povezano s spremembami v strukturi kapitala in tržni vrednosti podjetja. Podjetje z upravljanjem tveganj doseže večjo stabilnost in predvidljivost denarnih tokov, kar mu omogoča lažje servisiranje dolgov, obenem pa tudi zmanjša stroške finančne stiske. Manjša negotovost glede bodočih denarnih tokov in nižji stroški finančne stiske vplivajo na znižanje zahtevane donosnosti dolžniškega kapitala, s čimer se poveča možnost dodatnega zadolževanja. Povečanje deleža dolga v strukturi kapitala pa zaradi obstoja podjetniških davkov omogoča izkoriščanje davčnega štita, ki temelji na neenaki davčni obravnavi dividend in obresti. Pozitivni učinek davčnega štita na tržno vrednost pa zmanjšujejo stroški finančne stiske, ki se povečujejo z večjo zadolženostjo. Povečanje obsega dolžniškega kapitala je za podjetje optimalno, vse dokler je prispevek učinka davčnega štita k tržni vrednosti večji od stroškov finančne stiske.

Smith in Stulz (1985) pri povečevanju deleža dolga izpostavljata še pomen zavez v kreditnih pogodbah in izjavah o pogojih obveznice (angl. *debt covenants*) ter transparentosti v zvezi z upravljanjem. Podjetje si z zagotovitvijo in dejanskim izvajanjem upravljanja s tveganji po povečanju dolga pridobi večji ugled in zaupanje, kar se odraža v milejših zavezah pri dolžniškem financiranju in višji ceni dolga. S tem pa se zmanjšajo stroški in omejitve, ki ovirajo podjetje pri investicijskih odločitvah.

Podjetje, ki upravlja tveganja, ima zaradi nižjih stroškov finančne stiske večji obseg dolžniškega kapitala v strukturi financiranja. Z večjim obsegom dolžniškega kapitala pa ima to podjetje zaradi učinka davčnega štita tudi večjo vrednost od podjetja, ki ne upravlja tveganj. Stulz (1996) in Copeland (2002) menita, da za podjetje dodaten obseg dolga pomeni tudi substitut za dražje lastniško financiranje, kar dodatno pozitivno vpliva na tržno vrednost. Leland (1998) in Ross (1996) ocenjujeta, da je pri proučevanju vpliva upravljanja tveganj na tržno vrednost podjetja potrebno upoštevati tako neposredni učinek zmanjšanja stroškov finančne stiske kot tudi prispevek, ki ga imajo ti stroški na davčne prihranke. Avtorja sta mnenja, da je motiv povečanja davčnih prihrankov celo pomembnejši za upravljanje tveganj kot motiv zmanjšanja stroškov finančne stiske.

Stulz (1996) na primeru treh podjetij kaže, da ima tudi struktura kapitala vpliv na upravljanje s tveganji in da morajo biti odločitve o strategiji upravljanja sprejete skupaj z odločitvami o strukturi kapitala. Pri podjetjih z izredno visokim deležem lastniškega kapitala v strukturi financiranja je verjetnost nastopa stroškov stiske izredno majhna. Ta podjetja so sposobna projekte financirati z notranjimi sredstvi, zato niso motivirana za upravljanje s tveganji. Stulz to odločitev označuje za neoptimalno, saj podjetje s povečanjem deleža dolga in ščitenjem denarnih tokov pred tveganji lahko poveča vrednost delničarjev zaradi prednosti davčnega štita in cenejšega financiranja. Podjetja z nekoliko večjim deležem dolga v strukturi kapitala in zmerno verjetnostjo za nastop finančnih težav bodo bolj motivirana za upravljanje tveganj, saj to omogoča izognitev najbolj neugodnim situacijam za tržno vrednost podjetij. Pri preveč zadolženih podjetjih, pri katerih je tudi zelo velika verjetnost za pojav finančne stiske in kjer upravljanje tveganj ne more bistveno zmanjšati verjetnosti stečaja podjetij, je najboljša strategija, da podjetja ne upravljajo tveganj. Lastniki bodo celo spodbujali management, da naj se odloča za zelo volatilne projekte, saj na njihovo premoženje pozitivno vpliva le morebiten zelo ugoden izid projekta. Poudariti velja, da je ta strategija zelo v nasprotju z lastniki dolžniških vrednostnih papirjev in kreditodajalci, ki imajo prednostno pravico pred delničarji in poskušajo ohraniti svoje premoženje. Zato bo osrednja tema naslednjega poglavja prispevek upravljanja s tveganji pri reševanju nasprotnih interesov med principalami in agenti.

6.4 ZMANJŠANJE STROŠKOV AGENTOV

Razvoj teorije agentov je na področje poslovnih financ vnesel novo dimenzijo pri razlagi in reševanju ekonomskih problemov. Osrednje elemente proučevanja te teorije predstavlja obravnava neodvisnosti posameznih interesov principalov in agentov, način delovanja teh interesnih skupin ter analiza stroškov usklajevanja njihovih nasprotnih interesov. Zaradi pomembnega vpliva na uresničevanje teh interesov in na obseg stroškov agentov ima posebno mesto v teoriji agentov tudi upravljanje s tveganji (Bartram, 2000).

