

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INŠTRUMENTOV ZA  
ZAVAROVANJE PRED VALUTNIMI TVEGANJI V  
SLOVENSКИH PODJETJIH**

Ljubljana, avgust, 2012

DAMIJAN ŠORLI

## IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Damijan Šorli, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV ZA ZAVAROVANJE PRED VALUTNIMI TVEGANJI V SLOVENSKIH PODJETJIH, pripravljene ga v sodelovanju s svetovalko dr. Katjo Zajc Kejžar in sosvetovalcem dr. Alešem Ahčanom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
  - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
  - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

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

Podpis avtorja: \_\_\_\_\_

## KAZALO

|  |    |
|--|----|
| UVOD.....  | 1  |
| 1 OPREDELITEV VALUTNEGA TVEGANJA.....  | 3  |
| 1.1 Transakcijska izpostavljenost .....  | 4  |
| 1.2 Translacijska izpostavljenost .....  | 5  |
| 1.3 Ekonomska izpostavljenost.....   | 6  |
| 2 OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA .....  | 8  |
| 2.1 Notranje metode.....   | 9  |
| 2.1.1 Valutne klavzule .....   | 9  |
| 2.1.2 Ujemanje.....  | 9  |
| 2.1.3 Netiranje .....  | 9  |
| 2.1.4 Vodenje in odlaganje .....   | 10 |
| 2.1.5 Marže in cenovna politika .....  | 11 |
| 2.1.6 Razpršitev valutne sestave valutnih tveganj.....   | 12 |
| 2.2 Zunanje metode.....  | 12 |
| 2.2.1 Terminalska pogodba .....  | 12 |
| 2.2.2 Terminski posel .....  | 13 |
| 2.2.2.1 Kratka pozicija .....  | 13 |
| 2.2.2.2 Dolga pozicija .....   | 14 |
| 2.2.2.3 Izračun tečaja.....  | 14 |
| 2.2.2.4 Tveganje terminskega posla .....   | 15 |
| 2.2.3 Valutne opcije.....  | 16 |
| 2.2.3.1 Vrednotenje opcij .....  | 18 |
| 2.2.3.2 Možnosti vrednosti opcije .....  | 18 |
| 2.2.4 Valutne opcije na terminalske pogodbe .....  | 21 |
| 2.2.4.1 Posebne lastnosti opcij .....  | 22 |
| 2.2.5 Strukturirani finančni inštrumenti .....   | 23 |
| 2.2.6 Valutne zamenjave .....  | 23 |
| 2.2.6.1 Izračun točke zamenjave .....  | 24 |
| 2.2.6.2 Fiksno fiksna zamenjava .....  | 24 |
| 2.2.6.3 Variabilno fiksna zamenjava.....   | 26 |
| 3 PRAKSA SLOVENSКИH PODJETIJ PRI ZAVAROVANJU PRED VALUTNIMI<br>TVEGANJI.....                             | 26 |
| 3.1 Intervju.....  | 26 |
| 3.2 Metodologija anketnega vprašalnika .....   | 27 |
| 3.2.1 Vzorec.....  | 28 |
| 4 EMPIRIČNA ANALIZA .....  | 30 |
| 4.1 Pokritost trga.....  | 30 |
| 4.2 Ponudba finančnih inštrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred<br>valutnimi tveganji..... | 33 |
| 4.3 Poznavanje finančnih inštrumentov .....  | 35 |
| 4.4 Povpraševanje po finančnih inštrumentih.....   | 37 |
| 4.5 Uporaba finančnih inštrumentov .....   | 40 |
| 4.6 Valute, ki se najpogosteje zavarujejo .....  | 43 |
| 4.7 Ročnost poslov.....  | 45 |
| 4.8 Razmerje med špekulacijami ter zavarovanji .....   | 47 |
| 4.9 Ocena rasti prometa od leta 2007 do leta 2010.....   | 48 |
| SKLEP.....   | 49 |
| LITERATURA IN VIRI.....  | 52 |

## KAZALO SLIK

|   |    |
|---|----|
| Slika 1: Prikaz možnosti zavarovanj pred valutnimi tveganji .....   | 8  |
| Slika 2: Nakup nakupne opcije .....   | 19 |
| Slika 3: Prodaja nakupne opcije .....   | 20 |
| Slika 4: Nakup prodajne opcije .....  | 20 |
| Slika 5: Prodaja prodajne opcije .....  | 21 |
| Slika 6: Primer valutne zamenjave s posredovanjem finančne institucije.....   | 25 |
| Slika 7: Grafični prikaz višine celotnega kapitala bank .....   | 32 |
| Slika 8: Grafični prikaz ponudbe finančnih inštrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji .....   | 34 |
| Slika 9: Grafični prikaz uvedbe izvedenih finančnih inštrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnim tveganjem v slovenskih bankah .....  | 35 |
| Slika 10: Grafični prikaz poznavanja finančnih inštrumentov, ki se jih lahko uporabi za zavarovanje pred valutnimi tveganji, in ponudbe bank, ki te inštrumente ponujajo s strani poslovnih subjektov v odstotkih ..... | 37 |
| Slika 11: Grafični prikaz ocene povpraševanja po finančnih inštrumentih glede na celotni kapital v odstotkih v odstotkih .....  | 38 |
| Slika 12: Grafični prikaz deleža pravnih oseb, ki redno povprašujejo po finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnim tveganjem .....  | 39 |
| Slika 13: Grafični prikaz deleža pravnih oseb, ki redno povprašujejo po finančnih inštrumentih za zavarovanje pred valutnimi tveganji, glede na celotni kapital banke v odstotkih .....                                 | 40 |
| Slika 14: Grafični prikaz najpogosteje uporabljenih finančnih inštrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji v letu 2010.....   | 41 |
| Slika 15: Grafični prikaz najpogosteje uporabljenih finančnih inštrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji v letu 2010 glede na celotni kapital .....                                     | 41 |
| Slika 16: Grafični prikaz primerjave rezultatov o uporabi finančnih inštrumentov s strani slovenskih poslovnih subjektov iz moje raziskave ter raziskave Skočirja .....   | 42 |
| Slika 17: Grafični prikaz valut, pri katerih so podjetja najpogosteje uporabljala finančne inštrumente za zavarovanje pred valutnimi tveganji .....   | 43 |
| Slika 18: Grafični prikaz primerjave med najpogosteje zavarovanimi valutami po oceni deleža v skupnem prometu v primerjavi z oceno deleža v skupnem prometu glede na celotni kapital banke v odstotkih .....            | 44 |
| Slika 19: Grafični prikaz ročnosti finančnih inštrumentov, ki se jih lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji glede na celotni kapital bank v odstotkih.....  | 45 |
| Slika 20: Grafični prikaz primerjave ročnosti finančnih inštrumentov, ki se jih lahko uporablja za zavarovanje pred valutnim tveganjem med Slovenijo in Grčijo.....   | 46 |
| Slika 21: Grafični prikaz deleža špekulacij in zavarovanj pred valutnimi tveganji v celotnem prometu s finančnimi inštrumenti glede na celotni kapital v odstotkih .....  | 47 |
| Slika 22: Grafični prikaz ocene stopnje rasti od 2007 do 2011 .....   | 48 |

## KAZALO TABEL

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1: Poslovanje med podjetji X in Y ob uporabi metode netiranja.....   | 10 |
| Tabela 2: Možnosti vrednosti opcije .....   | 19 |
| Tabela 3: Primer obrestnih mer pri valutni zamenjavi .....  | 25 |
| Tabela 4: Ponudba slovenskih bank na področju zavarovanja pred valutnimi tveganji.....  | 28 |
| Tabela 5: Ponudba slovenskih zavarovalnic na področju zavarovanj pred valutnimi tveganji  | 29 |
| Tabela 6: Tržni deleži bank, ki ponujajo finančne instrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, glede na bilančno vsoto v letu 2010..... | 31 |



## UVOD

Položaj slovenskega gospodarstva v današnjem času ni zavirljiv. Zaradi globalne finančne krize so se podjetja znašla pred novimi izzivi, kako krizo preživeti. V tem času so se povečala tveganja, ki vplivajo na poslovanje podjetij. Eno izmed takih tveganj je tudi valutno tveganje, na katerega se osredotočam v magistrskem delu. Obvladovanje tveganj je še do pred kratkim veljalo za dokaj neraziskano področje, v zadnjem času pa se finančniki s to panogo vedno bolj ukvarjajo.

Nekaj raziskav o obvladovanju finančnih tveganj v podjetjih po posameznih državah je že bilo narejenih. V Sloveniji je bila narejena raziskava leta 2006, v kateri je Berk (2006) primerjal obvladovanje finančnega tveganja v slovenskih podjetjih z obvladovanjem finančnega tveganja v Združenih državah Amerike in Nemčiji. Znotraj teh raziskav je bil med drugim zajet tudi vidik zavarovanja pred valutnim tveganjem. Rezultati te raziskave so bili zanimivi, saj se je pokazalo, da veliko slovenskih podjetij ne uporablja zavarovanj pred finančnimi tveganji in da morajo slovenska podjetja na tem področju še veliko narediti. V letu 2009 je bila raziskava ponovljena, rezultate te ponovljene raziskave pa je v svojem magistrskem delu povzel Skočir (2011), ki je prišel do podobnih ugotovitev kot Berk (2006) pred njim. Oba sta v svojih raziskavah ugotovila, da je najpogosteje zavarovano tveganje v slovenskih podjetjih prav valutno tveganje.

Moje magistrsko delo nadgrajuje raziskave Berka (2006) ter Skočirja (2011). V nalogi se osredotočam zgolj na obvladovanje valutnih tveganj v slovenskih podjetjih. Čeprav menim, da je zaradi vpetosti Slovenije v evropski monetarni prostor delež podjetij, ki potrebujejo zavarovanja pred valutnimi tveganji, manjši, kot je bil pred prevzemom evra, mislim, da je še vedno precej aktualna tema. Zaradi krize, finančnih težav nekaterih članic evro območja, med njimi tudi Slovenije, je evro postal valuta, ki je precej bolj izpostavljena negativnim vplivom. Zaradi teh dogodkov je po mojem mnenju zavarovanje pred valutnimi tveganji spet postalo bolj aktualno in ga je potrebno upoštevati bolj, kot se zdi na prvi pogled, ne glede na pomisleke pri ceni finančnih instrumentov, uporabljenih za zavarovanje.

V magistrskem delu nameravam analizirati prakso zavarovanja pred valutnimi tveganji s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih podjetjih. S to analizo želim oceniti, v kolikšni meri se slovenska podjetja zavedajo pomembnosti zavarovanja pred valutnimi tveganji in kako pogosto posegajo po teh vrstah finančnih instrumentov. V ta namen sem sestavil vprašalnik, ki je bil posredovan vsem finančnim institucijam v Sloveniji, ki ponujajo finančne instrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji. V vprašalniku sem finančne institucije spraševal: kdaj so uvedli ponudbo izvedenih finančnih instrumentov, kakšna je ročnost poslov s temi finančnimi instrumenti, katere valute se najpogosteje uporabljene v poslih s temi instrumenti, kakšno je povpraševanje po finančnih instrumentih ter kakšna je ocena rasti povpraševanja po

finančnih instrumentih. Menim, da sem s tem načinom pridobivanja podatkov z drugega zornega kota zajel podjetja, ki posegajo po finančnih instrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje valutnih tveganj. Prav tako mi tako pridobljeni podatki omogočajo oceno deleža slovenskih podjetij, ki uporabljajo te finančne instrumente. Osnovne teze, ki sem jih predpostavil na osnovi prebranih člankov ter druge strokovne literature in sem jih poizkušal s svojo raziskavo sprejeti oziroma zavriniti, so:

- Podjetja se za zavarovanje pred valutnimi tveganji najpogosteje odločajo za uporabo enostavnih finančnih instrumentov. Do te teze sem prišel na podlagi sklepanj, da podjetja ne spremljajo in se ne ukvarjajo toliko s tem, kakšne so razmere na finančnih trgih, ampak se osredotočajo zgolj na poslovanje podjetja. Zaradi tega izbirajo enostavnejše finančne instrumente, ki zadostujejo njihovim potrebam. Do podobnih ugotovitev sta prišla že Berk (2006) ter Skočir (2011), zato pričakujem, da bom s svojim magistrskim delom prišel do podobne ugotovitve.
- Podjetja izvedene finančne instrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, v večini primerov uporabljajo za zavarovanje pred tveganji in ne za špekuliranje o gibanju tečaja. Do te teze sem prišel na podlagi prejšnjega sklepa, da se podjetja ne ukvarjajo toliko z razmerami na finančnih trgih, ampak se bolj posvečajo svojemu poslovanju.
- Trend povpraševanja po finančnih instrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, od leta 2007 pa do leta 2010 narašča. Pričakujem, da podjetja v svojem razmišljanju sledijo podjetjem iz držav, kot so Nemčija in Amerika, kjer je že stalna poslovna praksa, da svoje poslovanje zavarujejo pred valutnimi tveganji (Bodnar, Hayt & Marston, 1998, str. 70-91; Bodnar & Gebhardt, 1998, str. 153-187).

Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih delov. V delu teorije sem opisal možnosti, ki jih ima na voljo podjetje, da se zavaruje pred valutnimi tveganji. Podjetje se lahko pred valutnimi tveganji zavaruje tako z zunanjimi kot z notranjimi metodami. Ker je bila analiza napravljena zgolj za zunanje metode zavarovanja, se tudi v teoriji osredotočam predvsem na zunanje metode zavarovanja, notranje metode pa le na kratko opisujem. Tako si v delu teorije sledijo poglavja: opredelitev valutnega tveganja, vidiki izpostavljenosti valutnemu tveganju, notranje metode, zunanje metode.

V delu izsledki raziskave v praksi slovenskih podjetij pri zavarovanju pred valutnimi tveganji je najprej opisan problem, ki nastaja pri nezavedanju nevarnosti valutnega tveganja. Tukaj so podane trditve o stanju iz leta 1997, ki sem jih pridobil z intervjujem na Slovenski izvozni in razvojni banki (v nadaljevanju SID banka) in naj bi odražale dejansko stanje v slovenskem gospodarstvu. Nadalje je razložen način izdelave raziskave, ki je bila opravljena, ter kdo je v raziskavi sodeloval. Tako si v delu izsledki raziskave v praksi slovenskih podjetij pri zavarovanju pred valutnimi tveganji sledijo poglavja: intervju, metodologija anketnega vprašalnika ter vzorec.



V tretjem delu magistrskega dela z imenom empirična analiza sem opisal, kakšne odgovore sem dobil na zastavljena vprašanja. Za lažjo predstavo so rezultati ankete prikazani v ustreznih grafih ter, ko je to mogoče, primerjani z rezultati drugih raziskav. Poglavja v empiričnem delu magistrskega dela si sledijo takole: pokritost trga, ponudba finančnih inštrumentov, ki se lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, poznavanje finančnih inštrumentov, povpraševanje po finančnih inštrumentih, uporaba finančnih inštrumentov, valute, ki se najpogosteje zavarujejo, ročnost poslov, razmerje med špekulacijo ter zavarovanji, vrste poslov, ki se zavarujejo, ocena rasti prometa od leta 2007 do leta 2010.

V zadnjem, četrtem delu, povzemam zaključke ter ugotovitve, do katerih sem prišel pri pisanju magistrskega dela.

## **1 OPREDELITEV VALUTNEGA TVEGANJA**

V poslovnih financah je obvladovanje tveganj definirano kot dejavnost z glavnim ciljem identificirati dogodke, ki lahko negativno vplivajo na učinkovitost podjetja in njegovo finančno stanje. Obvladovanje tveganj se navezuje na optimalno izbiro, ki bi lahko preprečilo oziroma zmanjšalo negativne vplive na podjetje (Brigham & Daves, 2004, str. 153). V literaturi lahko najdemo veliko različnih definicij ter opisov, kaj se razume kot tveganje. Za namene tega magistrskega dela sem se osredotočil na sledeče trditve, ki vsaka po svoje podajajo definicijo tveganja. Damodaran (2003, str. 15) vidi tveganje v finančnem smislu kot verjetnost, da bo dejanska donosnost naložbe odstopala od pričakovane. To vključuje tako negativne kot tudi pozitivne vplive na donosnost naložbe. Merkhofler (1987, str. 2) trdi, da je tveganje samo po sebi negotova situacija, v kateri se lahko pojavi večje število izidov, od katerih je lahko eden ali več nezaželenih. Bailey (2005, str. 83-84) meni, da o tveganju govorimo takrat, kadar lahko izide poslovnih odločitev napovemo z določeno stopnjo verjetnosti, kadar pa tega ni mogoče storiti, govorimo o negotovosti. Če lahko izide določenih poslovnih dogodkov zanesljivo in natančno predvidimo, tveganje ni prisotno, ampak je to stanje gotovosti (Bailey, 2005, str. 83-84).

V praksi poznamo več vrst tveganj, ki pretijo tako podjetjem v mednarodnem gospodarstvu kot tudi tistim, ki poslujejo samo v domačem okolju. Ta tveganja so: valutno tveganje, obrestno tveganje, tveganje spremembe cen surovin, likvidnostno tveganje, tveganje likvidnosti trga in še bi lahko našteval. V magistrskem delu se osredotočam izključno na valutno tveganje, zato v nadaljevanju podajam še nekaj definicij o tej vrsti tveganj.

Izpostavljenost deviznim tečajem je mera potencialnih sprememb uspešnosti podjetja, neto denarnih tokov in tržne vrednosti podjetja zaradi sprememb v deviznih tečajih. Tako je pomembna naloga finančnih menedžerjev meriti valutno izpostavljenost in jih upravljati tako, da maksimizirajo profitabilnost, neto denarni tok in tržno vrednost podjetja (Eiteman,

Stonehill & Moffett, 2001, str. 186). Prav tako trdijo, da je valutno tveganje verjetnost, da nepričakovana sprememba v deviznem tečaju spremeni domačo vrednost tujega plačila, ki ga pričakujemo iz tujine. Je pa tudi verjetnost, da nepričakovana sprememba deviznih tečajev spremeni količino domače valute, potrebne za plačilo dolga, nominiranega v tuji valuti.

Prohaska (1999, str. 178) navaja, da valutno tveganje, tehnično gledano, predstavlja možna nihanja deviznega tečaja določene valute okrog njene pričakovane vrednosti. To nihanje merimo s standardnim odklonom. Večji kot je standardni odklon, toliko manjša je možnost predvidevanja prihodnjih deviznih tečajev in večje je valutno tveganje za podjetje.

Podjetje je na deviznem trgu izpostavljeno trem vrstam valutnega tveganja (Van Horne, 1992, str. 729):

- transakcijska izpostavljenost;
- translacijska izpostavljenost;
- ekonomska izpostavljenost.

## **1.1 Transakcijska izpostavljenost**

Transakcijsko izpostavljenost lahko opišemo na več načinov. V nadaljevanju navajam definicije avtorjev, kjer vsak avtor povzema bistvo transakcijskega tveganja s svojega zornega kota.

Hagelin (2003, str. 56) gleda na transakcijsko izpostavljenost v valutnem tveganju kot na potencialno spremembo v vrednosti prihodnjih denarnih tokov (dejanskih ali pričakovanih) zaradi nepričakovane spremembe vrednosti deviznega tečaja. Zavarovanje pred transakcijsko izpostavljenostjo lahko povečuje vrednost podjetja z zmanjševanjem nihanja denarnih tokov in s tem zniževanjem pričakovanih stroškov, povezanih s finančnimi težavami, davki oziroma investicijskimi težavami. Zavarovanje pred transakcijsko izpostavljenostjo lahko vpliva tako na nihanje vrednosti podjetja kot tudi na slabo razpršeno premoženje lastnikov podjetja. Hagelinov pogled na transakcijsko tveganje je torej bolj z vidika celotnega podjetja in z vidika lastnikov.

Eitman, Stonehill in Moffett (2001, str. 186) podajajo razmišljanje v smeri poslovanja podjetja in trdijo, da je transakcijsko tveganje opredeljeno kot nevarnost nastanka tečajnih razlik pri izvajanju tekočih poslov, izraženih v tujih valutah. Gre za nakup ali prodajo blaga, zadolževanje ali posojanje denarnih presežkov. Spremembo povzroči nihanje vrednosti deviznega tečaja od datuma prodaje blaga do datuma plačila. Zaradi transakcijske izpostavljenosti prihaja do sprememb v denarnih tokovih, ki so nastali v obstoječih pogodbenih obveznostih. Usmerili so se torej bolj na sam poslovni dogodek, kjer poizkušajo definirati, kje pri sami blagovni menjavi pride do transakcijskega tveganja.

Madura (1995, str. 269) opredeljuje transakcijsko izpostavljenost kot stopnjo, pri kateri lahko na vrednost prihodnjih denarnih tokov vplivajo spremembe deviznih tečajev. Transakcijska izpostavljenost se pojavi, ko podjetje plačuje ali prejema plačilo v tuji valuti. Podjetje pripozna dobiček oziroma izgubo, ko se devizni tečaj spremeni ne glede na to, ali plačuje ali prejema plačilo (VanderLinden, 1997, str. 3). Ta dva pogleda na transakcijsko tveganje pa zajemata transakcijsko tveganje med samo denarno transakcijo v poslovanju.

Iz literature je torej razvidno, da se transakcijsko tveganje nanaša na več delov poslovanja in s svojim delovanjem vpliva na vrednost celotnega podjetja.

Glavne vzroke za nastanek transakcijskega tveganja povzemajo (Eiteman et al., 2001, str. 156):

- prodaje in nakupi blaga ter storitev na kredit, če so cene izražene v tuji valuti;
- posojanje sredstev, če je odplačilo izvedeno v tuji valuti;
- pri udeležencih nestandardizirane terminske pogodbe;
- če so na kateri koli drugi način pridobljena sredstva ali obveznosti denominirani v tuji valuti.

Eiteman et al. (1995, str. 183) navajajo, da se transakcijska izpostavljenost od drugih vrst valutnih izpostavljenosti razlikuje tudi po tem, da so dobički oziroma izgube običajno obdavčene. Transakcijski dobički oziroma izgube so obdavčeni, ker podjetje, ki se pred takimi tveganji zavaruje, dejansko prejme plačilo oziroma plača razliko, ko se devizni tečaj spremeni (razlika, ki je nastala, se prišteje znesku, ki je bil izpostavljen, ta pa je obdavčen).

Berk, Peterlin in Ribarič (2005, str. 215) dodajajo, da se transakcijska izpostavljenost lahko opredeli tudi kot možno spremembo vrednosti trenutno še neplačanih obveznosti ali terjatev, ki jih prevzamemo in za katere obstaja nevarnost, da bodo realizirane šele po spremembi deviznega tečaja.

## **1.2 Translacijska izpostavljenost**

Translacijsko izpostavljenost imenujemo tudi računovodska izpostavljenost, saj gre bolj ali manj za učinek spremembe deviznega tečaja na računovodsko vrednost posamezne postavke v bilanci podjetja.

Translacijska izpostavljenost je potencialna bilančna sprememba zaradi spremembe tržne cene – deviznega tečaja ali drugih ne povsem tržnih podlag za vrednotenje. Podjetje se lahko odloči, da sredstva in dolgove podjetja vrednoti po vnaprej določenem modelu, ki je določen v računovodskem pravilniku podjetja (Berk, et al., 2005, str. 217).

Kljub čisto računovodski naravi tega tveganja so taka nihanja vrednosti podjetja pri finančnih menedžerjih zelo nepriljubljena in se jim zato skušajo izogniti. To največkrat storijo z uskladitvijo tujih naložb in obveznosti podjetja (Ross, Westerfield & Jordan, 2003, str. 809).

Translacijsko tveganje je torej izključno računovodsko tveganje. Podjetje je temu tveganju podvrženo, ne da bi sploh opravljalo posle. Ker gre tukaj za vrednostni izračun postavk v bilanci, se ob spremembi tečaja lahko spremeni tudi sama vrednost podjetja, ki se pojavi ob konsolidaciji poročil. To izpostavljenost podjetja navadno zmanjšujejo z notranjimi metodami zavarovanja pred valutnimi tveganji.

Hagelin (2003, str. 56) pravi, da se translacijsko tveganje pojavlja zgolj na računovodskih izkazih domačega podjetja, ki posluje s tujino. Splošno priporočilo finančne literature je, naj podjetja ne skrbijo glede te vrste izpostavljenosti in se pred translacijskim tveganjem ni potrebno zavarovati. Razloga za to naj bi bila dva:

- Translacijski dobički oziroma izgube ne bodo realizirane in imajo malo neposrednega vpliva na denarni tok podjetja, kar kaže na to, da ima zavarovanje pred translacijskim tveganjem malo vpliva na vrednost lastnikov podjetja s tem, ko vpliva na finančne težave, davke in investicijske težave.
- Translacijski dobički oziroma izgube niso dovolj dobri v napovedovanju dejanske spremembe vrednosti podjetja, kar pomeni, da je zavarovanje translacijske izpostavljenosti neučinkovito, ko gre za zmanjševanje izpostavljenosti podjetja.

KPMG (2001, str. 3) se v eni izmed svojih publikacij sprašuje prav to, ali naj se podjetje sploh zavaruje pred translacijskim tveganjem, glede na to, da gre pri tem tveganju izključno za računovodsko tveganje. V publikaciji navaja, da je eden izmed razlogov za zavarovanje pred translacijsko izpostavljenostjo zavarovanje vrednosti domačih investicij. Tukaj je potrebno poudariti, da gre za definicijo računovodske vrednosti na bilanci stanja in ne za ekonomsko vrednost sredstva, ki je izračunana na podlagi donosa ali kako drugače ugotovljene poštene vrednosti. Tukaj gre za enostaven prikaz, koliko je bilo dejansko plačano za sredstvo, kjer letni popravek vrednosti upošteva spremembo deviznih tečajev. Zelo verjetno je, da se bodo negativni popravki vrednosti čez daljše obdobje spremenili v pozitivne. Ob takih popravkih neto vrednosti investicije podjetje izniči gibanje finančnih trgov.

### **1.3 Ekonomska izpostavljenost**

Globalizacija je pripomogla k velikemu povečanju konkurence. V primeru, da je domača valuta v primerjavi s tujo relativno močna, se tujim konkurenčnim podjetjem na podlagi spremembe deviznega tečaja nižajo cene proizvodov, medtem ko ohranjajo prihodke na isti ravni kot prej. Prihodki domačega podjetja se tako spremenijo, ker podjetje ni več

konkurenčno s cenami na globalnem trgu. Tako posredna elastičnost povpraševanja vpliva na tuja konkurenčna podjetja, kar se prikazuje kot ekonomska izpostavljenost za podjetja, ki poslujejo na nepopolnem konkurenčnem trgu. Ekonomska izpostavljenost je definirana kot občutljivost denarnega toka podjetja na nepričakovane spremembe deviznih tečajev. Pove nam, do katere mere bodo spremembe deviznega tečaja vplivale na dolgoročne denarne tokove podjetja ter s tem na njegovo vrednost (Goswami et al., 1997, str. 3). Berk, Peterlin in Ribarič (2005, str. 218) ugotavljajo, da se ekonomsko tveganje ali ekonomsko izpostavljenost lahko definira tudi kot nevarnost nepredvidene spremembe pričakovane neto sedanje vrednosti bodočih denarnih tokov, ki so med drugim lahko tudi posledica deviznih tečajev tujih valut, v katerih so izraženi pričakovani denarni tokovi. Po teh dveh definicijah lahko torej povzamem, da ekonomsko tveganje vpliva predvsem na pričakovane denarne tokove. Smithson, Smith in Wilford (1995, str. 5) pa dodajajo, da ekonomsko tveganje vpliva tudi na spremembe količin. Trdijo namreč, da ekonomsko tveganje nastane zaradi nepričakovanih, dolgoročnih sprememb deviznih tečajev, ki so posledica sprememb relativnih ekonomskih pogojev med državami. Ekonomsko tveganje ni osredotočeno le na neposreden vpliv spremembe deviznega tečaja in na velikost prihodnjega prejemka oziroma izdatka v domači valuti, ampak upošteva tudi njegov posreden vpliv na spremembo količine (Smithson, Smith & Wilford, 1995, str. 5).

Da je izpostavljenost ekonomskemu tveganju večji problem celotnega gospodarstva v posamezni državi, dokazuje Hodder (1982, str. 375), ki v svojem delu prikazuje, da tudi domača podjetja, ki neposredno ne poslujejo s tujino ter zaradi tega nimajo deviznih sredstev, prav tako čutijo posledice ekonomske izpostavljenosti. Višina ekonomske izpostavljenosti niha od podjetja do podjetja glede na faktorje, kot so cenovna elastičnost in gibanje povpraševanja. Različne cenovne politike podjetij prav tako vplivajo na višino ekonomske izpostavljenosti. Informacije o taki izpostavljenosti niso prosto na voljo zunanjim investitorjem, kot so na voljo upravljavcem podjetja. Ko pride do tega, da podjetje, katerega ekonomska izpostavljenost ni znana zunanjim posojilodajalcem za kreditiranje tveganih projektov, zaprosi za posojilo, se lahko zgodi, da je podjetje narobe ocenjeno. Vrednost podjetja se lahko oceni s splošno vrednostjo, ki naj bi veljala za celotni sektor ne glede na ekonomsko tveganje prav zaradi informacijske neučinkovitosti.

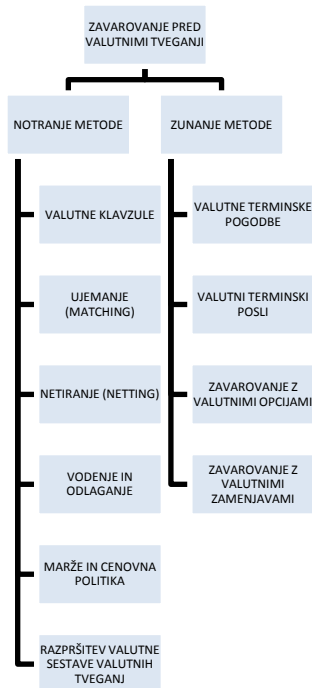
Ekonomsko tveganje je torej tveganje, pri katerem se podjetje najtežje zavaruje. Ker gre tukaj predvsem za spremembo odnosov med dvema državama, čutijo posledice sprememb odnosov tudi podjetja, ki niso neposredno udeležena v mednarodni menjavi, naj si bo zaradi spremembe cene surovin, materialov, ter tudi finančni sektor, kot je razvidno iz primera v prejšnjem odstavku.

Pred vsemi tremi vrstami izpostavljenosti se lahko zavarujemo z zunanjimi ter notranjimi metodami zavarovanja pred valutnimi tveganji. Te metode so našteje ter opisane v nadaljevanju.

## 2 OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA

Podjetja želijo z obvladovanjem finančnih tveganj obvarovati podjetje pred nepričakovanimi ter nenadnimi spremembami na trgu. Bartram (2000, str. 279) podaja definicijo, da je obvladovanje tveganj proces ohranjanja vrednosti podjetja in obvladovanja tveganj, ki podjetju pretijo. Mramor (2002, str. 191) dodaja, da če imamo na finančnem trgu določen delež informacijske učinkovitosti, je lahko glavni cilj podjetja čim višja vrednost podjetja, saj iz tega izhaja, da se tako večja vrednost premoženja lastnikov. Zavarovanje pred valutnimi tveganji torej prinaša delež pri ohranjanju vrednosti podjetja in je zato v podjetjih, ki veliko poslujejo s tujimi valutami, nujno potrebno. Da bi se podjetja zavarovala pred tveganji, so se v preteklosti razvile različne metode ter finančni inštrumenti, ki pomagajo podjetjem zmanjševati njihovo izpostavljenost. Podjetje se pred valutnimi tveganji lahko zavaruje z dvema vrstama metod: z notranjimi ter z zunanjimi metodami (glej Slika 1).

Slika 1: Prikaz možnosti zavarovanj pred valutnimi tveganji



Vir: povzeto po V. Rant, *Valutno tveganje in metode zavarovanja*, 2011.

V nadaljevanju je opisana vsaka vrsta zavarovanja pred valutnimi tveganji posebej. Notranje metode so opisane bolj na kratko, saj jih opravljena raziskava ne zajema in so navedene zgolj kot predstavitev možnosti zavarovanja podjetja. Zunanje metode so opisane bolj obsežno za lažjo predstavilo, kaj slovenske finančne institucije ponujajo slovenskemu gospodarstvu za zavarovanje pred valutnim tveganjem.

## **2.1 Notranje metode**

Uporaba notranjih metod za zavarovanje pred valutnimi tveganji s strani podjetja pomeni, da se podjetje z uporabo možnosti, ki jih ima znotraj samega sebe, zavaruje pred valutnimi tveganji. V nadaljevanju opisujem metode, ki se jih podjetja lahko poslužijo.

### **2.1.1 Valutne klavzule**

Valutne klavzule so posebne določbe v pogodbah, s katerimi se lahko podjetje zaščiti pred valutnim tveganjem. Podjetje lahko izbere dve možnosti:

- v pogodbah uporabi domače valute;
- se dogovori s poslovnim partnerjem o delitvi valutnih tveganj.

Pri uporabi domače valute v pogodbah se tveganje v celoti prenese na nasprotno stran, kar je pri večini podjetij težko izvedljivo zaradi konkurenčnosti.

Pri dogovoru s poslovnim partnerjem o delitvi valutnih tveganj se tveganje porazdeli na obe strani. Ta metoda nudi delno zavarovanje pred valutnimi tveganji in je uporabna predvsem v trajnih poslovnih odnosih (Rant, 2011).

### **2.1.2 Ujemanje**

Ujemanje izrablja dane možnosti deviznega računa. V kolikor podjetje tako kupuje kot prodaja v isti tuji valuti, potem je mogoče ujeti prilive ter odlive v tej valuti. Prilive je mogoče uporabiti za plačila obveznosti v tuji valuti in se tako izogniti menjanju denarja v tujo valuto (Winstone, 1995, str. 15).

### **2.1.3 Netiranje**

Podjetja se lahko zavarujejo pred valutnimi tveganji tudi z netiranjem, poznanim tudi kot kompenzacija. Netiranje je dogovor med dvema podjetjema, ki uporabljata različne valute, da si bosta dolgove poravnali na vsakih nekaj mesecev. Tako podjetji preprosto izračunata razliko med dolgovi in terjatvami in tako ugotovita neto dolžnika. Neto dolžnik potem na dogovorjeni interval plača upniku dolgove. Za primer lahko vzamemo tabelo iz knjige Davida Winstona Financial Derivatives iz leta 1995, kjer je enostavno prikazano, kako naj bi v praksi tak dogovor potekal (Winston, 1995, str. 15).

Za primer vzemimo podjetji X in Y, ki med seboj uporabljata tak dogovor:

*Tabela 1: Poslovanje med podjetji X in Y ob uporabi metode netiranja*

| Podjetje X              | Podjetje Y              |
|-------------------------|-------------------------|
| plačila podjetju Y (\$) | plačila podjetju X (\$) |
| 5.000,00                | 8.000,00                |
| 10.000,00               | 10.000,00               |
| 15.000,00               | 5.000,00                |
| 20.000,00               | 23.000,00               |
| 50.000,00               | 46.000,00               |

*Vir: D. Winston, Financial Derivatives: Hedging With Futures, Forwards, Options & Swaps, 1995, str. 15.*

Po dogovorjenem obdobju mora podjetje Y poplačati terjatve podjetja X v višini \$4.000. Podjetja se na tak način izognejo valutnemu tveganju oziroma ga zmanjšajo, saj je skupni znesek plačila manjši (zmanjšan za terjatve do drugega podjetja), plačilo pa se izvede samo nekajkrat na leto (Winston, 1995, str. 15).

#### **2.1.4 Vodenje in odlaganje**

Metoda vodenja in odlaganja je metoda pospeševanja oziroma zaviranja plačila dobavitelju.

- **VODENJE:** gre za predčasno plačilo obveznosti upniku in je primerno predvsem za trdne valute, v kolikor gre za odlive, ter za mehke variabilne valute, v kolikor gre za prilive.
- **ODLAGANJE:** gre za zakasnitev plačila obveznosti upniku po dogovorjenem roku in je primerno za mehke valute, v kolikor gre za odlive, ter za trdne valute, v kolikor gre za prilive.

Mehka valuta je valuta, ki glede na druge valute izgublja na vrednosti, trdna pa tista, ki na vrednosti pridobiva. Gre za relativni odnos med vrednostjo valut, saj je možno, da tudi najbolj trdna valuta izgublja na kupni moči (Ribnikar, 1999, str. 16).

Princip metode vodenja in odlaganja je spremljanje trenutnega trenda gibanja menjalniških tečajev in na podlagi teh podatkov napovedovanje prihodnjih tečajev. Za primer vzemimo, da ima podjetje v Sloveniji odprte obveznosti do podjetja v ZDA v višini 10.000 USD. Trenutni tečaj EUR/USD naj bo  $1 \text{ €} = 1,3 \text{ \$}$ . Podjetje v Sloveniji bi tako danes moralo za poravnanje svojih obveznosti plačati  $10.000 / 1,3 \text{ \$} = 7.692 \text{ €}$ . Zaradi poznavanja razmer v ZDA in zavedanja, da je USD zelo variabilna valuta, se podjetje lahko odloči, da bo plačilo svojih obveznosti zadržalo in na ta način poizkušalo iztržiti boljši menjalniški tečaj. Bolj kot bo tečaj narasel, bolj ugodno bo plačilo slovenskega podjetja. Denimo, da se tečaj spremeni in je sedaj  $1 \text{ €} = 1,4 \text{ \$}$ . Slovensko podjetje mora v tem primeru svojemu



poslovnemu partnerju nakazati samo še 10.000 / 1.4 \$ = 7.143 €. Razlika med zneskoma je očitna in se pri večjih zneskih samo še poveča, zato je potrebna še večja pazljivost, saj se tečaj lahko obrne tudi v nasprotno smer.

Predhodno plačevanje iz zakasnitev plačil je pogosto uporabno predvsem v povezanih podjetjih, ne pa tudi zunaj podjetja. Problem lahko namreč nastane v poslovnih odnosih med podjetjema, nenazadnje pa zakasnitev plačila pripelje do zaračunavanja zamudnih obresti, kar lahko v veliki meri izniči korist ugodnejšega menjalnega tečaja (Bennett, 1997, str. 75).

### **2.1.5 Marže in cenovna politika**

Teadbed in Huges (1988, str. 24–25) pri tej metodi zavarovanja pred valutnimi tveganji navajata 4 možnosti, med katerimi lahko podjetja izbirajo:

- poslovanje v svoji valuti;
- zaračunavanje storitev v trdni valuti in plačevanje obveznosti v mehki valuti;
- dogovor o zaračunavanju v nevtralni valuti;
- aktivna cenovna politika.

Pri poslovanju v svoji valuti se podjetje avtomatično izogne valutnemu tveganju, ki se v celoti prenese na poslovnega partnerja.

Zaračunavanje storitev v trdni valuti ter plačevanje obveznosti v mehki valuti je za podjetje dobro predvsem zaradi velike možnosti, da bo nabavna cena za podjetje padla, prodajna pa ostala enaka oziroma narasla.