6.4.1 Problem prenizke stopnje investiranja in problem prelivanja premoženja

Podjetje mora za uresničitev cilja maksimalne tržne vrednosti izvajati zelo racionalno investicijsko politiko, za katero je optimalno realiziranje vseh projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Pri podjetjih z velikim deležem dolga v strukturi kapitala in veliko volatilnostjo tržne vrednosti je možno, da neskladje interesov delničarjev in lastnikov dolžniškega kapitala povzroči zavračanje projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Takšno ravnanje managerjev, ki delujejo v interesu delničarjev, je razumljivo, saj imajo ti projekti z vidika delničarjev negativno neto sedanjo vrednost. Delničarji namreč morajo zagotoviti celotno financiranje projekta, čeprav so na koncu deležni le majhnega deleža dobička projekta, saj je zaradi visoke zadolženosti večina ustvarjenih sredstev namenjena

servisiranju dolgov (Myers, 1977). Avtor v svoji analizi politike zadolževanja ta primer označuje kot problem prenizke stopnje investiranja oziroma prekomerne zadolženosti (angl. *underinvestment problem ali debt overhang problem*), ki se pojavlja pri zadolženih podjetjih z večjimi razvojnimi priložnostmi.

Upravljanje s tveganji v podjetjih je lahko ustrezen način za reševanje problema prenizke stopnje investiranja. Z upravljanjem podjetje zmanjša nihanje bodočih denarnih tokov projekta, kar poveča verjetnost za njegovo uspešnost. S tem se zmanjša tudi verjetnost za pojav situacij, ko je tržna vrednost podjetja zelo nizka in ko pogosto prihaja do konflikta interesov delničarjev in interesov finančnih upnikov (lastniki dolžniških vrednostnih papirjev in kreditodajalci). Podjetje je zato motivirano za upravljanje s tveganji, saj poleg prednosti davčnega štita in zmanjšanja stroškov finančne stiske uspe zmanjšati tudi stroške agentov. Vse to pa pozitivno vpliva na njegovo tržno vrednost (Myers, 1977). Graham in Rogers (2002) potrjujeta Myersove ugotovitve, da je navedeni problem značilen predvsem za podjetja z visokim finančnim vzvodom in mnogimi investicijskimi ter razvojnimi priložnostmi.

Jensen in Meckling (1976) opozarjata še na problem prenosa izpostavljenosti tveganjem (angl. *risk shifting problem*), oziroma problem preliivanja premoženja (angl. *asset substitution problem*), do katerega privede nasprotje interesov delničarjev in finančnih upnikov. V podjetjih z visokim finančnim vzvodom lahko neskladje teh interesov povzroči realizacijo zelo tveganih projektov z negativno neto sedanjo vrednostjo. Avtorja primerjata uspešnost projekta za delničarje z nakupno opcijo na projekt, katere vrednost je odvisna od njegove volatilnosti. Zato je razumljiv interes delničarjev za sprejemanje zelo volatilnih projektov, čeprav je lahko njihova neto sedanja vrednost negativna. Pri teh projektih je veliko večja verjetnost za pojav zelo dobičkonosnih izidov, kar prinaša delničarjem donos tudi po izpolnitvi vseh fiksnih obveznosti do lastnikov dolžniškega kapitala. V nasprotnem primeru pa morajo izgube pri projektu prenašati predvsem finančni upniki. Slednji takšno oportunistično ravnanje delničarjev predvidevajo, zato poskušajo svoje interese zavarovati, s tem pa povzročijo nastanek stroškov agentov. Smith, Smithson in Wilford (1990) med možnostmi za zavarovanje interesov finančnih upnikov predlagajo povečanje stopnje donosa na dolg in s tem prilagoditev cene dolžniškega kapitala. Spremenjena cena bi tako odražala kompenzacijo za problem prenizke stopnje investiranja in problem prenosa izpostavljenosti tveganjem med interesnima skupinama. Finančni upniki imajo možnost za uveljavitev svojih interesov tudi s postavitvijo raznih določil v kreditne pogodbe in sprejetjem zavez, ki omejujejo podjetje pri izdaji novih obveznic ter pri drugih finančnih in investicijskih odločitvah (Mayers & Smith, 1987).

Podjetje z upravljanjem s tveganji lahko precej zmanjša volatilnost investicijskih projektov in s tem zmanjša verjetnost, da bo projekt prinesel izgubo. Zaradi manjšega tveganja ima tudi več projektov pozitivno neto sedanjo vrednost in zato delničarji raje namenjajo sredstva za

njihovo realizacijo. Upravljanje s tveganji tako pripomore k zmanjšanju problema prenosa tveganja z delničarjev na finančne upnike. Večja stabilnost bodočih sredstev od projekta podjetju obenem omogoča lažje izpolnjevanje obveznosti do lastnikov dolžniškega kapitala, zato ti znižajo zahtevano stopnjo donosnosti na vložena sredstva. Podjetje si tako pridobi večje zaupanje te interesne skupine, kar se kaže tudi v milejših zavezah in omejitvah pri financiranju in s tem nižjih stroških agentov. Vse naštete prednosti upravljanja s tveganji pa na koncu pozitivno vplivajo na tržno vrednost podjetja (Bartram, 2000).