Pri dogovoru o zaračunavanju storitev v nevtralni valuti morata podjetji paziti, da se dogovorita, da se obveznosti poravnava v valuti, ki je na mednarodnem trgu dovolj stabilna, saj se le tako lahko izogneta valutnemu tveganju.

Aktivna cenovna politika pomeni, da podjetje svojim izdelkom prilagaja ceno glede na spremembe tečaja ter razmere na trgu (Redhead & Hughes, 1988, str. 24–25).

Za primer aktivne cenovne politike lahko vzamemo primer, kjer ima podjetje možnost prilagoditve domačih ali tujih cen za pokritje različnih scenarijev sprememb v deviznih tečajih (Rant, 2011).

V primeru, da tuja valuta aprecira, se lahko zgodi sledeče. Uvozniki bodo ohranili maržo s povišanjem domače cene uvoženega blaga (mednarodna cena ostane nespremenjena). Izvozniki lahko povečajo maržo, če izvažajo po nespremenjeni svetovni ceni (domača cena naraste), ali pa povečajo tržni delež, če prodajajo na svetovni trg po nižji ceni. Ker podjetje ni v monopolnem položaju, njegova konkurenca doma in v tujini omejuje domet te

strategije. Učinki tovrstne strategije so precej odvisni tudi od cenovne elastičnosti povpraševanja.

### **2.1.6 Razpršitev valutne sestave valutnih tveganj**

Z razpršitvijo operativne in finančne dejavnosti na več valut lahko podjetje doseže omejitev negativnih učinkov sprememb deviznih tečajev (učinek diverzifikacije).

Učinek diverzifikacije je največji, če za valute, v katerih podjetje posluje, veljajo (Rant, 2011):

- nizke ali negativne stopnje korelacije med enakimi deviznimi pozicijami v tujih valutah;
- visoke in pozitivne stopnje korelacije med nasprotnimi deviznimi pozicijami v tujih valutah.

## **2.2 Zunanje metode**

Uporaba zunanjih metod za zavarovanje pred valutnimi tveganji s strani podjetja pomeni, da se podjetje preko finančne institucije z različnimi finančnimi inštrumenti zavaruje pred valutnimi tveganji. V nadaljevanju opisujem glavne finančne inštrumente, med katerimi lahko podjetja izbirajo v Sloveniji.

### **2.2.1 Terminska pogodba**

Na trgu terminskih pogodb (angl. *futures*) je veliko udeležencev, ki se hočejo zavarovati pred nepričakovanimi premiki na trgu. Njihov namen je, da čim bolj zmanjšajo tveganje, ki izhaja iz poslovanja, zato se uporabljajo tudi kombinacije različnih zavarovanj. Terminska pogodba je dogovor, da bo stranka kupila oziroma prodala določeno stvar na določen dan po določeni ceni (Hull, 2002, str. 1).

Terminska pogodba je obvezujoč dogovor o prihodnji prodaji ali nakupu določene količine valute po današnjem deviznem tečaju in s standardiziranim rokom izvršitve (3, 6, 9 ali 12 mesecev). Določa standardizirano količino, zadnji dan trgovanja, datum, kraj in način izpolnitve. Kupcu in prodajalcu dopušča, da se pogajata samo in izključno o ceni terminske pogodbe (Dubofsky, 1992, str. 301). Terminska pogodba je torej standardiziran finančni inštrument.

Terminska pogodba se lahko zaključi na dva načina:

- fizična izpolnitev;
- kompenzacija.

Pri fizični izpolnitvi gre za to, da na dan izteka pogodbe prodajalec kupcu dostavi prodano stvar, pri kompenzaciji pa pride samo do denarne poravnave ob dnevu zapadlosti.

Glede na element trajanja pogodbe se pogodba lahko zaključi na dva možna načina:

- v primeru, da gre za popolnoma nešpekulativen posel, podjetje počaka do zapadlosti in opravi zamenjavo valute, ki pokriva vrednost komercialnega posla, ki je v ozadju;
- lahko pa se podjetje odloči kadarkoli med datumom sklenitve posla in datumom poravnave zapreti pozicijo. To naredi tako, da na isto zapadlost sklene nasprotni posel (nakup/prodaja) osnovnemu poslu za isti znesek tuje valute. Takšen posel je lahko popolnoma špekulativne narave in se ga lahko opravi tudi v primeru, ko v ozadju ni nobenega komercialnega posla. V kolikor v ozadju obstaja komercialni posel, pa se lahko podjetje odloči zapreti pozicijo na podlagi ugodnega gibanja tečaja (Redhead & Huges, 1988, str. 30).

Ena izmed najpomembnejših lastnosti terminske pogodbe je, da večino pogodb, ki so bile sklenjene, lastniki zaprejo pozicije pred dospelostjo same pogodbe. Dobaviti blago ali sprejeti dobavo, kot je napisano v pogodbi, je drago in največkrat v nasprotju z običajno prakso poslovanja (Hull, 2002, str. 16).

## **2.2.2 Terminski posel**

Terminski posel (angl. *forward*) je podoben terminski pogodbi v tem, da gre za dogovor, da bo stranka kupila oziroma prodala določeno stvar na določen dan v prihodnosti po določeni ceni. Razlika med terminsko pogodbo in terminskim poslom je ta, da je terminska pogodba standardizirana, terminski posel pa nestandardiziran (Hull, 2002, str. 16).

Pri terminskem poslu in pri terminski pogodbi gre za to, da stranka želi zavarovati svoje prihodnje finančne tokove pred tveganji. Zavarovanje poizkušajo sestaviti tako, da bi se čim bolj približali ničelnemu tveganju. Glede na to, v kakšni poziciji smo, lahko za zavarovanje uporabimo:

- kratko pozicijo;
- dolgo pozicijo.

### **2.2.2.1 Kratka pozicija**

Kratka pozicija pomeni prodajo nečesa, kar stranka že ima oziroma bo imela. Poglejmo primer, ko podjetje v Sloveniji proda svoje proizvode v Veliko Britanijo, plačilo pa bo slovensko podjetje dobilo šele čez tri mesece. Ker podjetje točno ve, kolikšen znesek angleških funtov bo prejelo čez tri mesece (ob predpostavki, da kupec plača pravočasno), se lahko zavaruje pred valutnim tveganjem tako, da sklene terminski posel ali pogodbo danes. V pogodbi bo naveden menjalni tečaj, po katerem se bo izvršila menjava valute čez

3 mesece. Slovensko podjetje bo tako za razliko med tečajem, določenim v pogodbi oziroma poslu, in tečajem čez 3 mesece, pomnoženo z vrednostjo posla:

- na slabšem, v kolikor bo angleški funt v primerjavi z evrom zrasel;
- na boljšem, v kolikor bo angleški funt v primerjavi z evrom padel.

Tako lahko vidimo, da zavarovanje pred tveganjem ne pomeni samo zavarovanja pred izgubo, ampak tudi pred nenačrtovanim dobičkom (Hull, 2002, str. 16).

#### 2.2.2.2 Dolga pozicija

Dolga pozicija pomeni nakup nečesa po določeni ceni na določen dan. Takšno pozicijo si podjetje želi zavzeti, ko ve, da bo v prihodnje moralo nekaj kupiti in se z dolgo pozicijo zavaruje pred dvigom cene. Vzemimo zopet primer slovenskega podjetja. Ker podjetje v Sloveniji ve, da bo v prihodnosti rabilo angleške funte, da bo lahko nabavilo surovine iz Velike Britanije, se lahko že danes zavaruje pred valutnim tveganjem tako, da sklene dolgo pozicijo na terminskem poslu oziroma pogodbi. Na ta način se, tako kot pri kratki poziciji, podjetje zavaruje pred nepričakovanim dvigom menjalnega tečaja. Pri dolgi poziciji bo slovensko podjetje za razliko med tečajem, določenim v pogodbi oziroma poslu, in tečajem čez 3 mesece, pomnoženo z vrednostjo posla:

- na slabšem, v kolikor bo angleški funt v primerjavi z evrom padel;
- na boljšem, v kolikor bo angleški funt v primerjavi z evrom zrasel.

Razlika med dolgo in kratko pozicijo je v tem, da je dobičkonosnost tečajev obratno sorazmerna. V kolikor tečaj evra v kratki/dolgi poziciji pade, bi imelo podjetje brez zavarovanja dobiček/izgubo (Hull, 2002, str. 16).

#### 2.2.2.3 Izračun tečaja

Terminski tečaj temelji na teoriji paritete obrestnih mer. Teorija paritete obrestnih mer pravi, da bo valuta države z nižjo obrestno mero terminsko kotirala s premijo v razmerju do valute z višjo nominalno obrestno mero. Razlike v nominalnih obrestnih merah naj bi bile izravnane z ustreznim terminskim diskontom oziroma premijo (Zabašnik, 1999, str.136).

Terminski tečaj se izračuna iz promptnega (trenutnega) tečaja in razlik v obrestnih merah udeleženih valut za dogovorjeno obdobje (1). Terminski tečaj torej ni napovedovanje prihodnosti (Valutni izvedeni finančni inštrumenti, 2006).

$$TT = PT + \frac{(Ob-Oa)*PT*dospetje}{100*360} \quad (1)$$

pri čemer velja:

- PT – promptni tečaj;
- TT – terminski tečaj;
- Valuta A: osnovna valuta;
- OA: obrestna mera osnovne valute;
- Valuta B: pomožna valuta;
- OB: obrestna mera kotirajoče valute.

Glede na razmerje med terminskim in promptnim tečajem obstajajo tri možnosti (Veselinovič, 1991, str. 41):

- kadar sta obrestni meri za zadevno obdobje enaki, je terminski tečaj enak promptnemu;
- ko je obrestna mera osnovne valute nižja kot obrestna mera kotirane valute, je terminska osnova dražja in je v premiji;
- če pa je obrestna mera osnovne valute višja kot obrestna mera kotirane valute, je terminska osnovna valuta cenejša in je v diskontu.

Terminski tečaj torej dobimo:

$$TT = PT + \text{premija} - \text{diskont} \quad (2)$$

Terminski posli so pogosto posli med podjetjem ter banko kot posrednikom. Tako pri banki Celje navajajo (Banka Celje, 2011), da je forward pogodba za nakup tuje valute dogovor med banko in podjetjem, s katerim se banka zavezuje, da mu bo prodala tujo valuto po točno določenem tečaju na točno določen dan v prihodnosti. S tem si podjetje naprej zavaruje tečaj in vrednost planiranega odhodka, največ za obdobje enega leta. Kakor pri nakupu tujih valut, gre tudi pri forward pogodbah za prodajo tuje valute. Banka se v pogodbi zaveže, da bo podjetju odkupila tujo valuto v točno določenem znesku in na točno določen dan v prihodnosti. Glavna značilnost tega posla je njegova dokončnost, kar pomeni, da mora podjetje nepreklicno izpolniti svojo obveznost po dogovorjenem tečaju, čeprav so trenutni tržni tečaji ob zapadlosti ugodnejši.

#### 2.2.2.4 Tveganje terminskega posla

Pri sklenitvi terminskega posla še vedno nastajajo problemi, saj ni nujno, da vemo natančen datum, kdaj bomo potrebovali tujo valuto, lahko bomo morali terminski posel predčasno prekiniti ... Te spremenljivke nas pripeljejo do tega, da se z možnostjo sklenitve terminskega posla odpirajo nova tveganja ter vprašanja. Za ta namen je v enačbo vključena bazična vrednost. Za primer te naloge bomo za sredstvo uporabili menjalni tečaj.

$$\text{Bazična vrednost} = \text{Trenutni menjalni tečaj} - \text{Cena terminskega posla} \quad (3)$$

V kolikor sta trenutni menjalni tečaj in cena terminskega posla ob izteku pogodbe enaka, je bazična vrednost enaka nič. Pred iztekom terminskega posla je bazična vrednost lahko pozitivna ali pa negativna. V primeru, da je trenutni menjalni tečaj večji od cene terminskega posla, je bazična vrednost pozitivna. Tak trend imenujemo krepitev bazične vrednosti. V nasprotnem primeru, se pravi, da je trenutni menjalni tečaj nižji od cene terminskega posla, je bazična vrednost negativna, tak trend pa imenujemo slabitev bazične vrednosti (Falkenstein & Hanweck, 1996, str. 2). Enačba za izračun bazične vrednosti na začetku in na koncu terminskega posla je sledeča:

$$B1 = S1 - F1 \text{ in } B2 = S2 - F2 \quad (4)$$

kjer neznanke pomenijo:

- S1 – trenutna cena ob času t1;
- S2 – trenutna cena ob času t2;
- F1 – cena terminskega posla ob času t1;
- F2 – cena terminskega posla ob času t2;
- B1 – bazična vrednost ob času t1;
- B2 – bazična vrednost ob času t2.

Če enačbi združimo in nekoliko preuredimo, dobimo efektivno ceno menjalnega tečaja:

$$S2 + F1 - F2 = F1 + B2 \quad (5)$$

Efektivna cena menjalnega tečaja nam pove, kakšna je dejanska bazična vrednost menjalnega tečaja v celotnem življenjskem obdobju (Hull, 2002, str. 40).

### 2.2.3 Valutne opcije

Valutne opcije so samo ena izmed več vrst opcij. Zanje je značilno, da so vezane na tuje valute. Opcija je izvedeni finančni inštrument, ki daje kupcu pravico, vendar ne obveznosti, da kupi (v primeru nakupne ali call opcije) ali proda (v primeru prodajne ali put opcije) določeno količino osnovnega inštrumenta po vnaprej določeni pogodbeni ceni. Če ga proda na točno določen dan v prihodnosti, govorimo o evropski opciji. Če gre za prodajo v določenem obdobju po vnaprej dogovorjeni ceni, pa gre za ameriški tip opcije. (Veselinovič, 1998, str. 72).

Iz valutnih opcij izhajajo naslednje obveznosti ter pravice. Obveznosti ter pravice kupca in prodajalca nakupne opcije so:

- kupec nakupne valutne opcije ima pravico, da kupi vnaprej določeno vsoto določene valute v zameno za vnaprej določeno vsoto druge valute, na vnaprej določen dan, po vnaprej določenem menjalnem tečaju;

- prodajalec valutne opcije ima obveznost prodati (v kolikor se kupec nakupne valutne opcije za to odloči) vnaprej določeno vsoto določene valute v zameno za vnaprej določen znesek druge valute, na vnaprej določen dan, po vnaprej določenem menjalnem tečaju.

Obveznosti ter pravice kupca in prodajalca prodajne opcije so:

- kupec prodajne valutne opcije ima pravico prodati vnaprej določeno vsoto določene valute v zameno za vnaprej določeno vsoto druge valute, na vnaprej določen dan, po vnaprej določenem menjalnem tečaju;
- prodajalec prodajne valutne opcije ima obveznost nakupa (v kolikor se kupec prodajne valutne opcije za to odloči) vnaprej določeno vsoto določene valute v zameno za vnaprej določen znesek druge valute, na vnaprej določen dan, po vnaprej določenem menjalnem tečaju.

Ta primer velja izključno za evropske opcije. Ameriške opcije se lahko izvrši kadarkoli do poteka opcije (Winstone, 1998, str. 188).

Značilnosti valutne opcije so (Zavarovanje pred tečajnim tveganjem):

- Osnova – trenutni tržni (promptni) tečaj valutnega para.
- Nominalni znesek – znesek, ki se nanaša na opcijo. Lahko je izražen v kateri koli vrednosti od obeh valut.
- Izvršilna cena – tečaj, po katerem lahko kupec opcije proda (PUT) ali kupi (CALL) svojo valuto. Stranka ga določi že na začetku.
- Dan dospelja – dan, po katerem preneha veljavnost opcije. Dan dospelja določi stranka.
- Tip opcije – evropski tip (opcija se lahko izvrši samo na dan dospelja) ali ameriški tip (opcija se lahko izvrši na kateri koli dan do dospelja).
- Premija – cena, ki se plača za nakup opcije. Premija se navadno določi v eni izmed obeh valut in je proporcionalna glede na nominalni znesek opcije.

Tržni pogoji, ki določajo vrednost oziroma premijo valutne opcije, so (Steiner, 1998, str. 223):

- Obrestni meri obeh valut, na kateri se glasi opcija: v času do koriščenja svoje pravice lahko kupec nakupne opcije donosno naloži svoje premoženje po netvegani obrestni meri, medtem ko izdajatelj opcije investira v premoženje. Ob povišanju obrestne mere naraščajo oportunitetni stroški izdajatelja, zato zahteva višjo opcijsko ceno. Višja kratkoročna netvegana obrestna mera pomeni višjo nakupno ceno opcije. Obratno velja za prodajno opcijo, katere cena z višanjem obrestnih mer pada.
- Trenutni tržni (promptni) tečaj ob sklenitvi posla (spot rate): to je cena tuje valute. Večja kot je tržna cena, večja je vrednost nakupne opcije. Pri prodajni opciji pa povišanje cene osnovnega inštrumenta vpliva obratno.

- Nestanovitnost tečaja: najpomembnejši dejavnik pri določanju višine premije je nestanovitnost osnovnega elementa. Predstavlja kritično determinanto višine premije, ker ni neposredno merljiva. Je merilo negotovosti prihodnjih gibanj deviznih tečajev. Ob predpostavki nespremenljivosti ostalih dejavnikov bo velika pričakovana nestanovitnost cene predmeta pogodbe spodbudila investitorja, da bo pripravljen plačati višjo ceno za opcijo. Po drugi strani pa bo prodajalec opcije zahteval višjo ceno. Razlog je predvsem v tem, da čim večja je nestanovitnost, tem večja so pričakovanja kupcev opcij, da se bo cena predmeta pogodbe do dneva zapadlosti spremenila.
- Dan dospelja: opcija po dnevu zapadlosti nima več vrednosti. Daljši časovni rok do zapadlosti pomeni višjo ceno tako nakupne kot tudi prodajne opcije. Krajši kot je čas do zapadlosti, manj možnosti je, da bi se cena osnovnega inštrumenta za kupca dvignila ali padla za prodajalca. Tako se cena opcije oblikuje s pomočjo časovne premije, ki jo plača kupec opcije, višina premije pa je odvisna od časa do dospelja opcije. S trajanjem opcije se premija zvišuje.
- Izvršilna cena: višja izvršilna cena pomeni za nakupno opcijo nižjo vrednost, zato se cena nakupne opcije z zvišanjem izvršilnih cen znižuje. V primeru prodajne opcije pomeni višja izvršilna cena višjo ceno prodajne opcije.

#### 2.2.3.1 Vrednotenje opcij

Za vrednotenje opcij se je razvilo veliko modelov, najbolj poznana pa sta:

- Binomski model vrednotenja opcij – model so prvič razvili Cox, Ross in Rubinstein leta 1979 (str. 229–236). Gre za numerični model, ki je za računanje zapleten, vendar pa uporaben tako za evropske kot tudi ameriške opcije.
- Black-Scholesov model vrednotenja opcij – gre za različico binomskega modela vrednotenja opcij, ki sta ga leta 1973 razvila ter objavila Fisher Black in Myron Scholes. Ta model je uporaben zgolj za evropske opcije, ko je izvršitev opcije na dan zapadlosti.

Bolj podrobno se v same modele vrednotenja ne spuščam, saj za raziskavo niso pomembni, so pa pomembni za samo razumevanje delovanja trga ter zavarovanja pred tveganji.