6.4.2 Upravljanje s tveganji za povečanje osebnih koristi managerjev

Za dosedanjo predstavitev teoretičnih motivov upravljanja s tveganji je značilna skladnost s teorijo maksimiranja premoženja lastnikov. Pri vseh obravnavanih motivih avtorji dokazujejo, da podjetju upravljanje prinaša različne koristi, ki pozitivno vplivajo na tržno vrednost podjetja in s tem na premoženje lastnikov. Za doseg tega cilja pa je zelo pomembno, da managerji ravnajo v skladu z interesi delničarjev.

Za razliko od tega pristopa je v finančni literaturi zelo vplivna tudi argumentacija na osnovi teorije agentov, ki izpostavlja problem ravnanja managerjev v skladu z lastnimi interesi. Stulz (1984), Smith in Stulz (1985), Tufano (1998) in še nekateri na osnovi te teorije med motive za upravljanje s tveganji v podjetjih med drugim postavljajo tudi motiv povečanja osebnih koristi managerjev. Avtorji ta motiv utemeljujejo z dejstvom, da imajo managerji drugačen odnos do tveganj kot delničarji. Njihovo premoženje v glavnem izhaja iz zaposlitve v podjetju in ni tako razpršeno kot premoženje delničarjev, zato je tudi bolj izpostavljeno tveganjem. Managerji poskušajo negativne vplive tveganj karseda zmanjšati, zato so zelo motivirani za upravljanje s tveganji. Dosedanja obravnava motivov je pokazala, da podjetje z upravljanjem bistveno zmanjša verjetnost za nastanek finančne stiske podjetja in doseže bolj stabilne bodoče denarne tokove. To prinaša managerjem bolj gotovo zaposlitev, stabilnejše prihodke in večji ugled. Zasedovanje lastnih interesov managerjev pa ni nujno v nasprotju z interesi delničarjev. Zmanjšana verjetnost za nastanek finančnih težav in stabilnejše poslovanje povečujeta tržno vrednost podjetja, kar je v skladu z interesi delničarjev. Tufano (1998) ugotavlja, da konflikt interesov nastane, ko začnejo managerji sprejemati takšne finančne in investicijske odločitve, ki ne prispevajo k tržni vrednosti podjetja. Primer takšnega načina upravljanja s tveganji je lahko odločitev za širjenje poslovanja v nepovezane panoge, sprejemanje projektov z negativno sedanjo vrednostjo, itd. Čeprav obvladovanje tveganj izboljša investicijsko politiko z zagotavljanjem zadostnih notranjih sredstev, ima to določene slabe plati za delničarje. Zmanjšana potreba po zunanjem financiranju namreč zmanjša nadzor poslovanja s strani zunanjih investitorjev in s tem dopušča več možnosti managerjem za uresničevanje lastnih ciljev. Delničarji morajo tako poiskati druge načine za nadzor ravnanja managerjev, kar pa povzroča tudi dodatne stroške.

Zelo primeren način za reševanje problema nasprotnih interesov delničarjev in managerjev je vzpostavitev ustrezne motivacijske sheme. Zanj je značilno, da učinkovito povezuje sistem ugotavljanja uspešnosti in sistem nagrajevanja z gibanjem cene delnice ter tako zagotavlja sprejemanje takšnih odločitev, ki imajo pozitiven učinek na tržno vrednost podjetja (Bartram, 2000). Stulz (1984) meni, da je nagrajevanje managerjev z delnicami podjetja lahko ustrezen način za spodbujanje njihovega delovanja v skladu s cilji delničarjev, vendar po drugi strani še poslabša njihov problem nerazpršenosti premoženja. Nagrajevanje managerjev z opcijami pa odpira različne strategije za upravljanje s tveganji (Stulz, 1996). V skladu s teorijo Blacka in Scholesa (1973) se vrednost opcije povečuje z naraščanjem volatilitnosti. Managerji se tako znajdejo v dilemi, saj upravljanje tveganj povečuje njihovo koristnost, obenem pa zmanjšuje vrednost opcij. Pri nagrajevanju managerjev z opcijami na obseg upravljanja s tveganji pomembno vpliva delež nagrade, ki ga predstavljajo opcije, naklonjenost tveganjem managerjev in izvršilna cena opcije. Opcije, pri katerih je cena visoko nad izvršilno ceno, imajo namreč podobno gibanje izplačila (angl. *pay-off*) kot delnice. Čeprav poskušajo delničarji na različne načine doseči izvajanje upravljanja s tveganji popolnoma v njihovem interesu, pa Jensen in Meckling (1976) trdita, da je to zaradi asimetrije informacij in stroškov agentov praktično nemogoče.