#### 2.2.3.2 Možnosti vrednosti opcije

Glede na odnos med izvršilno ceno opcije in trenutno tržno ceno osnovnega inštrumenta opcije lahko ugotavljamo, ali je postavljena izvršilna cena v opcijski pogodbi višja, enaka ali nižja od trenutne tržne cene osnovnega inštrumenta. Po tem elementu ločimo (Stephens, 2000, str. 56; Shamah, 2004, str. 55–57):

- Opcije, katerih izvršitev se izplača (angl. *in the money options*) – v kolikor je izvršilna cena nakupne opcije višja od tržne cene osnovnega inštrumenta, potem se izplača



opcijo izvršiti. V kolikor je trenutna izvršilna cena prodajne opcije nižja od tržne cene osnovnega inštrumenta, potem se opcije ne izplača izvršiti.

- Opcije, katerih izvršitev se ne izplača (angl. *out of the money options*) – v kolikor je trenutna izvršilna cena nakupne opcije nižja od tržne cene osnovnega inštrumenta, potem se opcije ne izplača izvršiti. V kolikor je trenutna izvršilna cena prodajne opcije višja od tržne cene osnovnega inštrumenta, potem se opcijo izplača izvršiti.
- Opcije na meji (angl. *at the money options*) – če sta trenutna tržna cena ter izvršilna cena enaki, potem je za upravičenca opcije vseeno, ali se opcija izvrši ali ne.

Te možnosti se nanašajo predvsem na ameriški tip opcij, ko se izvršitev lahko opravi kadarkoli med obdobjem.

To teorijo lahko bolj enostavno prikažem v tabeli, kjer pa je potrebno poudariti, da niso upoštevani ostali stroški v zvezi z opcijami.

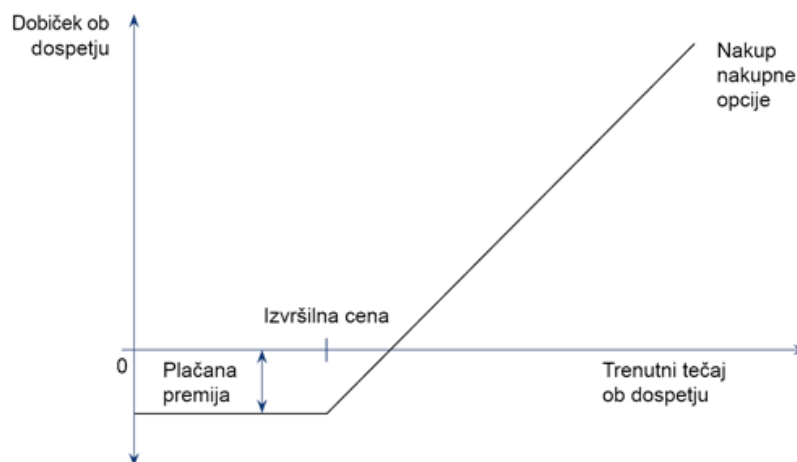
Tabela 2: Možnosti vrednosti opcije

| Cena              | Nakupna opcija          | Prodajna opcija         |
|-------------------|-------------------------|-------------------------|
| tržna > izvršilne | izvršitev se izplača    | izvršitev se ne izplača |
| tržna = izvršilni | vseeno                  | vseeno                  |
| tržna < izvršilne | izvršitev se ne izplača | izvršitev se izplača    |

Vir: D. Winstone, *Financial Derivatives: Hedging With Futures, Forwards, Options & Swaps*, 1998, str. 156.

Slika 2 ponazarja gibanje vrednosti nakupne opcije za podjetje, ki se želi zavarovati pred valutnimi tveganji. Iz slike je razvidno, da je nakup nakupne opcije navzdol omejen, kar pomeni, da je izguba za podjetje omejena na vrednost premije, na strani dobička pa ni navzgor neomejena.

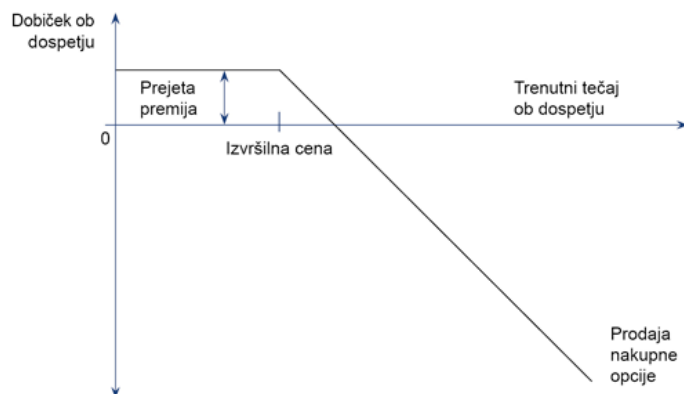
Slika 2: Nakup nakupne opcije



Vir: J. C. Hull, *Options, futures and other derivatives*, 2006, str. 182; *Zavarovanja pred tečajnim tveganjem*, 2011.

Slika 3 ponazarja gibanje vrednosti prodaje nakupne opcije. Iz slike je razvidno, da je prodaja nakupne opcije navzgor omejena, kar pomeni, da je dobiček za podjetje omejen na vrednost premije, na strani izgube pa navzdol neomejen.

Slika 3: Prodaja nakupne opcije

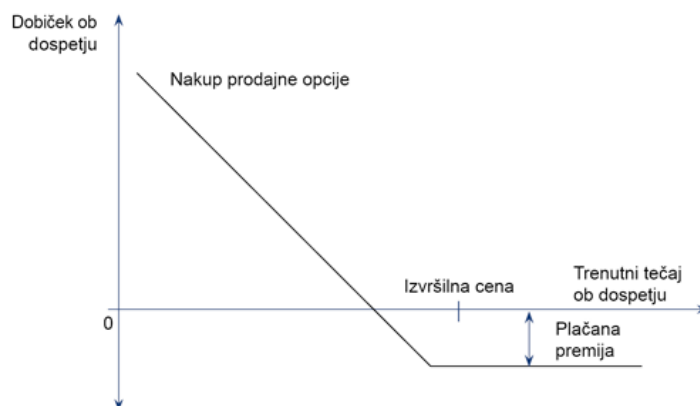


Vir: J. C. Hull, *Options, futures and other derivatives*, 2006, str. 182; *Zavarovanja pred tečajnim tveganjem*, 2011.

Prednosti take oblike zavarovanja so zavarovanje pred naraščanjem tečaja domače valute proti tuji valuti, možnost okoriščenja pri padanju trenutnega tečaja, ob sklenitvi takega posla pa tudi ne nastane nobeno tveganje v primeru, da je izvoz odpovedan. Slabosti take oblike zavarovanja so, da je plačilo premije takoj na začetku sklenitve posla in poslabšanje (v primerjavi z začetno ceno terminskega posla) zagotovljene nakupne ravni, ki je pogoj za okoriščenje pred padcem trenutnega tržnega tečaja.

Slika 4 ponazarja gibanje vrednosti za nakup prodajne opcije za podjetje, ki se želi zavarovati pred valutnimi tveganji. Iz slike je razvidno, da je nakup prodajne opcije navzdol omejen, kar pomeni, da je izguba za podjetje omejena na vrednost premije, na strani dobička pa ni navzgor omejena.

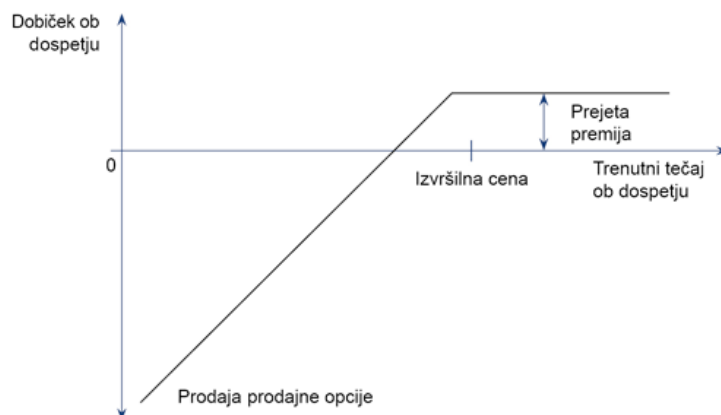
Slika 4: Nakup prodajne opcije



Vir: J. C. Hull, *Options, futures and other derivatives*, 2006, str. 182; *Zavarovanja pred tečajnim tveganjem*, 2011.

Slika 5 ponazarja gibanje vrednosti za prodajo prodajne opcije. Iz slike je razvidno, da je prodaja prodajne opcije navzgor omejena, kar pomeni, da je dobiček podjetja omejen na vrednost premije, na strani izgube pa ni navzdol omejena.

Slika 5: Prodaja prodajne opcije



Vir: J. C. Hull, *Options, futures and other derivatives*, 2006, str. 182; *Zavarovanja pred tečajnim tveganjem*, 2011.

Prednosti takega načina zavarovanja so zavarovanje pred padanjem trenutnega tečaja med domačo in tujo valuto, možnost okoriščenja pri naraščanju trenutnega tečaja med domačo in tujo valuto, pri taki vrsti zavarovanja pa tudi ni nobenega tveganja, če je uvoz odpovedan.

Slabosti takega načina zavarovanja pa sta, da je potrebno plačilo premije takoj na začetku sklenitve posla in da lahko pride do poslabšanja (v primerjavi z začetno ceno terminskega posla) zagotovljene prodajne ravni, ki je pogoj za okoriščenje pred naraščanjem trenutnega tečaja.

#### 2.2.4 Valutne opcije na terminske pogodbe

Tukaj gre za kombinacijo dveh posameznih finančnih instrumentov, kjer se imetnik lahko odloči izkoristiti enega ali drugega. Stranki v poslu skleneta najprej terminsko pogodbo (kupec s prodajalcem sklene terminsko pogodbo za odkup tuje valute), nato pa se na to terminsko pogodbo sklene še valutno opcijo, ki daje kupcu možnost, da pogodbo predčasno proda.

V primeru, da imetnik nakupne opcije na terminski pogodbi opcijo izvrši, pridobi skupaj z dolgo pozicijo na terminsko pogodbo še vsoto denarja, enakovredno s trenutno tržno vrednostjo opcije, zmanjšano za terminsko pogodbo. V praksi se denar kot tak ne prejme. Izplača se samo razlika med vrednostjo terminske pogodbe in tržne vrednosti opcije. V primeru, da se opcija ne izvrši, se terminska pogodba normalno izplača. V primeru, da imetnik prodajne opcije na terminski pogodbi opcijo izvrši, pridobi skupaj s kratko

pozicijo na terminsko pogodbo še vsoto denarja, enakovredno s trenutno tržno vrednostjo opcije, zmanjšano za terminsko pogodbo.

Valutne opcije na terminske pogodbe torej pomenijo, da bo kupec opcije imel pravico, ne pa tudi obveznosti izvršiti opcijo na terminsko pogodbo.

- Nakup nakupne opcije daje pravico nakupa terminske pogodbe, ki je na opcijo vezana, po določeni ceni, čeprav je trenutna cena terminske pogodbe višja. Nakupne opcije pridobivajo na vrednosti, ko cene terminskih pogodb rastejo.
- Nakup prodajne opcije daje pravico prodaje terminske pogodbe, ki je na opcijo vezana, po določeni ceni, čeprav je trenutna cena terminske pogodbe nižja. Prodajne opcije pridobivajo na vrednosti, ko cene terminskih pogodb padajo.

Navadno se v večini primerov opcije zaprejo predčasno in do izvedbe terminske pogodbe sploh ne pride (Winstone, 1998, str. 189).

#### 2.2.4.1 Posebne lastnosti opcij

- Zgornja in spodnja meja vrednosti opcij: opcija nikoli ni vredna več, kot je tržna vrednost osnovnega inštrumenta, hkrati pa njena vrednost nikoli ne pade pod znesek, ki bi ga dobili, če bi opcijo izvršili (Larson & Flacco, 1992, str. 184). Zgornja meja je torej tržna vrednost osnovnega inštrumenta, spodnjo mejo pa daje razlika med trenutno tržno ceno osnovnega inštrumenta in izvršilno ceno opcije oziroma znaša nič, če je ta razlika negativna (Brealey & Myres, 2003, str. 495).
- Notranja in časovna vrednost opcije: notranja vrednost opcije je vrednost opcije oziroma njen dobiček, če bi opcijo izvršili v tem trenutku. Pred dnevom zapadlosti je notranja vrednost nakupne opcije večja od nič v primeru, če je tržna cena osnovnega inštrumenta višja od izvršilne cene opcije. Za prodajno opcijo velja, da je notranja vrednost pozitivna, če je izvršilna cena višja od tržne cene osnovnega inštrumenta. Pri tem je v obeh primerih notranja vrednost najmanj nič (Plummer & Hartman, 1986, str. 462). Notranja vrednost opcije je tisti del opcije, ki se splača, časovna vrednost opcije pa del vrednosti opcije, ki je nad njeno vrednostjo. Časovna opcija je torej razlika med dejansko ceno opcije in njeno notranjo vrednostjo (Bittman, 1990, str. 47).
- Izvršilna cena ob zapadlosti: na dan zapadlosti opcije je lahko izvršilna cena opcije donosna (angl. *in the money*), nevtralna (angl. *at the money*) ali nedonosna (angl. *out of the money*). Možnosti opcije sem že opisal in jih na tem mestu ne bom posebej razlagal.
- Prag rentabilnosti: uporablja se za izračun dobička in izgube prodajalca in kupca opcije. Za kupca in prodajalca nakupne opcije je prag rentabilnosti enak vsoti izvršilne cene in premije. Za kupca in prodajalca prodajne opcije pa je prag rentabilnosti razlika med izvršilno ceno in premijo.

### **2.2.5 Strukturirani finančni inštrumenti**

Strukturirani finančni inštrumenti so nestandardizirane opcije, ki so bile ustvarjene za večjo razpršitev portfelja (manjšanje tveganja) na eni strani oziroma za povečevanje vzvoda pri tveganih naložbah na drugi strani.

Glavni razlog za razvoj eksotičnih opcij so zahteve investicijskega bančništva. Razvoj letega je povzročil specifične zahteve predvsem pri upravljanju tveganj. Pojavile so se zahteve po prilagoditvah opcij, ki jih je spodbudil napredek finančne matematike v tehnikah vrednotenja in obvladovanja tveganja. Močno povpraševanje je spodbudilo razvoj eksotičnih opcij, ki so postale razširjene tudi zaradi svoje konstrukcije, ki nudi večjo prilagodljivost od standardnih (Nelken, 1995, str. 3).

Tako ločimo več vrst eksotičnih opcij:

- kvadratne opcije;
- opcije z mejno vrednostjo;
- sestavljene opcije;
- opcije z naknadno določeno izvršilno ceno;
- opcije na košarico osnovnih inštrumentov;
- itd.

Zaradi kompleksnosti posameznih eksotičnih opcij se v podrobnejšo razlago ne spuščam, saj za potrebe tega magistrskega dela niso potrebne. Omenjene so zgolj zato, ker nekatere izmed slovenskih bank ponujajo možnost teh opcij, vendar, kot bo razvidno iz raziskave, večjega povpraševanja po teh inštrumentih ni.

### **2.2.6 Valutne zamenjave**

Zamenjave so temeljito spremenile tradicionalne možnosti financiranja in pomenijo eno najpomembnejših finančnih inovacij zadnjega časa. Veliko jih uporabljajo podjetja, banke, investitorji in državne agencije, da bi se zavarovali pred nezaželenimi obrestnimi in valutnimi gibanji ter zaradi manjših stroškov v primerjavi s klasičnimi metodami pridobivanja sredstev. Zamenjave obstajajo, ker imajo različni subjekti različen dostop do finančnih trgov in različne potrebe (Prohaska, 1999, str. 178). Zamenjava je dogovor med dvema pogodbenima strankama o zamenjavi denarnih tokov v prihodnosti (Luenberger, 1998, str. 273). Običajno se zamenjave ne opravljajo neposredno med podjetji, ampak s posredovanjem finančne institucije, ki v zameno za posredovanje zahteva določen delež vrednosti posla (pribitek k dejanski obrestni meri oz. odbitek pri privarčevani razliki med obrestnima merama). Čeprav v ekonomiji poznamo še obrestno zamenjavo, se v tem magistrskem delu osredotočam samo na valutne zamenjave, saj se te lahko izkoristi za zavarovanje valutnega tveganja.

Valutna zamenjava (angl. *swap*) je zavezujoč dogovor med dvema strankama za zamenjavo dveh valut za določeno obdobje. Gre za promptni nakup ali prodajo določenega zneska določene valute in hkratno terminsko prodajo ali nakup istega zneska te valute (Bishop & Dixon, 1992, str. 234). Valutne zamenjave vključujejo 3 korake:

- izmenjava pogodbenega zneska na začetku;
- izmenjava obresti;
- ponovna izmenjava pogodbenega zneska na koncu.

Pogodbeni znesek je dogovorjen v eni valuti skupaj z menjalnim tečajem, ki bo uporabljen za preračun pogodbenega zneska v drugo valuto. Pogodbeni zneski so lahko dejansko izročeni na dan, ko začne veljati pogodba ali pa navidezno pri izmenjavi obresti. Ob dospetju zamenjave je pogodbeni znesek vedno izmenjan.

#### 2.2.6.1 Izračun točke zamenjave

Točko zamenjave izračunamo s pomočjo spodnje formule:

$$F = S * \frac{1+r1}{1+r2} * T \quad (6)$$

pri čemer velja:

- F – prihodnji tečaj;
- S – trenutni tečaj;
- r1 – obrestna mera kotirane valute;
- r2 – obrestna mera osnovne valute;
- T – razmerje med številom dni/številom dni v letu.

V osnovi poznamo dve vrsti valutnih zamenjav, fiksno fiksno zamenjavo ter fiksno variabilno zamenjavo, kateri opisujem v nadaljevanju.

#### 2.2.6.2 Fiksno fiksna zamenjava

Fiksno fiksna zamenjava je zamenjava, pri kateri podjetja ali banke med seboj zamenjajo dolg s fiksno obrestno mero v tuji valuti. Podjetja se za to zamenjavo odločajo predvsem zaradi primerjalne prednosti.

Za primer vzemimo 5-letno valutno zamenjavo. Na eni strani imamo slovensko podjetje, ki ima dostop do evrskega kredita po fiksni obrestni meri 5 odstotkov in do kredita v USD po 12,6 odstotkov. Na drugi strani imamo ameriško podjetje, ki lahko dobi evrski kredit po 7 odstotkov ter kredit v USD po 13 odstotkov.

Tabela 3: Primer obrestnih mer pri valutni zamenjavi

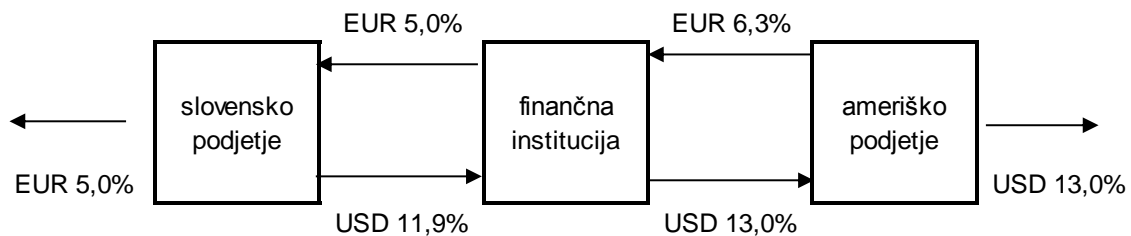
| Podjetje           | EUR v % | USD v % |
|--------------------|---------|---------|
| Slovensko podjetje | 5,00    | 12,60   |
| Ameriško podjetje  | 7,00    | 13,00   |

Vir: povzeto po J. C. Hull, *Fundamentals of Futures and Options Markets*, 2002, str. 150.

Kot je razvidno iz tabele, je v tem teoretičnem primeru obrestna mera kredita v USD večja kot v evrih, prav tako pa ima slovensko podjetje višjo bonitetno oceno, saj lahko dobi tako kredit v evrih kot v ameriških dolarjih bolj poceni. Ameriško podjetje plača kar 2 odstotni točki višjo obrestno mero v evrih, medtem ko v ameriških dolarjih plača samo 0,4 odstotne točke višjo obrestno mero. Slovensko podjetje ima torej primerjalno prednost v evrih, medtem ko ima ameriško podjetje primerjalno prednost v ameriških dolarjih v relativnem smislu.

V tem primeru bom predpostavil, da želi slovensko podjetje najeti kredit v USD, ameriško podjetje pa v EUR. Ker bosta podjetji uporabili valutno zamenjavo, bo slovensko podjetje najelo kredit v EUR, kjer ima primerjalno prednost, ameriško podjetje pa v USD. Kot sem že opisal, je razlika v evrski obrestni meri v višini 2 odstotnih točk, v dolarski pa 0,4 odstotne točke. Skupni dobiček obeh podjetij je torej  $2,0 - 0,4 = 1,6$  odstotne točke na leto.

Slika 6: Primer valutne zamenjave s posredovanjem finančne institucije



Vir: povzeto po J. C. Hull, *Fundamentals of Futures and Options Markets*, 2002, str. 150.

V valutno zamenjavo je ponavadi vključena tudi finančna institucija, katere provizija znaša 0,2 odstotka. Tako dobimo rezultat:

- Slovensko podjetje – najame kredit v EUR po 5-odstotni obrestni meri in ga pretvori v kredit v USD po 11,9-odstotni obrestni meri. Iz tega sledi, da ima slovensko podjetje zaradi zamenjave 0,7 odstotne točke ugodnejšo letno obrestno mero pri kreditu v dolarjih, kot bi jo lahko dobilo samo.
- Ameriško podjetje – najame kredit v USD po 13-odstotni obrestni meri in ga pretvori v kredit v EUR po 6,3-odstotni obrestni meri. Iz tega sledi, da ima ameriško podjetje zaradi zamenjave 0,7 odstotne točke ugodnejšo letno obrestno mero pri kreditu v evrih, kot bi jo lahko dobilo samo.

- Finančna institucija – kot posrednik za posel od slovenskega podjetja ustvari dobiček v višini 1,3 odstotne točke na leto v EUR ter izgubo od ameriškega podjetja v višini 1,1 odstotne točke na leto v USD.

Če seštejemo koristi vseh strank v postopku, dobimo korist v višini 1,6 odstotne točke (Hull, 2002, str. 150).

### 2.2.6.3 Variabilno fiksna zamenjava

Variabilno fiksna zamenjava je zamenjava, pri kateri podjetje zamenja dolg z variabilno obrestno mero za dolg s fiksno obrestno mero. V tem primeru podjetje ob zamenjavi valute zamenja tudi variabilno obrestno mero ter s tem odpravi tudi obrestno tveganje. Podjetja imajo pogosto priložnost poceni zadolževanja v domači valuti na kratek rok z variabilno obrestno mero. Ker želijo podjetja fiksirati svoje stroške financiranja in zagotoviti večjo varnost, ti interesi privedejo do valutnih zamenjav, ki so v tem primeru tudi obrestne zamenjave. (Hull, 2002, str. 150)

## 3 PRAKSA SLOVENSКИH PODJETIJ PRI ZAVAROVANJU PRED VALUTNIMI TVEGANJI

Glavni cilj raziskave je s pomočjo finančnih institucij oceniti rabo izvedenih finančnih inštrumentov, ki se lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Ocena rabe teh inštrumentov sloni na podlagi ponudbe teh inštrumentov in na podlagi vprašalnika (Priloga 4) o ponudbi ter uspešnosti pri sklepanju poslov na tem področju, ki je bil poslan finančnim institucijam.

Za pridobivanje informacij in rezultatov za magistrsko delo sem se odločil, da bom opravil dve vrsti raziskave:

- globinski intervju;
- anketo.

### 3.1 Intervju

Opravil sem globinski delno strukturiran intervju z gospodom Romanom Rojcem iz SID banke, kjer sem dobil delni vpogled na stanje na trgu po letu 1997. Izpostavljen je bil predvsem problem nezavedanja slovenskih podjetij o tveganjih, ki izhajajo iz poslovanja s tujino. Predvsem naj bi bila še vedno navzoča miselnost »tek na kratke proge«, kjer podjetja ne samo pri zavarovanjih pred valutnimi tveganji, ampak pred tveganji na splošno, hočejo popravljati dejanja za nazaj, ko se nepričakovani dogodki že zgodijo in pri tem že nastane škoda. SID banka je konec leta 1997 na trg lansirala finančni produkt, ki bi se ga



lahko uporabilo za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Čeprav so bila slovenska podjetja takrat izpostavljena valutnim tveganjem bolj kot sedaj, saj smo poslovali z valuto slovenski tolar, ni bilo prav nobenega povpraševanja po teh produktih, zaradi česar je SID banka umaknila produkt s trga. Ker je SID banka podaljšana roka države, načeloma ne sme ponujati produktov, ki jih ponujajo komercialne banke. Zaradi različnih vzvodov, ki bi lahko zrušili konkurenco, je bil umik produktov za zavarovanje pred valutnimi tveganji s strani SID banke verjetno dokončen. Ne glede na to, da so vse zavarovalnice ter banke profitne institucije, pa je obnašanje gospodarstva drugačno. V gospodarstvu velja prepričanje, da bi morale biti banke v službi gospodarstva in ne zasledovati dobičkonosnosti. Država v primerih, ko nastane škoda, ne pomaga, z raznimi nepovratnimi sredstvi za pomoč prizadetim podjetjem pa ustvarja začaran krog miselnosti, da bo ob takih dogodkih vedno pomagala, zato se podjetja pred tveganji ne zavarujejo. V tujini je kultura poslovanja drugačna in je nekaj vsakdanjega, da se posli zavarujejo, pravi Rojc. Izvozno kreditne agencije so tako omogočale svojim zavarovancem, da so denominirali zavarovalno polico v lokalno valuto po tečaju na dan zavarovanja. Kot že rečeno, v Sloveniji povpraševanja po teh produktih leta 1997 ni bilo. Izpostavljen je bil problem izobraževanja podjetij ter seznanjanja o tveganjih, ki jim pretijo pri poslovanju tako doma kot s tujino. Gospod Rojc razmišlja, da bi moral nekdo prevzeti pobudo in podjetja poučiti ter seznaniti s tveganji, ki pri poslovanju nastajajo, da bi se podjetja teh tveganj zavedala. Ob taki ugotovitvi stanja lahko samo sklepam, da se slovenska podjetja do tega leta niso zavedala nevarnosti valutnih tveganj, ki so jim pretila.

### **3.2 Metodologija anketnega vprašalnika**

Za zbiranje podatkov o povpraševanju po inštrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, sem sestavil spletno anketo, ki je vsebovala 14 glavnih vprašanj ter nekaj podvprašanj, ki so bila zastavljena glede na odgovor na glavna vprašanja. Za spletno anketo sem se odločil, ker je spletna anketa hitra, omogoča interaktivnost in dopušča večjo varnost pri občutljivih podatkih (Bregar, Ograjenšek & Bavdaž, 2005). Za izdelavo spletne ankete sem uporabil orodje 1KA, ki je prosto dostopno na spletu in je zadostovalo pogojem, ki so bili potrebni za izdelavo ter učinkovito zbiranje podatkov. Na prvo stran anketnega vprašalnika sem napisal nagovor, v katerem sem pojasnil, kdo sem in zakaj zbiram podatke. Anketirance sem skušal motivirati z dejstvom, da je finančnih institucij, ki ponujajo tovrstne storitve, malo, in da bo vsak odgovor, ki ga bom dobil, veliko pripomogel k relevantnosti ter uspešnosti raziskave. Anketni vprašalnik sem sestavil tako, da so anketiranci v prazna polja vpisali številke, po katerih sem spraševal, oziroma na seznamu izbrali odgovor, ki najbolj ustreza dejanskemu stanju. Na ta način sem dosegel, da sem odgovore lahko med seboj primerjal, analiziral in iz njih izračunal razlike.

### 3.2.1 Vzorec

Danes v Sloveniji najdemo relativno malo finančnih institucij, ki ponujajo izvedene finančne instrumente, ki se jih lahko uporabi kot zavarovanje pred valutnimi tveganji. V ta namen sem najprej pridobil podatke o vseh bankah in zavarovalnicah v Sloveniji. Na njihovih spletnih straneh sem med ponudbo poiskal, ali ponujajo tovrstna zavarovanja.

Tabela 4: Ponudba slovenskih bank na področju zavarovanja pred valutnimi tveganji

| <b>Banke</b>                              | <b>Oglaševanje produktov, ki se lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji na spletu</b> |
|---|--|
| A-BANKA VIPA                              | NE   |
| BANKA CELJE                               | DA   |
| BANKA KOPER                               | DA   |
| BANKA SPARKASSE                           | NE   |
| BANKA VOLKSBANK                           | DA   |
| DEŽELNA BANKA SLOVENIJE                   | NE   |
| FACTOR BANKA                              | NE   |
| GORENJSKA BANKA                           | NE   |
| HYPO ALPE-ADRIA-BANK                      | NE   |
| KD BANKA                                  | NE   |
| NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR               | DA   |
| NOVA LJUBLJANSKA BANKA                    | DA   |
| POŠTNA BANKA SLOVENIJE                    | NE   |
| PROBANKA                                  | NE   |
| RAIFFEISEN BANKA                          | DA   |
| SKB BANKA                                 | DA   |
| SID - SLOVENSKA IZVOZNA IN RAZVOJNA BANKA | NE   |
| UNICREDIT BANKA SLOVENIJE                 | DA   |

*Vir: Banke v Sloveniji, 2006; Instrumenti zavarovanja, 2011; Forward pogodbe za nakup in prodajo tuje valute, 2011; Izvedeni finančni instrumenti, 2011; Zavarovanja, 2011; Zavarovanje pred tečajnimi tveganji, 2011; Garancije in poročila, 2011; Terminsko devizno poslovanje, 2011; Instrumenti zavarovanja, 2011; Instrumenti valutnega ščitenja, 2011; KD Banka, 2011; Izvedeni finančni instrumenti, 2011; Valutni izvedeni finančni instrumenti, 2011; Garancije, 2011; Dokumentarno poslovanje, 2011; Valutna tveganja, 2011; Zavarovanje pred tečajnim tveganjem, 2011; Zavarovanje kreditov in investicij, 2011; Tečajna tveganja, 2011.*

Iz tabele je izključena banka Bawag, ki je v stečajnem postopku.

*Tabela 5: Ponudba slovenskih zavarovalnic na področju zavarovanj pred valutnimi tveganji*

| <b>Zavarovalnice</b>                       | <b>Oglaševanje produktov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji na spletu</b> |
|--|--|
| ADRIATIC SLOVENICA ZAVAROVALNA DRUŽBA D.D. | NE   |
| ARAG, ZAVAROVANJE PRAVNE ZAŠČITE D.D.      | NE   |
| GENERALI ZAVAROVALNICA D.D.                | NE   |
| GRAWE ZAVAROVALNICA D.D.                   | NE   |
| KD ŽIVLJENJE, ZAVAROVALNICA, D.D.          | NE   |
| NLB VITA D.D.                              | NE   |
| SID - PRVA KREDITNA ZAVAROVALNICA D.D.     | NE   |
| MERKUR ZAVAROVALNICA D.D.                  | NE   |
| WIENER STAEDTISCHE ZAVAROVAL. (PODRUŽNICA) | NE   |
| ZAVAROVALNICA MARIBOR D.D.                 | NE   |
| ZAVAROVALNICA TILIA D.D.                   | NE   |
| ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.                 | NE   |

*Vir: Zavarovalnice v Sloveniji, 2011; Adriatic Slovenica, 2011; Produkti, 2011; Poslovna zavarovanja Generali, 2011; Grawe Zavarovalnica, 2011; KD Življenje, 2011; NLB Vita, 2011; Zavarovanje kreditov in investicij, 2011; Premoženska zavarovanja, 2011; Pregled izpostavljenosti, 2011; Poslovna zavarovanja, 2011; Pregled vseh zavarovanj, 2011; Za brezskrbno poslovanje, 2011.*

Od vseh bank na slovenskem trgu jih 11 na svojih spletnih straneh oglašuje ter izobražuje o finančnih produktih za zavarovanje valutnih tveganj, medtem ko nobena zavarovalnica v Sloveniji teh produktov ne oglašuje na spletnih straneh. Da bi vzorec kar se da natančno sestavil, sem poklical odgovorne vseh bank ter zavarovalnic, ki teh produktov nimajo oglaševanih, in jih osebno povprašal po tovrstni ponudbi. Na ta način sem dobil končni seznam finančnih institucij, ki ponujajo finančne inštrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje valutnih tveganj v Sloveniji. Ker drugih finančnih institucij, ki bi oglaševale oziroma ponujale podobne finančne inštrumente, nisem našel, sklepam, da sem v vzorec zajel celotno ponudbo tovrstnih zavarovanj v Sloveniji. Na tem mestu je potrebno poudariti, da lahko slovenska podjetja povprašujejo po zavarovanjih pred valutnimi tveganji tudi v tujini, kar v moji raziskavi ni zajeto.

Ko sem imel izdelan celoten seznam finančnih institucij, ki ponujajo zavarovanja pred valutnimi tveganji, sem poklical vsako institucijo posebej. Preko telefonskega pogovora sem poizkušal priti do osebe, ki je bila odgovorna za to področje poslovanja in je na to temo imela kar največ informacij. Kontaktni osebi oziroma anketirancu sem obrazložil, kdo sem in zakaj potrebujem podatke ter jo na tak način skušal spodbuditi k izpolnjevanju ankete.

Ankete so bile poslano na 11 elektronskih naslovov 10. novembra 2011. Za večji odstotek odgovorov sem 21. novembra in 5. decembra vsem kontaktnim osebam poslal zahvalo oziroma opomnik, naj anketo rešijo, v kolikor tega še niso storili. 9. decembra 2011 se je anketa zaključila ter s tem tudi zbiranje odgovorov. Do 9. decembra 2011 sem prejel 8

(bolj ali manj) odgovorjenih anket, kar predstavlja 72,7 odstotkov odgovorov na vse poslane vprašalnike. Ker ocenjujem, da so bile v anketo zajete vse institucije, ki ponujajo tovrstna zavarovanja, to magistrsko delo tako pokriva 72,7 odstotkov vseh ponudnikov izvedenih finančnih instrumentov, ki se lahko uporabijo kot zavarovanje pred valutnimi tveganji.

## 4 EMPIRIČNA ANALIZA

### 4.1 Pokritost trga

Po podatkih Agencije Republike Slovenije za javno pravne evidence in storitve (v nadaljevanju AJPES), je bilo na dan 31. 12. 2010 v Sloveniji 180.501 delujočih poslovnih subjektov. Od tega 20.634 poslovnih subjektov na ta dan ni imelo odprtih transakcijskih računov, kar celotno število poslovnih subjektov, ki so relevantni za to raziskavo, zmanjša na 159.867 poslovnih subjektov. Na dan 31. 12. 2010 so imeli poslovni subjekti odprtih 212.140 transakcijskih računov, kar v povprečju znaša 1,326 transakcijskega računa na poslovni subjekt.<sup>1</sup>

V raziskavi, ki je bila poslana finančnim institucijam, ki ponujajo produkte, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnim tveganjem, je na vprašanje o številu transakcijskih računov, ki jih imajo poslovni subjekti odprte pri njihovi ustanovi, odgovorilo 36,36 odstotkov anketirancev. Z raziskavo sem tako od bank, ki so na to vprašanje odgovorile, pridobil podatek, da je v teh finančnih ustanovah odprtih 108.000 transakcijskih računov poslovnih subjektov, kar predstavlja 50,91 odstotkov vseh računov, ki jih imajo poslovni subjekti odprte v slovenskih finančnih institucijah (primerjava z AJPES-om).

$$\frac{108.000}{212.140} = 50,91 \% \quad (7)$$

Tukaj je potrebno poudariti, da je samo polovica bank, ki so odgovorile na anketo, podala podatke o številu odprtih transakcijskih računov pri njihovi instituciji. Rezultati ankete torej zajemajo delež poslovnih subjektov, ki imajo odprte račune pri slovenskih bankah, ki je večji od 50,91 odstotkov.

V podatkih, ki sem jih pridobil s strani AJPES-a, so zajeti tako transakcijski računi, ki so odprti pri bankah, ki ponujajo finančne instrumente za zavarovanje pred valutnimi tveganji, kot tudi pri bankah, ki zavarovanja pred valutnimi tveganji ne ponujajo. Da bi izračunal, kolikšen delež vseh transakcijskih računov poslovnih subjektov imajo banke, ki so sodelovale pri raziskavi, sem na straneh Združenja Bank Slovenije našel tržni delež posameznih bank glede na bilančno vsoto. Izmed vseh bank sem izbral tiste banke, ki

---

<sup>1</sup> Podatke mi je AJPES posredoval preko elektronske pošte.

ponujajo finančne instrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, in sestavi tabelo.

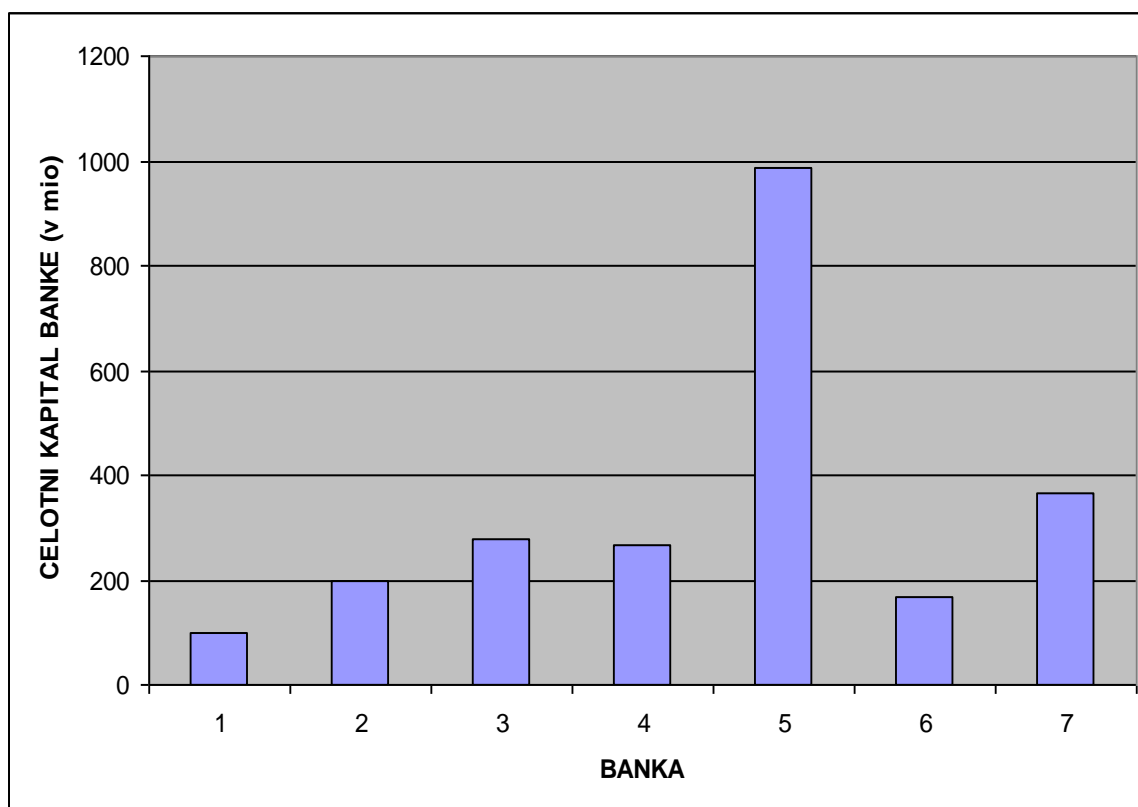
*Tabela 6: Tržni deleži bank, ki ponujajo finančne instrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, glede na bilančno vsoto v letu 2010*

| <b>Banka</b>             | <b>Tržni delež banke glede na bilančno vsoto (v %)</b> |
|--------------------------|--|
| NLB                      | 27,50  |
| BANKA CELJE              | 5,16   |
| BANKA KOPER              | 4,49   |
| VOLKSBANK                | 1,88   |
| FACTOR BANKA             | 2,15   |
| HYPO BANKA               | 4,40   |
| NOVA KBM                 | 9,60   |
| RAIFFEISEN BANKA         | 2,78   |
| SKB BANKA                | 5,30   |
| UNICREDIT BANKA          | 5,95   |
| GORENJSKA BANKA          | 3,94   |
| <b>SKUPAJ DELEŽ BANK</b> | <b>73,15</b>   |

*Vir: Združenje bank Slovenije, 2011; Banke in hranilnice, 2011.*

Ker so samo 4 banke posredovale podatke o številu transakcijskih računov, je analiza nadaljnjih vprašanj težko izvedljiva, zato sem moral poiskati drug podatek, s katerim bi lahko ugotavljal, kakšen delež transakcijskih računov predstavlja določena banka. Ob vprašanju o številu transakcijskih računov sem za lažjo primerjavo ter boljšo oceno anketirance povprašal tudi po celotnem kapitalu. Na to vprašanje je odgovorilo 7 anketirancev.