6.4.3 Upravljanje s tveganji na podlagi asimetrije informacij

Asimetrija informacij je še ena značilnost nepopolnega trga kapitala, s katero se poskuša utemeljiti upravljanje s tveganji v podjetjih. Temu pristopu so največ pozornosti namenili predvsem Breeden in Viswanathan (1990), DeMarzo in Duffie (1995) ter Stulz (1996).

Stulz (1996) meni, da zaradi asimetrije informacij upravljanje s tveganji delničarjev ne predstavlja substituta upravljanju s tveganji podjetja. Managerji razpolagajo s precej boljšimi informacijami o poslovanju podjetja in o situaciji v panogi kot delničarji, ter tako lažje ugotovijo glavne konkurenčne prednosti podjetja v primerjavi s konkurenti. Te prednosti lahko predstavlja boljša informiranost o prihodnjem gibanju cen surovin in izdelkov, posebno strokovno znanje, dostop do trga kapitala, itd. Poleg tega je treba ugotoviti, kateri viri tveganj predstavljajo največjo nevarnost za izvajanje osrednje aktivnosti podjetja in zato zahtevajo večjo pozornost pri upravljanju. Vse te informacije lahko managerji uporabijo za pripravo strategij upravljanja, ki bodo najboljše zavarovale premoženje lastnikov. Takšno strategijo upravljanja predstavlja selektivno zaščita pred tveganji (angl. *selective hedging*), kjer se podjetje zavaruje le pred določenimi tveganji. S tem se zmanjša verjetnost za pojav neugodnih izidov, obenem pa ohranja možnost za pojav zelo dobičkonosnih rezultatov.

DeMarzo in Duffie (1995) pa sta želela v računovodskih poročilih ugotoviti pomen razkritja informacij o upravljanju s tveganji za izvajanje te aktivnosti in za nagrajevanje managerjev. Menita, da podrobnejše razkritje informacij o upravljanju daje delničarjem boljšo sliko o

uspešnosti managerjev, zato se bodo nihanja rezultatov poslovanja bolj odrazila pri nagrajevanju managerjev. Pri poročanju le agregatnih podatkov o upravljanju s tveganji pa je odvisnost med uspešnostjo in nagrajevanjem managerjev majhna. Poleg tega manjši nadzor upravljanja s strani delničarjev omogoča managerjem, da povečajo obseg te aktivnosti in s tem uresničujejo predvsem lastne interese.

7 REZULTATI EMPIRIČNIH RAZISKAV

V zadnjem času so bile narejene številne empirične raziskave, s katerimi se poskuša najti odgovor, zakaj se podjetja vse pogosteje odločajo za upravljanje s tveganji. Raziskovalci so s tem želeli preveriti veljavnost teoretičnih spoznanj tudi v praksi. Razširjenost upravljanja s tveganji v podjetjih so ugotavljali predvsem po obsegu uporabe izvedenih finančnih instrumentov, ki se lahko uporabljajo tako v špekulativne namene kot tudi za zaščito pred tveganji. Med avtorji, ki so proučevali razširjenost izvedenih finančnih instrumentov v podjetjih, so predvsem Bodnar, Hayt in Marston (1996, 1998), Dolde (1995), Geczy, Minton in Schrand (1997), Mian (1996) ter Nance, Smith in Smithson (1993). Uporaba izvedenih finančnih instrumentov daje še najboljši odgovor o motivih za upravljanje s tveganji. Pri drugih odločitvah podjetja so prisotni še dodatni motivi, zato je veliko težje narediti kakršnekoli sklepe. Ob tem je treba še upoštevati, da je za raziskovanje upravljanja v praksi potrebno zelo dobro spoznati način sprejemanja in izvajanja odločitev v podjetjih, kar pa je za zunanje raziskovalce precej težka naloga. Podjetja namreč niso ravno naklonjena razkrivanju informacij o upravljanju. Velik napredek pri obveščanju javnosti predstavljajo postopne prilagoditve računovodskih standardov v smeri večjega razkrivanja uporabe izvedenih finančnih instrumentov. Pri analizah podatkov o upravljanju se večina raziskovalcev poslužuje različnih statističnih metod, poleg tega pa se nekateri odločajo tudi za anketiranje managerjev in drugih zaposlenih. Pri slednjem načinu je potrebno upoštevati tudi vidik subjektivnosti rezultatov. Ker je osrednja pozornost diplomskega dela namenjena pregledu teoretičnih motivov, bodo v nadaljevanju izpostavljeni le najpomembnejši izsledki raziskav.