Slika 7: Grafični prikaz višine celotnega kapitala bank



Kot je razvidno iz slike 7, ena banka izstopa z nekaj manj kot 1000 milijoni evrov celotnega kapitala, ostale banke pa imajo približno enako vrednost kapitala. Na podlagi pridobljenih podatkov o celotnem kapitalu in številu transakcijskih računov sem za lažjo interpretacijo ter čim bolj natančno analizo izračunal sredino, standardni odklon ter korelacijo. Primerjal sem število strank 4 bank, ki so mi podatke posredovale, in celotni kapital teh bank ter na podlagi korelacijskega koeficienta ugotavljal, ali velikost celotnega kapitala vpliva na število strank.

Izračun enostavnih statistik (Priloga 1) je pokazal, da aritmetična sredina za celotni kapital izmed 7 bank, ki so na vprašalnik odgovorile, znaša povprečno 337,71 milijonov evrov na banko s standardnim odklonom 298,519 milijona evrov. Aritmetična sredina za transakcijske račune izmed 4 bank, ki so na vprašalnik odgovorile, znaša povprečno 27,25 tisoč računov na banko s standardnim odklonom 25,382 tisoč strank. Ker enostavne statistike ne prikažejo same povezanosti med celotnim kapitalom ter številom strank, sem zato izračunal še korelacijski koeficient. Izračun korelacijskega koeficienta analize (Priloga 2) je pokazal, da je korelacija med celotnim kapitalom banke in številom transakcijskih računov, odprtih pri tej banki, močna ter pozitivna. Stopnja korelacije je 0,979 in statistično značilna pri 0,05. To pomeni, da se število transakcijskih računov premosorazmerno večja skupaj z vrednostjo celotnega kapitala.

Ker sem s to analizo ugotovil, da je število odprtih transakcijskih računov pri določeni banki vezano tudi na velikost celotnega kapitala banke, lahko potemtakem ocenim, koliko

računov poslovnih subjektov naj bi banke, ki ponujajo produkte, za zavarovanje pred valutnimi tveganji, imele. Število transakcijskih računov, ki jih imajo odprti poslovni subjekti v Sloveniji (po podatkih AJPEs-a) sem pomnožil s tržnim deležem bank, ki ponujajo zavarovanja pred valutnimi tveganji glede na bilančno vsoto za leto 2010.

$$73,15\% * 212,140 = 155.074 \quad (8)$$

Ocenjeno število transakcijskih računov, ki so odprti pri bankah in so bili zajeti v raziskavo, je torej 155.074. Če to število primerjamo s številom transakcijskih računov, ki so bili navedeni v anketah, lahko izračunam oceno, kakšen delež trga sem z raziskavo zajel.

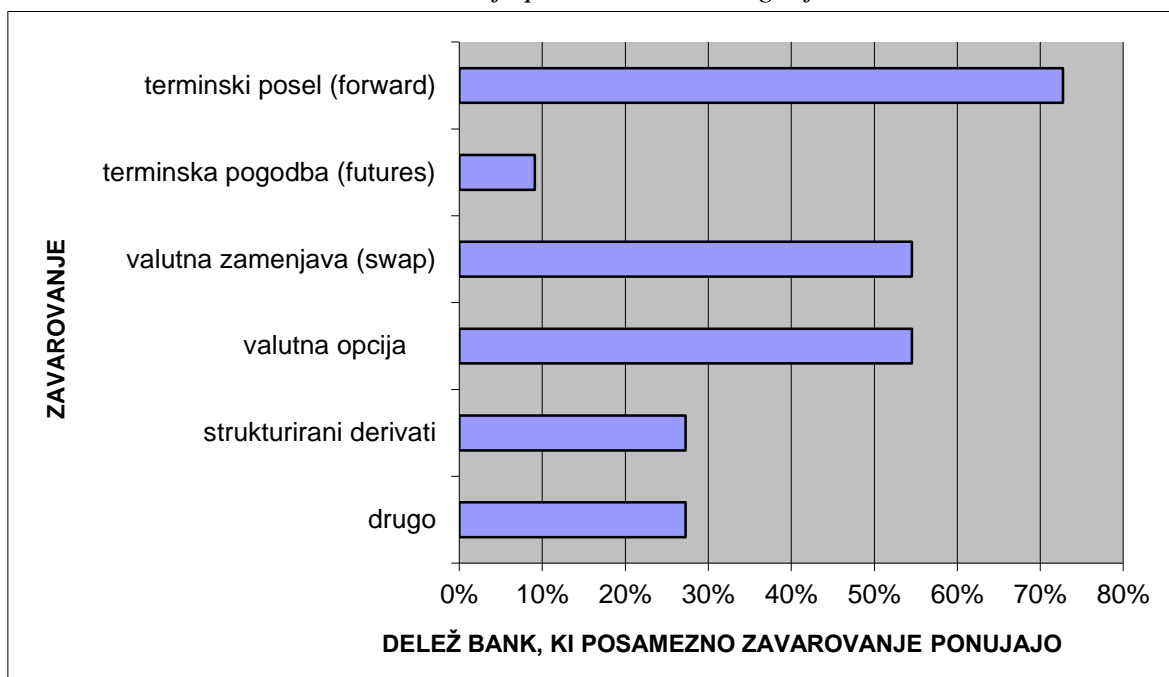
$$\frac{108.000}{155.074} = 69,64\% \quad (9)$$

Ob danih predpostavkah lahko torej ocenim, da sem z odgovori na anketno vprašanje zajel nekaj manj kot 70 odstotkov celotnega nabora transakcijskih računov poslovnih subjektov, odprtih pri bankah, ki ponujajo finančne inštrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Glede na to, da so na vprašanje odgovorile samo 4 banke, lahko na tem mestu ob predpostavki, da največje banke opravljajo največ transakcij na področju zavarovanja valutnih tveganj, postavim ugotovitev, da so največje banke vprašalnik izpolnile. Analizirane podatke lahko torej posplošim na celotno populacijo poslovnih subjektov.

## **4.2 Ponudba finančnih inštrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji**

Banke, ki ponujajo produkte, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, po večini (10 bank od 11) na svojih internetnih straneh ponujajo ter oglašujejo svoje finančne inštrumente za tako zavarovanje. Prav iz razloga, ker niso vse banke oglaševale svojih finančnih inštrumentov, sem v vprašalnik vstavil tudi vprašanje o ponudbi finančnih inštrumentov za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Rezultati so bili po pričakovanju precej podobni ponudbi na spletnih straneh. Na vprašanje so odgovorile vse banke, ki so anketo izpolnile.

Slika 8: Grafični prikaz ponudbe finančnih instrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji

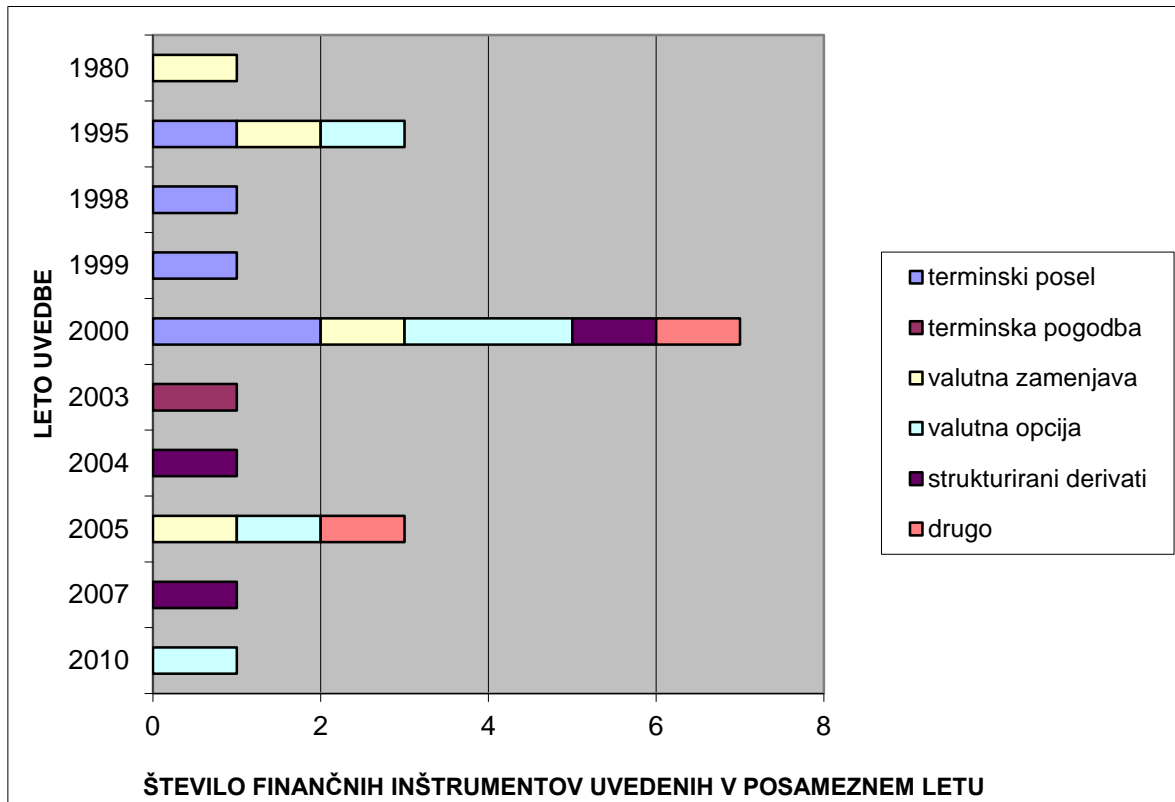


Iz slike 8 je razvidno, da so najbolj pogosti finančni instrumenti, ki jih ponujajo finančne institucije, terminski posel, valutna zamenjava in valutna opcija. Rezultati raziskave so pričakovani, saj sta Berk (2006) in Skočir (2009) v svojih raziskavah ugotovila, da slovenska podjetja v 70,6 odstotkih oziroma v 83,3 odstotkih za zavarovanje pred valutnimi tveganji uporabljajo terminski posel, ki je tako najbolj pogosto uporabljen finančni instrument za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Sledijo mu valutna zamenjava, valutna opcija ter strukturirani derivati. Ker je termska pogodba nestandardiziran finančni instrument, ki pa je zelo podoben terminskemu poslu, je ugotovitev, da samo ena banka ponuja to vrsto finančnega instrumenta, pričakovana.

Glede na število finančnih instrumentov, ki jih posamezna banka ponuja, me je zanimalo, ali obstaja povezava med celotnim kapitalom banke ter številom različnih finančnih instrumentov, ki jih posamezne banke ponujajo. Tako sem izračunal korelacijski koeficient (Priloga 3), ki pa ni bil statistično značilen, tako da tega ne morem trditi. Kot nadaljevanje vprašanja sem glede na odgovor o ponudbi finančnih instrumentov anketirancem zastavil vprašanje o tem, kdaj so pričeli s ponudbo omenjenih finančnih instrumentov. Želel sem izvedeti, kakšna je bila konkurenca na trgu finančnih instrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, in ali drži trditev gospoda Rojca iz SID banke, ki je dejal, da leta 1997, ko je SID banka na trg ponudila finančni instrument za zavarovanje valutnega tveganja, po tem instrumentu ni bilo nobenega povpraševanja in so morali ta instrument ukiniti. Na to vprašanje trije anketiranci niso v celoti odgovorili, bodisi zaradi tega, ker podatkov niso hoteli posredovati, bodisi zaradi tega, ker podatkov niso imeli na voljo.



Slika 9: Grafični prikaz uvedbe izvedenih finančnih instrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnim tveganjem v slovenskih bankah



Iz slike 9 je razvidno, da so nekatere banke že pred letom 1997 ponujale produkte, ki se lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnim tveganjem. Tako je bil očitno prvi finančni instrument, to je valutna zamenjava, ki bi ga bilo mogoče uporabiti za zavarovanje valutnega tveganja, ponujen na trg leta 1980. Do leta 1995 se na tem področju ni dogajalo nič, nakar sta se leta 1995 prvič pojavili terminska pogodba in valutna opcija. Postopno se je po letu 1998 tudi v drugih bankah ponudba začela povečevati in dosegla vrh leta 2000, ko so vse banke pričele s ponudbo terminskega posla. V letu 2000 se tudi prvič pojavijo strukturirani finančni instrumenti ter ponudba drugih oblik zavarovanja pred valutnimi tveganji. Ker številskih podatkov o prometu s finančnimi instrumenti iz obdobja uvajanja instrumentov nimam, lahko ob trditvi gospoda Rojca, da povpraševanja po tovrstnih instrumentih praktično ni bilo, zaključim, da se je povpraševanje po tovrstnih finančnih instrumentih pričelo po letu 1998, ko je tudi zaslediti večjo ponudbo na trgu.

### 4.3 Poznavanje finančnih instrumentov

Od leta 2000 naprej so torej slovenske banke množično pričele s ponudbo zavarovanj pred valutnimi tveganji. Leta 2006, ko je Berk opravljal raziskavo o uporabi finančnih instrumentov v slovenskih podjetjih, je prišel do zaključka, da jih je takrat uporabljalo nekaj manj kot 40 odstotkov podjetij, ki so bila zajeta v vzorec in so odgovorila na vprašalnik. Ker bi lahko bil eden izmed razlogov, zakaj podjetja pogosteje ne uporabljajo

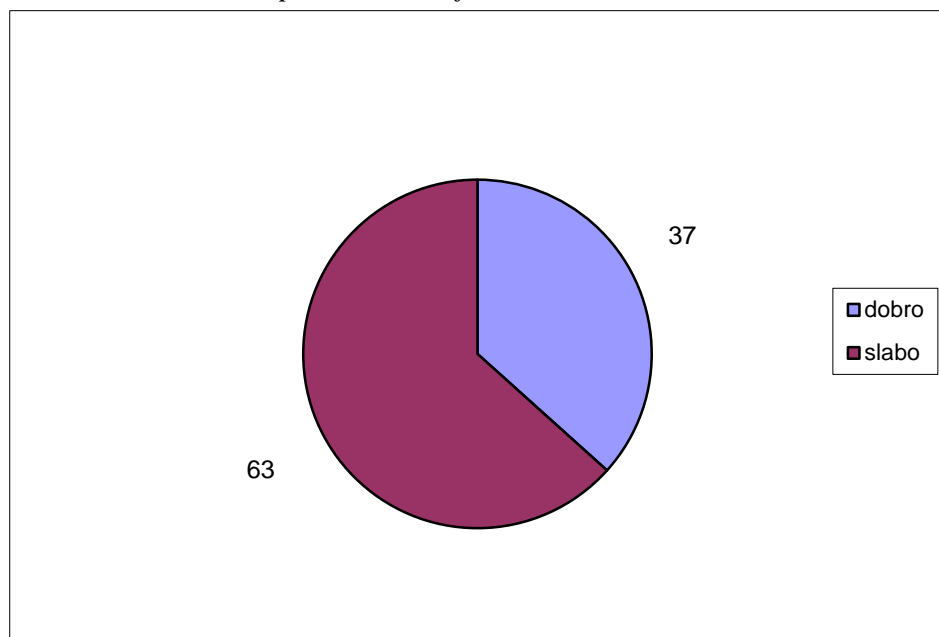
tovrstnih finančnih instrumentov, tudi nepoznavanje ponudbe bank ter samih finančnih instrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, je bilo moje naslednje vprašanje v raziskavi zastavljeno prav na to temo.

Na to vprašanje sem dobil 6 odgovorov od 11 poslanih anket, kar pomeni, da je bila stopnja odgovora 54,54-odstotna. To vprašanje je bilo izbirno z enim samim možnim odgovorom. Za lažjo analizo in da ne bi prišlo do napak pri interpretaciji odgovorov, sem v vprašalnik vnesel tudi opis posameznega odgovora, da je bilo anketirancu lažje oceniti, kakšne vrste strank v povprečju povprašujejo po njihovih storitvah. Ob odgovorih so bili sledeči opisi:

- zelo slabo – podjetja ne poznajo vseh finančnih instrumentov, o poslovanju z njimi se šele osveščajo in potrebujejo zelo natančna navodila;
- slabo – podjetja ne poznajo vseh finančnih instrumentov in pri posredovanju le teh potrebujejo pomoč;
- dobro – podjetja vedo, kateri finančni instrumenti obstajajo in pri poslovanju skoraj ne potrebujejo pomoči;
- zelo dobro – podjetja natančno vedo, kateri finančni instrumenti obstajajo, in jih s pridom izkoriščajo za svoje zavarovanje.

Odgovori anketirancev so se razporedili na slabo in na dobro poznavanje finančnih instrumentov slovenskih podjetij. Glede na to, da rezultati niso odražali števila strank, ki jih ima posamezna banka, sem odgovore o poznavanju produktov ter ponudbi ponderiral s celotnim kapitalom. Ker je, kot sem že prikazal, korelacija med celotnim kapitalom pozitivna in močna, bom z uporabo celotnega kapitala kot utež dobil rezultate, ki se jih lahko posploši na celotno populacijo.

*Slika 10: Grafični prikaz poznavanja finančnih instrumentov, ki se jih lahko uporabi za zavarovanje pred valutnimi tveganji, in ponudbe bank, ki te instrumente ponujajo s strani poslovnih subjektov v odstotkih*



Z uporabo utežnih vrednosti so se rezultati raziskave spremenili. Kar 63 odstotkov podjetij slabo pozna finančne instrumente in samo 37 odstotkov dobro pozna finančne instrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnim tveganjem. Glede na odgovor v anketi za večino slovenskih podjetij torej velja, da podjetja ne poznajo vseh finančnih instrumentov, ki bi jih lahko uporabili za zavarovanje pred valutnim tveganjem, in pri posredovanju ter poslovanju z njimi potrebujejo pomoč.