Vplivu upravljanja s tveganji na usklajevanje finančne in investicijske politike podjetij se je v svojih raziskavah posvetilo precej avtorjev. Graham in Rogers (1999) sta svojo analizo zasnovala na primerjavi obsega upravljanja s tveganji in likvidnosti podjetja. Ugotovila sta, da obstaja negativna korelacija med obsegom upravljanja s tveganji in likvidnostjo podjetja, ki sta jo določala s kazalci likvidnosti in velikostjo deleža dobička, izplačanega v obliki dividend. Za podjetja, ki so izplačevala višje dividende, je bil značilen večji obseg upravljanja. Glavni sklep njune raziskave pa je, da se podjetja odločajo za upravljanje tveganj predvsem zaradi visokih stroškov zunanjega financiranja. Do enake ugotovitve sta prišli na osnovi raziskave vzorca nefinančnih podjetij tudi Minton in Schrand (1999). Avtorici sta pod drobnogled vzeli predvsem odnos med volatilnostjo denarnih tokov in ravnijo investiranja.

Podjetja z bolj volatilnimi denarnimi tokovi so imela precej manj novih investicij, poleg tega pa so namenjala tudi manj sredstev za trženjske aktivnosti, za raziskave in razvoj. Prispevek upravljanja s tveganji k izboljšanju finančne in investicijske politike so proučevali tudi Geczy, Minton in Schrand (1997). Avtorji so proučevali predvsem izpostavljenost tečajnim tveganjem in načine zaščite pred temi tveganji za podjetja v vzorcu. Njihova raziskava prav tako kaže, da se podjetja z večjimi investicijskimi priložnostmi in večjimi omejitvami pri financiranju bolj intenzivno ukvarjajo z upravljanjem s tveganji. Vse predstavljene raziskave so torej v skladu s teoretičnimi spoznanji avtorjev Froot et al. (1993) o vplivu upravljanja s tveganji na večjo usklajenost finančnih in investicijskih aktivnosti podjetja, ki prispeva k minimiziranju problema prenizke stopnje investiranja in tako k povečanju premoženja delničarjev. Večina teh raziskav tudi podpira motiv zmanjšanja stroškov finančne stiske. Te teorije potrjujeta tudi Gay in Nam (1998) v svoji študiji. Ta raziskava pa je zanimiva tudi zaradi ugotovitve, da se veliko podjetij odloča za selektivno zavarovanje pred tveganji, kot ga je v teoriji predstavil Stulz (1996). Nobena od teh raziskav pa ne daje jasne in pozitivne povezave med obsegom upravljanja tveganj in motivom zmanjšanja davčnih obveznosti zaradi konveksnosti davčne funkcije podjetja.

Empirične raziskave, ki proučujejo motiv maksimiranja osebnih koristi managerjev, ponujajo precej mešane ugotovitve. Eden od vzrokov za to je, da je shema nagrajevanja managerjev precej neznana. Za potrditev teorije pa bi morala biti občutljivost premoženja managerjev na spremembe v volatilnosti denarnih tokov podjetja znana. Tufano (1996) sicer ugotavlja, da obstaja pozitivna povezava med lastniškim deležem managerjev in uporabo izvedenih finančnih instrumentov, medtem ko Fok, Carrol in Chiou (1997) ugotavljajo ravno nasprotno.

V medijih se velikokrat pojavlja mnenje, da uporaba izvedenih finančnih instrumentov v podjetjih močno poveča njihovo izpostavljenost tveganjem in da je vloga pristojnih organov pri regulaciji tega področja premajhna. To je bil tudi glavni motiv za izvedbo raziskave, v kateri sta avtorja Hentschel in Kothari (2001) želela preveriti upravičenost te hipoteze. Prišla sta do zanimive ugotovitve, da uporaba izvedenih finančnih instrumentov nima značilnega vpliva na povečanje izpostavljenosti tveganjem in da je tako splošna zaskrbljenost o špekulativnih motivih pri večini podjetij povsem neutemeljena.

Na koncu velja omeniti še študijo o upravljanju s tveganji v slovenskih podjetjih. Berk (2005) preučuje dejavnike različnih vrst tveganj za 137 slovenskih podjetij in vpliv različnih praks obvladovanja tveganj na njihovo finančno uspešnost. Predvsem večja podjetja in podjetja z večjo izvozno orientiranostjo posvečajo zaščiti pred tečajnimi tveganji več pozornosti. Avtor ugotavlja, da so podjetja z bolj izpopolnjenim obvladovanjem tveganj v povprečju bolj donosna, produktivna, plačilno sposobna, da upravljajo sredstva učinkoviteje ter so financirana z večjim deležem dolga. Ključna ugotovitev raziskave pa je, da obvladovanje tveganj v slovenskih podjetjih podpira teorijo maksimizacije premoženja lastnikov.

8 SLABOSTI TEORIJE UPRAVLJANJA S TVEGANJI V PODJETJIH

Pregled raziskav o razširjenosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov v podjetjih je pokazal vse pomembnejšo vlogo upravljanja s tveganji za podjetja. Ta tema je posebno aktualna v času finančnih in ekonomskih kriz, ko nekatera podjetja beležijo velike izgube od naložb v izvedene finančne instrumente. O smiselnosti upravljanja tveganj se tako razpravlja tudi sedaj, ko se svet ubada s posledicami finančne krize. Z diplomskim delom sem poskušal povezati vsa pomembnejša teoretična spoznanja o motivih za upravljanje tveganj in tako razjasniti dvome o smiselnosti te aktivnosti za podjetja.

Ekonomska literatura ponuja različne motive za upravljanje s tveganji v podjetjih, ki so bili predstavljeni v osrednjem delu diplomskega dela. Avtorji se pri obravnavi upravljanja fokusirajo na določen motiv, ki ga potem poskušajo utemeljiti. Menim, da na tem področju manjka teorija, ki bi povezala vse te motive v enoten okvir. Struktura kapitala, investicijska politika, motivacijska shema podjetja in upravljanje tveganj so zelo prepletene in kompleksna področja, ki ne morejo biti obravnavana posamezno. Pri tem velja izpostaviti študijo avtorjev Froot et al. (1993), ki še najbolj učinkovito povezuje finančno in investicijsko politiko, cilj poslovanja podjetja ter upravljanje tveganj. Na tej osnovi ocenjujem, da je ta pristop od do sedaj utemeljenih motivov še najboljši. Ti motivi so največkrat prikazani in dokazani s preprostimi enočasovnimi ali dvočasovnimi modeli, ki zajemajo dokaj majhno število faktorjev. Pri tem nastane tudi problem predmeta upravljanja, ki je lahko denarni tok, dobiček, tržna vrednost, itd. Pri zmanjšanju stroškov finančne stiske ter usklajevanju finančnih in investicijskih odločitev je pomembno, da si podjetje zagotovi likvidnost, zato so v ospredju denarni tokovi. Pri motivu zmanjšanja davčnih obveznosti pa je pozornost posvečena dobičku pred obdavčitvijo. Sedanji modeli so tako lahko pomembno izhodišče za nadgradnjo pri nadaljnjih prispevkih na tem področju. Kot naslednjo pomembno značilnost teorije o upravljanju s tveganji velja izpostaviti, da je vsa pozornost največkrat namenjena zaščiti pred finančnimi tveganji. V diplomskem delu sta bili predstavljeni še dve vrsti tveganj, in sicer poslovna in strateška tveganja. Za zmanjšanje izpostavljenosti tem tveganjem ima podjetje možnost tudi geografsko razpršiti aktivnosti ali skleniti zavarovanja z zavarovalnico in izvoznimi agencijami. Ti elementi pa niso enakovredno zastopani v teoriji. Poleg tega bi rad poudaril, da se pri načinih zavarovanja največkrat izpostavljajo izvedeni finančni instrumenti, ki so večinoma novejši in kompleksni produkti. Na mnogih trgih se trgovanje s temi instrumenti šele dobro uveljavlja, zato tudi še ni posodobljene zakonodaje, ki ureja davčna in druga vprašanja v zvezi s temi instrumenti. Čeprav avtorji trdijo, da je zaščita s temi instrumenti poceni, pa nepravilna uporaba lahko povzroči precejšnje stroške. Mnoga podjetja pa za upravljanje s temi instrumenti nimajo niti ustrezno specializiranega kadra. Ne glede na določene šibke točke pri razlagi teoretičnih motivov za upravljanje s tveganji, pa so koristi te aktivnosti vseeno očitne. Zato podjetja, ki ne posvečajo pozornosti tej aktivnosti, ne izkoriščajo možnosti za dosego še večje uspešnosti svojega poslovanja.

9 ZAKLJUČEK

Diplomsko delo predstavlja izčrpen pregled najpomembnejših teoretičnih študij o upravičenosti upravljanja s tveganji v podjetjih. Obvladovanje različnih vrst poslovnih in neposlovnih tveganj je v zadnjem času postalo ena ključnih aktivnosti v podjetjih, saj njihovo poslovanje vse bolj determinira izredna konkurenčnost in nepredvidljivost mednarodnega poslovnega in finančnega okolja. Podjetja poskušajo z upravljanjem predvideti neugodne pojave in sprejeti ukrepe za zmanjšanje negativnih vplivov teh pojavov na njihove denarne tokove. Upravičenost te aktivnosti se v teoriji presoja na podlagi koristi za posamezne interesne skupine podjetja. Največkrat je zastopano stališče, da mora biti upravljanje usmerjeno k uresničevanju cilja poslovanja podjetja, to je maksimizacije njegove tržne vrednosti. To pa pomeni, da so v podjetju primarni interesi delničarjev.