#### **4.4 Povpraševanje po finančnih instrumentih**

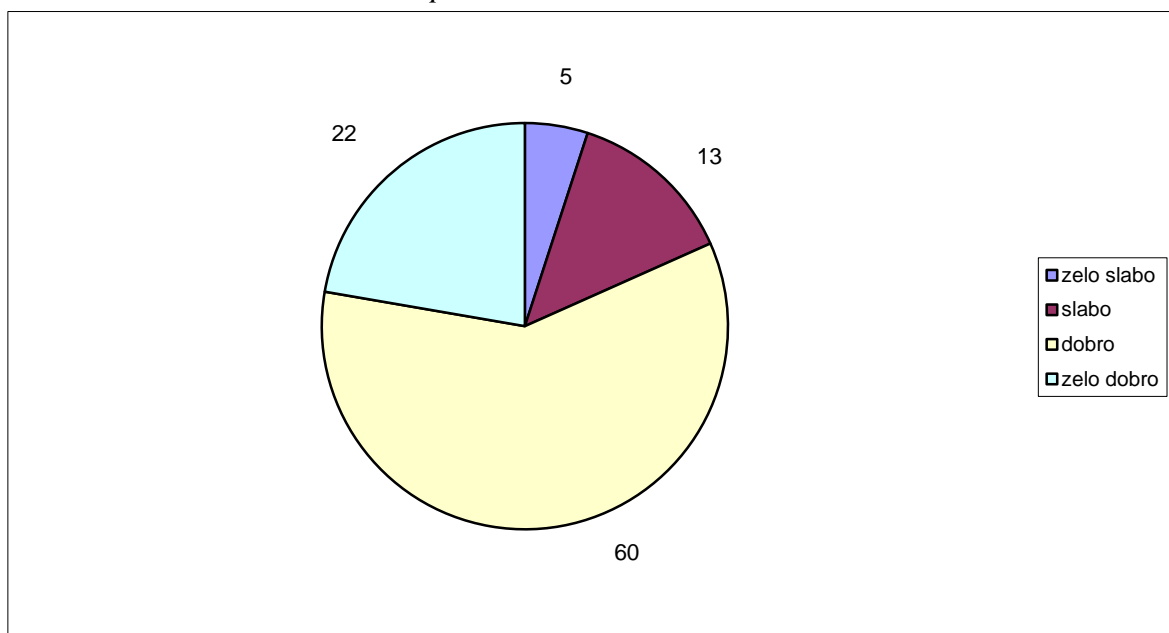
Ker je povpraševanje po finančnih instrumentih odvisno od poznavanja le-teh, me je nadalje zanimalo, kako banke ocenjujejo promet s finančnimi instrumenti, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji.

Iz rezultatov je bilo razvidno, da prevladujeta oceni dobro (2 odgovora) in zelo dobro (2 odgovora), medtem ko sta oceni zelo slabo in slabo dobili vsaka po en odgovor. To vprašanje je bilo izbirno z enim samim možnim odgovorom. Tako kot pri predhodnem vprašanju, sem tudi tukaj ob odgovoru za bolj pravilno interpretacijo ter lažjo analizo podal pojasnilo, kaj je mišljeno pod določenim odgovorom:

- zelo slabo – posli se skoraj ne opravljajo in se nikakor ne izplačajo;
- slabo – posli se opravljajo, vendar komaj pokrivajo stroške, ki pri tem nastajajo;
- dobro – posli se opravljajo in pokrivajo stroške, ki pri tem nastajajo;
- zelo dobro – za te posle imamo organiziran poseben oddelek.

V povprečju gledano na število odgovorov, se poslovanje s finančnimi inštrumenti stroškovno gledano izplača. Po analizi odgovorov so namreč stroški, ki pri takem poslovanju nastajajo, nižji kot pa prihodki, ki iz tega poslovanja prihajajo. Da bi odgovore lahko še dodatno analiziral, sem podatke preračunal še glede na celotni kapital posamezne banke.

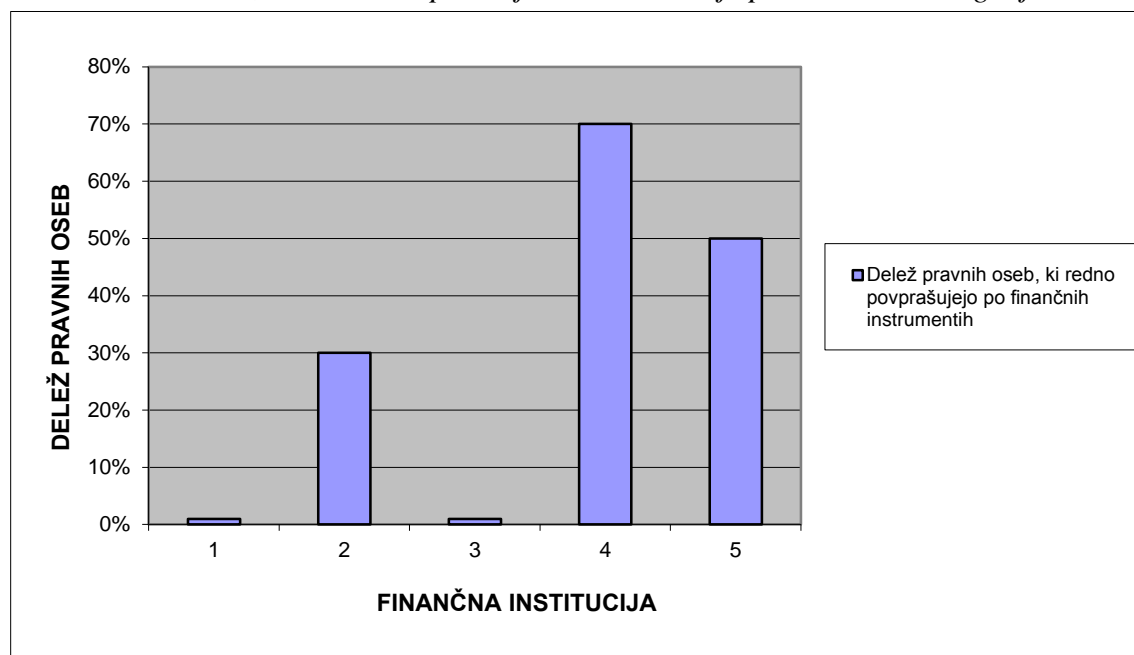
*Slika 11: Grafični prikaz ocene povpraševanja po finančnih inštrumentih glede na celotni kapital v odstotkih v odstotkih*



Ob predpostavki, da banke, ki imajo več odprtih transakcijskih računov, tudi opravijo več poslov, sem z uporabo utežnih vrednosti ugotovil, da finančne institucije, ki skupaj opravljajo večino poslov (60 odstotkov), menijo, da je povpraševanje po finančnih inštrumentih dobro in da ti posli pokrivajo stroške, ki pri tem nastajajo. Kot je razvidno iz grafičnega prikaza, nekatere banke povpraševanje po finančnih inštrumentih ocenjujejo kot zelo dobro (22 odstotkov), druge kot slabo (13 odstotkov) oziroma zelo slabo (5 odstotkov). V večini primerov so banke, ki ponujajo finančne inštrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, vpeljale koncept poslovanja, ki omogoča pozitivno poslovanje, in tako ocenjujejo povpraševanje kot zadovoljivo.

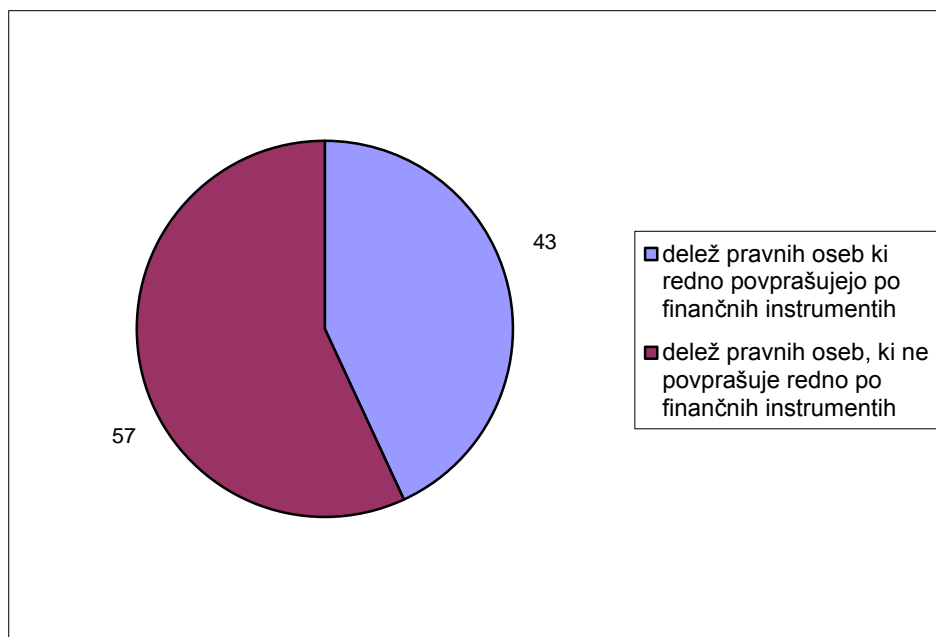
Glede na delež komitentov, ki povprašujejo po finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, bi le-ta potemtakem moral biti visok pri tistih bankah, ki so na predhodno vprašanje odgovorili dobro oziroma zelo dobro, ter nizek pri tistih bankah, ki so na predhodno vprašanje odgovorili slabo oziroma zelo slabo. Ker sem anketirance spraševal tudi po tem podatku, sem lahko naredil primerjavo s predhodnimi rezultati.

Slika 12: Grafični prikaz deleža pravnih oseb, ki redno povprašujejo po finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnim tveganjem



Iz slike 12 je razvidno, da so med bankami precejšnje razlike v deležu komitentov, ki redno povprašujejo po njihovih finančnih inštrumentih. Razlogov za take razlike med bankami s to raziskavo nisem uspel ugotoviti, tako da to vprašanje ostaja odprto za nadaljnjo raziskavo. Banke, ki so odgovorile, da je povpraševanje po njihovih zavarovanjih dobro ter zelo dobro, ocenjujejo deleže pravnih oseb, ki redno povprašujejo po njihovih finančnih inštrumentih, na 70, 50 ter 30 odstotkov. Banki, ki sta odgovorili, da je povpraševanje po njihovih zavarovanjih slabo ter zelo slabo, pa ocenjujeta deleže pravnih oseb, ki redno povprašujejo po njihovih finančnih inštrumentih, na 1 odstotek. Iz odgovorov je razvidno, da so nekatere banke na tem segmentu bolj specializirane od drugih. Da bi izvedel, koliko odstotkov vseh komitentov redno povprašuje po finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, sem odgovore preračunal glede na celotni kapital.

*Slika 13: Grafični prikaz deleža pravnih oseb, ki redno povprašujejo po finančnih inštrumentih za zavarovanje pred valutnimi tveganji, glede na celotni kapital banke v odstotkih*

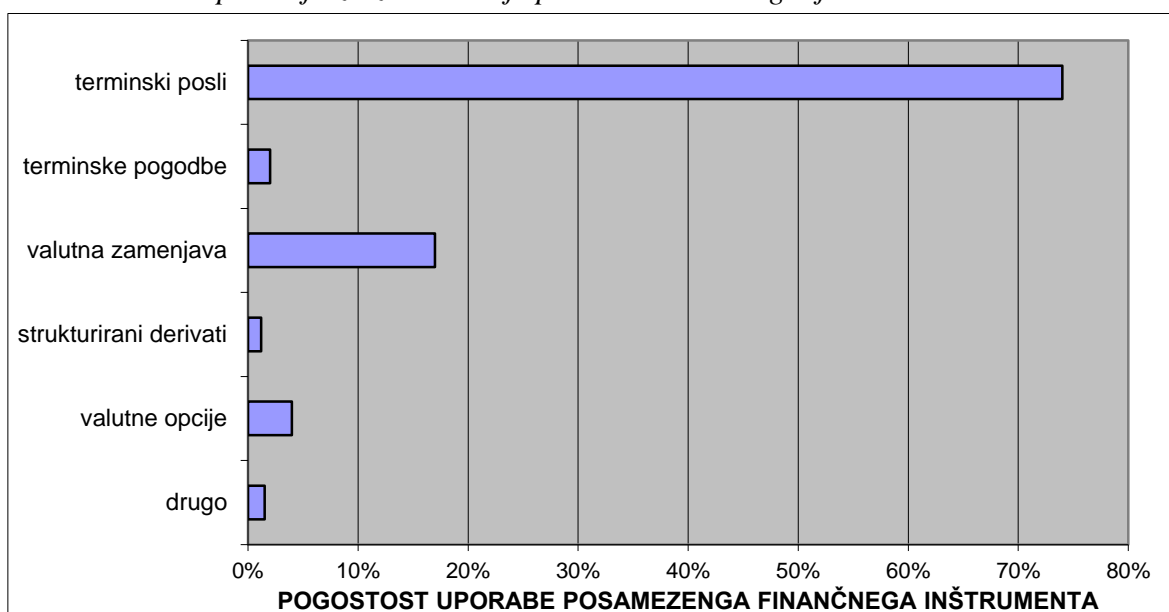


Izmed vseh podjetij, ki imajo odprte račune pri bankah, ki ponujajo finančne inštrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, je delež podjetij, ki redno povprašujejo po teh finančnih inštrumentih, 43-odstoten. 57 odstotkov podjetij po zavarovanjih ne povprašuje oziroma povprašujejo le občasno. Ker je podobno vprašanje zastavil tudi Berk leta 2006, sem lahko naredil primerjavo med njegovimi rezultati in rezultati, ki sem jih pridobil s svojo raziskavo. Tukaj je potrebno poudariti, da se vzorec in interpretacija rezultatov v moji raziskavi razlikujeta od vzorca in interpretacije rezultatov v raziskavi Berka. Raziskava Berka (2006) zajema rezultate za valutna tveganja, tveganja spremembe obrestnih mer in tveganje spremembe cene surovin. Berk (2006) navaja, da približno 37 odstotkov podjetij, ki so odgovorila na vprašalnik, uporablja finančne inštrumente, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Primerjava rezultatov, pridobljenih iz moje raziskave, ki sem jo opravil pri finančnih institucijah, in rezultatov Berka (2006) pokaže, da se je število podjetij, ki svoje poslovanje zavarujejo pred tveganji, od leta 2006 pa do danes povečalo za 6 odstotnih točk. Glede na omejitve ter pomisleke, ki sem jih že predhodno opisal, pa lahko vseeno iz primerjave podam ugotovitev, da so se slovenska podjetja v letu 2011 pogosteje zavarovala pred valutnimi tveganji kot pa leta 2006.

#### **4.5 Uporaba finančnih inštrumentov**

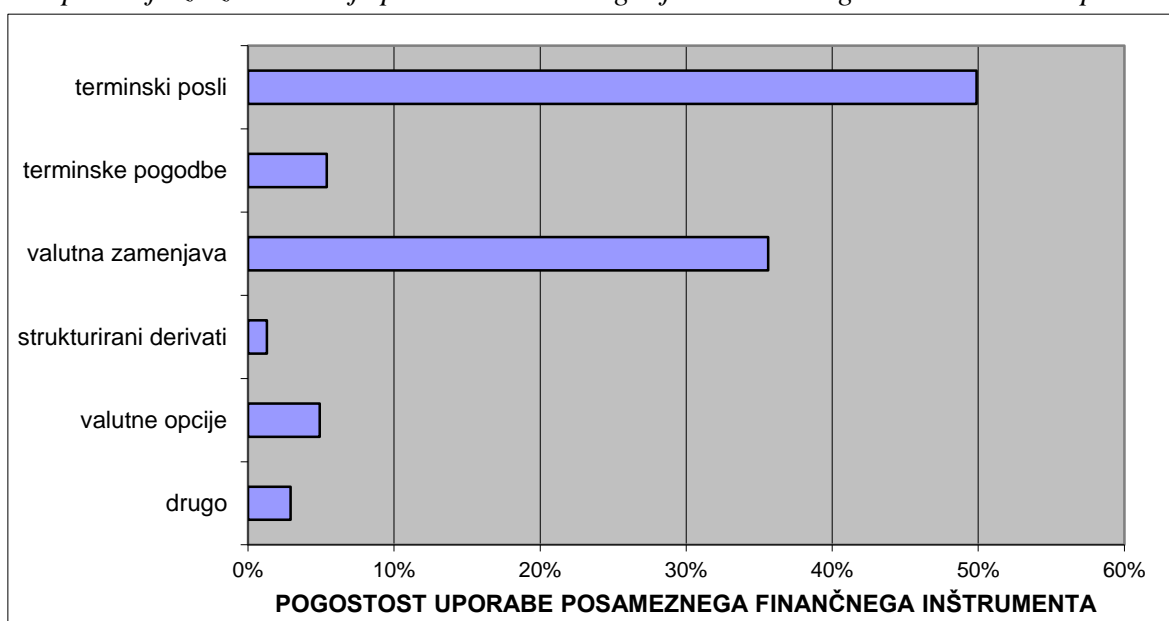
V svojo anketo sem vključil tudi vprašanje, po katerih finančnih inštrumentih podjetja najpogosteje povprašujejo.

*Slika 14: Grafični prikaz najpogosteje uporabljenih finančnih instrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji v letu 2010*



Iz slike 14 je razvidno, da je s strani poslovnih subjektov izmed vseh poslov s finančnimi instrumenti najpogosteje uporabljen finančni instrument, ki se lahko uporablja za zavarovanje pred valutnimi tveganji, terminski posel s 74 odstotki, na drugem mestu je valutna zamenjava s 17 odstotki, ostali finančni instrumenti so posamezno dobili manj kot 5 odstotkov. Ker so to rezultati seštevka odgovorov vseh bank, sem te rezultate preračunal glede na vrednost celotnega kapitala v banki, da bi pridobil rezultate, ki bi odražali bolj natančno oceno deleža v celotnem prometu s finančnimi instrumenti, ki se jih lahko uporablja za zavarovanje pred valutnimi tveganji.

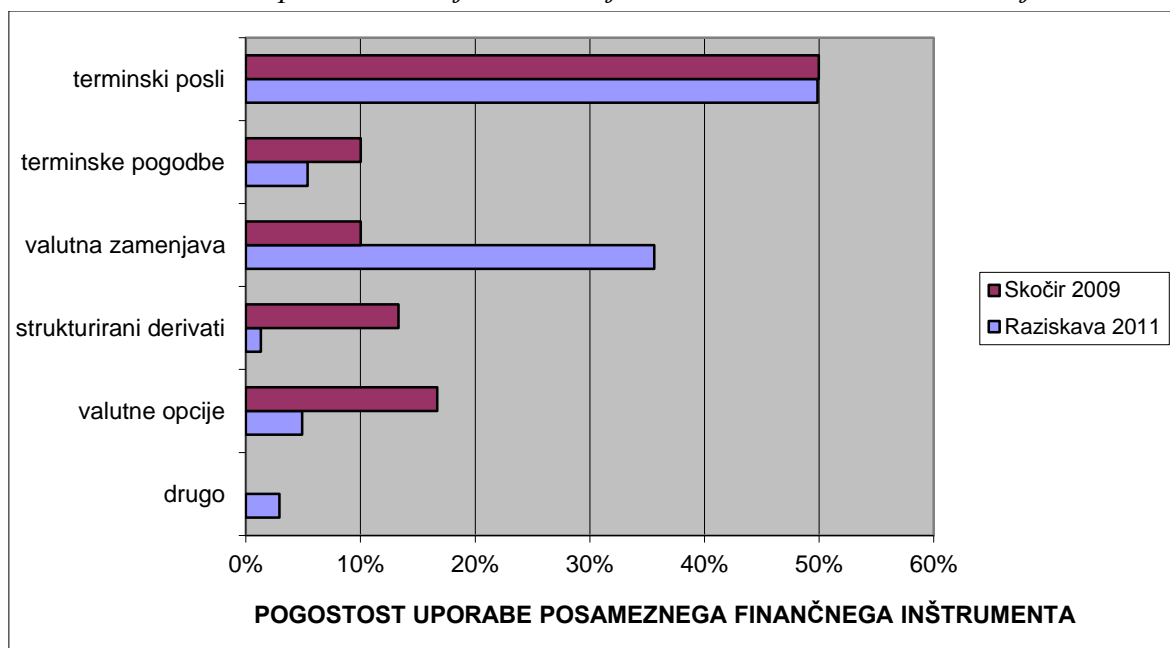
*Slika 15: Grafični prikaz najpogosteje uporabljenih finančnih instrumentov, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji v letu 2010 glede na celotni kapital*



Po upoštevanju celotnega kapitala v odgovorih posameznih bank je v primerjavi s prejšnjim grafom razvidno, da se še vedno največji delež poslov opravi s terminskimi posli, sledijo pa jim valutne zamenjave. S to ugotovitvijo sprejemam prvo predpostavljeno tezo, da slovenska podjetja za zavarovanje pred valutnimi tveganji najpogosteje uporabljajo enostavne finančne inštrumente.