Začetni teoretični prispevki Modiglianija in Millerja (1958) izhajajo iz predpostavk o popolnem trgu kapitala. Njuno stališče je, da podjetje ne more z upravljanjem koristiti delničarjem, saj ti lahko enako dosežejo z lastnimi odločitvami. Šibkost predpostavk popolnega trga kapitala je postala osnova nadaljnjih študij. Smith in Stulz (1985) sta pokazala, da upravljanje podjetju s konveksno davčno funkcijo prinaša davčne prihranke. Stulz (1996), Ross (1996) in Leland (1998) dodajajo, da so davčni prihranki pri podjetjih z razvitim upravljanjem s tveganji še večji zaradi večjega obsega dolga in učinka davčnega štita. Poseben prispevek k motivom za upravljanje so podali tudi Froot et al. (1993). Glavna prednost obvladovanja tveganj je večja stabilnost notranje ustvarjenih sredstev, ki omogoča bolj koordinirano in učinkovito finančno in investicijsko politiko. Podjetje se tako lahko izogne problemu prenizke stopnje investiranja. Smith in Stulz (1985), Mayers in Smith (1982) in še nekateri avtorji izpostavljajo tudi pomen stroškov finančne stiske. Upravljanje tveganj namreč zmanjša verjetnost za nastanek finančnih težav podjetja in s tem povezanih stroškov, kar pozitivno vpliva na tržno vrednost podjetja. Poseben pogled na motive za upravljanje pa je bil podan na osnovi teorije agentov (Jensen & Meckling, 1976, Tufano, 1998). Avtorji ugotavljajo, da upravljanje pripomore k poenotenju osebnih interesov managerjev in interesov delničarjev, kar zmanjša problem prenizke stopnje investiranja. Poleg tega upravljanje zmanjšuje problem prelivanja premoženja, do katerega pride zaradi nasprotnih interesov delničarjev in finančnih upnikov. Tufano (1998) pa meni, da upravljanje tveganj z zagotavljanjem obstoja in stabilnosti poslovanja največ prispeva k premoženju managerjev.

Obravnavo teoretičnih motivov za upravljanje tveganj zaključujem s kratko obravnavo motivov, prisotnih v praksi. Empirične raziskave potrjujejo predvsem teorijo maksimizacije premoženja lastnikov. Med motivi je v praksi največkrat prisoten motiv za doseg večje usklajenosti finančne in investicijske politike in motiv zmanjšanja stroškov finančne stiske.

10 LITERATURA IN VIRI

1. Bartram, M.S. (2000). Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 9 (5), 279-324.
2. Berk, A. (2005). *Obvladovanje tveganja v slovenskih podjetjih in njegov vpliv na uspešnost*. Del. zvezek št. 168.: Ekonomska fakulteta, Ljubljana.
3. Black, F. & Scholes, M.S. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liability. *Journal of Political Economy*, 81, 637-654.
4. Bodnar, G.M., Hayt, G.S. & Marston, R.C. (1996). 1995 Wharton Survey of derivatives usage by U.S. nonfinancial firms. *Financial Management*, 25 (4), 113-133.
5. Bodnar, G.M., Hayt, G.S. & Marston, R.C. (1998). 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 27 (4), 70-91.
6. Breeden, D. & Viswanathan, S. (1990). *Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model*. Durham: Duke University.
7. Brennan, M. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23, 417-427.
8. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial management*. (8th ed.) Masson (Ohio): South-Western, London: Thomson Learning.
9. Clarke, J.C. & Varma, S. (1999). Strategic Risk Management: The New Competitive Edge. *Long Range Planning*, 32, 414-424.
10. Copeland, E.T. (2002). What Do Practitioners Want? *Journal of Applied Finance*, 12 (1) 5-12.
11. DeMarzo, P.M. & Duffie, D. (1995). Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting. *Review of Financial Studies*, 8 (3), 743-771.
12. Doherty, N.A. (2000). *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for Managing Corporate Risk*. New York: McGraw-Hill.
13. Dolde, W. (1995). Hedging, Leverage and Primitive Risk. *Journal of Financial Engineering*, 4 (2), 187-216.
14. Fama, E.F. (1977). *Foundations of Finance*. Oxford: Basil Blackwell.
15. Fatemi, A. & Luft, C. (2002). Corporate Risk Management. Costs and Benefits. *Global Finance Journal*, 13, 29-38.
16. Fok, R.C.W., Carroll, C. & Chiou, M.C. (1997). Determinants of Corporate Hedging and Derivatives: A Revisit. *Journal of Economics and Business*, 49 (6), 569-585.
17. Froot, A. K., Scharfstein, S. D. & Stein, C. J. (1993). Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *Journal of Finance*, 48 (5), 1629-1658.
18. Froot, A. K., Scharfstein, S. D. & Stein, C. J. (1994). A Framework for Risk Management. *Harvard Business Review*, 72 (6), 91-102.
19. Gay, G.D. & Nam, J. (1998). The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use. *Financial Management*, 27 (4), 53-69.

20. Geczy, C., Minton, B.A. & Schrand, C. (1997). Why Firms Use Currency Derivatives. *Journal of Finance*, 52 (4), 1323-1354.
21. Graham, J.R. & Rogers, D.A. (1999). *Is Corporate Hedging Consistent with Value Maximization? An Empirical Analysis*. Durham: Duke University.
22. Graham, J.R. & Rogers, D.A. (2002). Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?, *Journal of Finance*, 57 (2), 815-839.
23. Hentschel, L. & Kothari, S.P. (2001). Are Corporations Reducing or Taking Risk with Derivatives? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36 (1), 93-118.
24. Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of a Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
25. Jorion, P. (1997). *Value at Risk: the new benchmark for managing financial risk*. (2nd ed.) New York: McGraw-Hill.
26. Keers, G. (2002). Corporate Risk Management: A New World Opportunity After Enron. *Electric Light & Power*, 18-19.
27. Koller, G. (2007). *Modern Corporate Risk Management: A Blueprint for Positive Change and Effectiveness*. Fort Lauderdale: J. Ross Publishing.
28. Lam, J. (2000). Enterprise-Wide Risk Management and the Role of Chief Risk Officer. *ERisk*.
29. Leland, H.E. (1998). Agency Costs, Risk Management and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 53 (4), 1213-1243.
30. Lessard, D.R. (1990). Global Competition and Corporate Finance in the 1990s. *Continental Bank Journal of Applied Corporate finance*, 1, 59-72.
31. Lewent, J.C. & Kearney, J. (1990). Identifying, Measuring and Hedging Currency Risk at Merck. *Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance*, 2 (4), 19-29.
32. March, J. G. & Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management science*, 33 (11), 1404-1418.
33. Mason, R. (1995). The Allocation of Risk. V *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School, Boston.
34. Mayers, D. & Smith, C.W. (1982). On the Corporate Demand for Insurance. *Journal of Business*, 55 (2), 281-296.
35. Mayers, D. & Smith, C.W. (1987). Corporate Insurance and the Underinvestment Problem. *Journal of Risk and Insurance*, 54 (1), 45-54.
36. Mian, S.L. (1996). Evidence on Corporate Hedging Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 31 (3), 419-439.
37. Minton, B.A. & Schrand, C. (1999). The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investments and the Cost of Debt and Equity Financing. *Journal of Financial Economics*, 54, 423-460.
38. Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
39. Moore, B. (1968). *An Introduction to the Theory of Finance*. Free Press, New York.

40. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov: slovensko-angleški, angleško-slovenski*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
41. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
42. Myers, S.C. (1977). The Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
43. Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.
44. Myers, S.C. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13.
45. Nance, D.R., Smith, C.W. & Smithson, C.W. (1993). On the Determinants of Corporate Hedging. *Journal of Finance*, 48 (1), 267-284.
46. Oldfield, G.S. & Santomero, A.M. (1995). *The Place of Risk Management in Financial Institutions*. Philadelphia: Wharton Financial Institutions Center.
47. Oosterhof, C.M. (2006). *Essays on Corporate Risk Management and Optimal Hedging*. Doktorska disertacija. University of Groningen.
48. Rawls, S.W. & Smithson, C.W. (1990). Strategic Risk Management. *Journal of Applied Corporate finance*, 2 (4), 6-18.
49. Ross, M.P. (1996). *Corporate hedging: What, why and how?* Oakland: University of California.
50. Shapiro, A.C. & Titman, S. (1986). An Intergrated Approach to Corporate Risk Management. V Stern, J.M. & Chew, D.H. (ur.), *The Revolution in Corporate Finance* (str. 215-229). New York: Basil Blackwell.
51. Smith, C.W. (1995). Corporate Risk Management: Theory and Practice. *Journal of Derivatives*, 2 (4), 21-30.
52. Smith, C.W., Smithson, C.W. & Wilford, D.S. (1990). *Managing Financial Risk*. New York: Harper Business.
53. Smith, C.W. & Stulz, R.M. (1985). The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 (4), 391-405.
54. Stulz, R.M. (1984). Optimal Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19 (2), 127-140.
55. Stulz, R.M. (1996). Rethinking Risk Management. *Bank of America Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (3), 8-24.
56. Tufano, P. (1996). Who Manages Risk? An Empirical Examination of the Risk Management Practices in the Gold Mining Industry. *Journal of Finance*, 51 (4), 1097-1137.
57. Tufano, P. (1998). Agency Cost of Corporate Risk Management. *Financial Management Association*, 27 (1), 67-77.

11 SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

asset substitution problem	problem prelivanja premoženja
credit rating	ocena kreditne sposobnosti
debt covenants	zaveze oziroma določila v kreditnih pogodbah ali v izjavah o izdaji obveznic
debt overhang problem	problem prekomerne zadolženosti
debtholders	finančni upniki
diversification	razpršitev naložb (diverzifikacija)
hedging	zaščita pred tveganji
income	dobiček
pay-off	izplačilo
pecking order theory	teorija vrstnega reda
pre-tax income	dobiček pred obdavčitvijo
risk shifting problem	problem prenosa izpostavljenosti tveganjem
selective hedging	selektivno upravljanje s tveganji
shareholders	delničarji
tax payments	davčna obveznost
underinvestment	prenizka stopnja investiranja