Da bi rezultate lažje primerjal z ugotovitvami Skočirja (2011), sem v ta namen sestavil grafični prikaz, v katerem so predstavljene moje ugotovitve ter ugotovitve Skočirja.

*Slika 16: Grafični prikaz primerjave rezultatov o uporabi finančnih inštrumentov s strani slovenskih poslovnih subjektov iz moje raziskave ter raziskave Skočirja*



*Vir: M. Skočir, The evolution of the use of derivatives in Slovenian non-financial companies in the period 2004-2009, 2011, str. 44.*

Iz slike 16 sledi, da je uporaba terminskih poslov tako pri moji raziskavi kot pri raziskavi v magistrskem delu Skočirja podobna. Tako lahko trdim, da so terminski posli najpogosteje uporabljen finančni inštrument, ki se ga lahko uporablja za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Pri ostalih finančnih inštrumentih je zaznati nekoliko večje razlike. Največja razlika je pri obsegu zavarovanj z valutno zamenjavo, kjer so rezultati analize pokazali, da banke ocenjujejo količino valutnih zamenjav v celotnem prometu na 35,6 odstotkov, v raziskavi Skočirja pa je razvidno, da podjetja ocenjujejo delež valutnih zamenjav v celotnem prometu na 10 odstotkov. Za razlike med rezultati moje raziskave in rezultati Skočirjeve raziskave je lahko več vzrokov. Glavni vzroki menim, da so:

- Raziskava Skočirja je bila narejena za leto 2008, moja raziskava pa je bila narejena za leto 2010. Do nekaterih razlik je vsekakor prišlo tudi zaradi časovne razlike in so se podatki med tem časom nekoliko spremenili.
- Nepopoln vzorec raziskave Skočirja. Skočir je v vzorec za svojo raziskavo vzel nefinančna podjetja, ki so kotirala na Ljubljanski borzi in so izpolnjevala določene



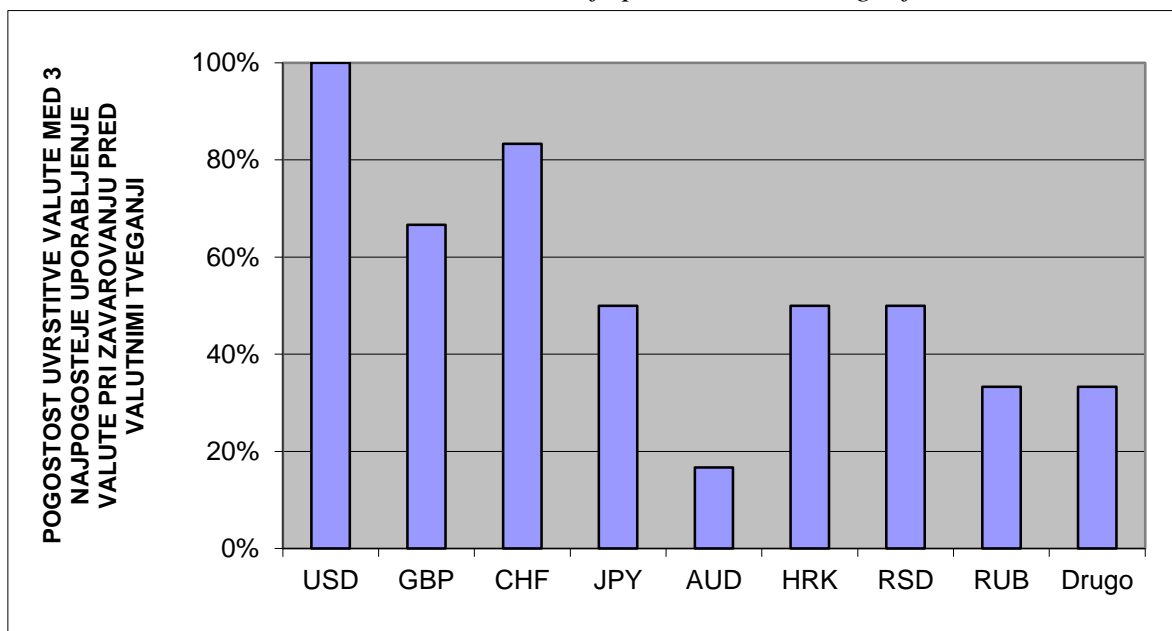
pogoje glede velikosti in transparentnosti delovanja, ter velika in srednje velika nefinančna podjetja, ki so naredila več kot 50 odstotkov prometa v tujini. Na njegov vprašalnik je odgovorilo 15,6 odstotka podjetij (Skočir, 2011, str. 23–24).

- Napaka pri preračunavanju vrednosti na celotni kapital v moji raziskavi. Celoten promet s finančnimi inštrumenti ni nujno tako močno povezan s celotnim kapitalom banke. V raziskavi sem ga uporabil, ker podatka o prometu s finančnimi inštrumenti banke niso bile pripravljene posredovati. Tako sem kot utež za vrednotenje uporabil celotni kapital, da bi dobil približek dejanskega stanja na trgu.
- Banke morda niso natančno vedele, kolikšen delež izvedenih finančnih inštrumentov je namenjen zavarovanju pred valutnimi tveganji.

#### 4.6 Valute, ki se najpogosteje zavarujejo

Za nadaljnjo analizo povpraševanja slovenskih podjetij po zavarovanju pred valutnimi tveganji me je zanimalo, za katere valute so sklenjeni zavarovalni posli. V ta namen sem banke prosil, naj izberejo valute, ki so najpogosteje uporabljene v izvedenih finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Na to vprašanje je odgovorilo 6 anketirancev, rezultati pa so bili sledeči.

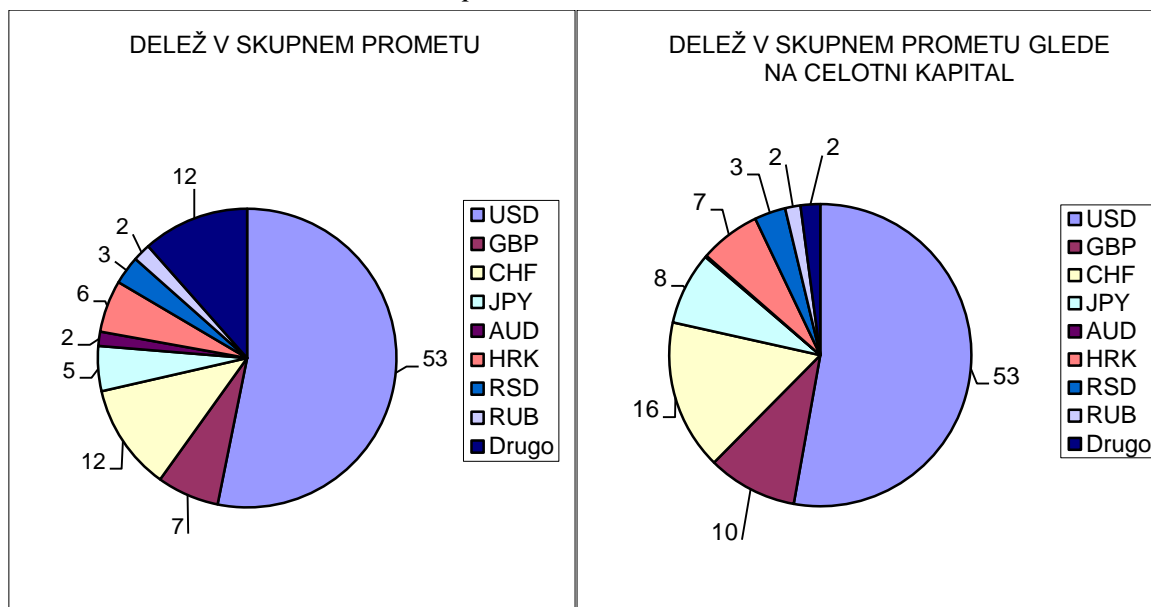
*Slika 17: Grafični prikaz valut, pri katerih so podjetja najpogosteje uporabljala finančne inštrumente za zavarovanje pred valutnimi tveganji*



Po pričakovanju je med najpogostejše 3 valute pri vseh bankah prišla valuta USD, sledita ji švicarski frank ter angleški funt. Ker sem hotel izvedeti, katere so glavne valute pri zavarovanju pred valutnimi tveganji, sem za boljšo oceno za valute, ki so jih anketiranci izbrali, postavil vprašanje, koliko znašajo deleži posamezne valute v skupnem prometu z

zavarovanji. S tem podatkom sem lahko ocenil, katere valute so najpogosteje predmet zavarovanja s strani podjetij pri poslovanju s tujino.

*Slika 18: Grafični prikaz primerjave med najpogosteje zavarovanimi valutami po oceni deleža v skupnem prometu v primerjavi z oceno deleža v skupnem prometu glede na celotni kapital banke v odstotkih*



Po podatkih, pridobljenih iz ankete (levi grafični prikaz), lahko vidimo, da je ameriški dolar valuta, pri kateri se zavarovanje pred valutnim tveganjem najpogosteje uporablja. Delež drugih valut je presenetljivo visok, kar 12-odstoten, kar je enako tudi odstotku švicarskega franka. Ker sem hotel ugotoviti, kakšen je delež posamezne valute v celotnem prometu, sem deleže posamezne valute utežil s celotnim kapitalom (desni grafični prikaz). Tukaj sem ponovno postavil predpostavko, da imajo banke z več strankami tudi sorazmerno več prometa.

Ob primerjavi grafov pred in po ponderiranju je vidno, da se delež ameriških dolarjev v skupnem prometu bistveno ne spremeni. Zaznati pa je premike pri ostalih valutah. Avstralski dolar se po ponderiranju sploh ne uvrsti več v graf, saj je poslovanje z njim tako nizko, da ne doseže niti enega odstotka vseh poslov. Po ponderiranju odgovorov iz anket sem dobil rezultate, ki jih lahko ob že opisanih predpostavkah posplošimo za celoten trg zavarovanj pred valutnimi tveganji. 53 odstotkov vseh poslov, ki se jih zavaruje z ustreznimi finančnimi inštrumenti pri slovenskih finančnih institucijah, se opravi v ameriških dolarjih. Sledijo švicarski frank s 16 odstotki, angleški funt z 10 odstotki, japonski jen z 8 odstotki ter hrvaška kuna s 7 odstotki. Zavarovanja poslov z ostalimi valutami posamezno ne dosežajo 5 odstotkov vseh poslov, ki so opravljeni s strani slovenskih poslovnih subjektov.

## 4.7 Ročnost poslov

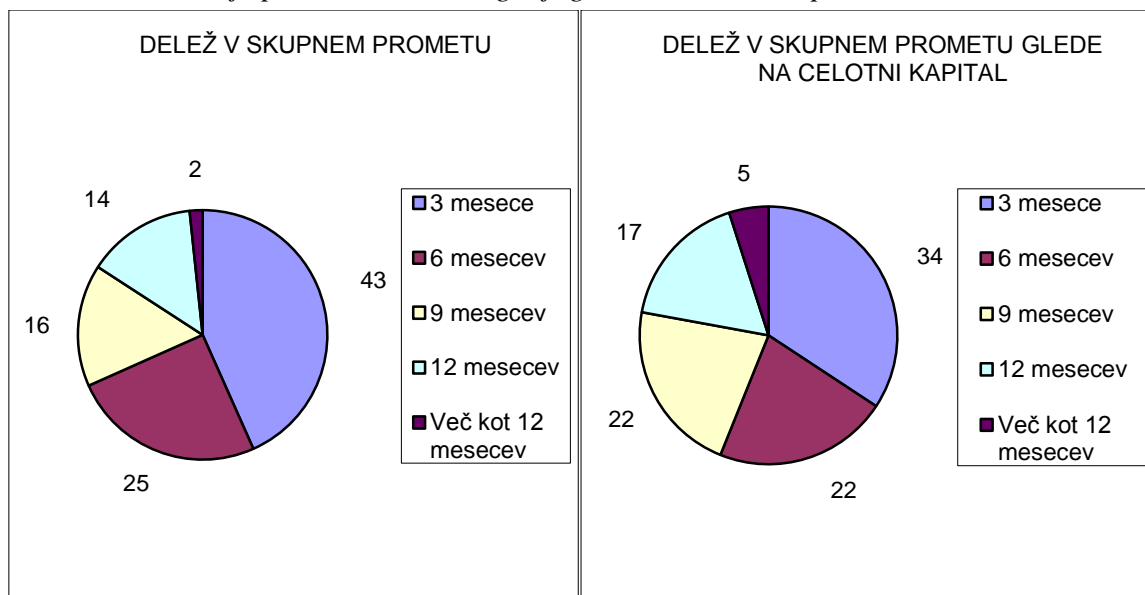
Ena izmed odločitev, ki jo mora podjetje sprejeti, ko se odloči za zavarovanje pred valutnimi tveganji, je tudi, kakšno ročnost bo imelo zavarovanje pred valutnim tveganjem. Skočir (2011, str. 45) je v svoji raziskavi, ki je nadaljevanje raziskave Berka iz leta 2006, razdelil ročnost na štiri možnosti. Ročnost je lahko časovno:

- enako dolga kot posel, ki ga finančni inštrument pokriva;
- krajša kot posel, ki ga finančni inštrument pokriva;
- daljša kot posel, ki ga finančni inštrument pokriva;
- do konca poslovnega leta.

V raziskavi, ki sem jo opravil med bankami, ročnosti, kot sta jo ugotavljala Berk in Skočir, nisem mogel ugotavljati, sem pa lahko raziskal, kakšno ročnost imajo posamezni posli, ki so sklenjeni preko slovenskih finančnih institucij.

Glede na število odgovorov, ki sem jih dobil z anketo (levi grafični prikaz), je 43 odstotkov poslov sklenjenih za 3 mesece, sledijo jim posli za 6 mesecev s 25 odstotki vseh poslov ter 9 mesecev in 12 mesecev s 16 odstotki oziroma 14 odstotki. Poslov, ki se sklepajo za več kot eno leto, je zgolj 2 odstotka. Ker so te vrednosti izračunane brez upoštevanja velikosti banke ter števila strank, sem poleg osnovnega grafičnega prikaza pripravil tudi grafični prikaz, ki prikazuje ročnost poslov glede na celotni kapital bank.

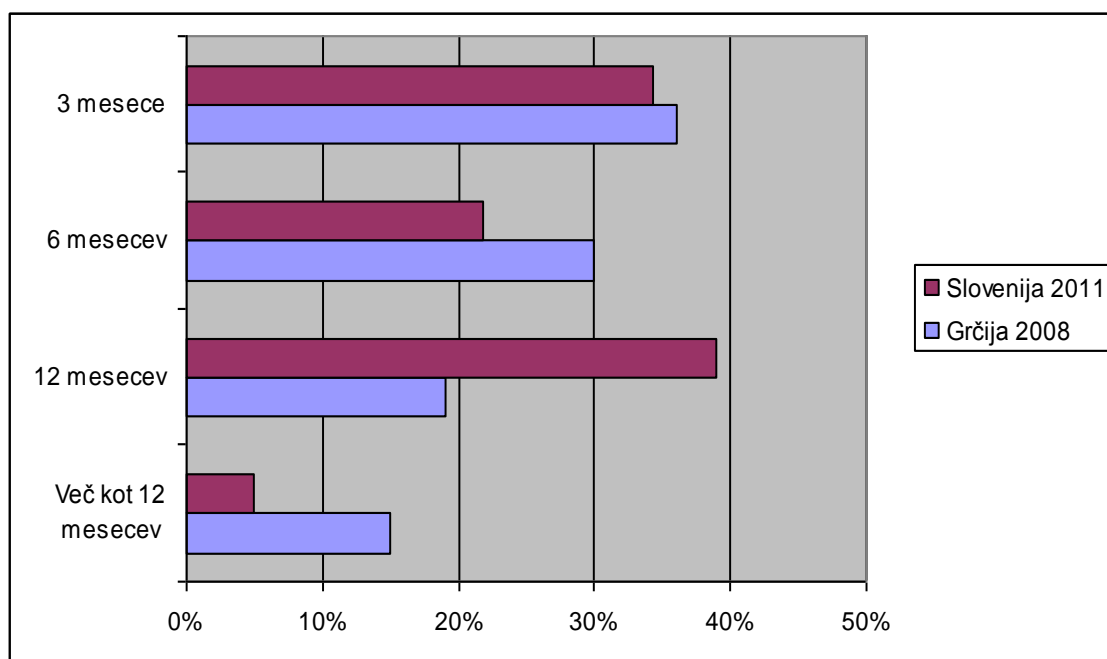
*Slika 19: Grafični prikaz ročnosti finančnih inštrumentov, ki se jih lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji glede na celotni kapital bank v odstotkih*



V primerjavi s predhodnim prikazom, ki ne upošteva uteži celotnega kapitala posamezne banke, lahko vidimo, da so se deleži posameznih ročnosti nekoliko spremenili (desni grafični prikaz). Še vedno je največ poslov sklenjenih za 3 mesece (34 odstotkov), sledita ji

ročnosti za 6 ter 9 mesecev, vsaka s po 22 odstotkov vseh sklenjenih poslov. Posli z ročnostjo enega leta imajo tako delež 17 odstotkov, posli z ročnostjo, daljšo od enega leta, pa obsegajo 5 odstotkov vseh poslov. Ker nam rezultati sami po sebi ne povedo veliko, sem pridobljene rezultate primerjal z raziskavo, ki jo je opravil Kapitsinas (2008, str. 25) v Grčiji. Ker je v grški raziskavi tabela drugače zasnovana, kot so bili pridobljeni podatki v moji raziskavi, sem moral podatke iz grške tabele preračunati. V grški raziskavi so bili podatki pridobljeni s strani podjetij tako, da so podjetja vpisovala ročnost glede na odstotek vseh finančnih instrumentov. Ker so v grški raziskavi razredi za ročnost instrumentov drugače določeni, sem moral nekaj popravkov narediti tudi pri svojih rezultatih. Tako sem moral ročnost za 9 mesecev ter ročnost za 1 leto združiti, saj v grški raziskavi ročnosti za 9 mesecev ni. Prav tako sem moral v grški raziskavi združiti ročnost od 1 do 3 let ter ročnost za več kot 3 leta, saj v moji raziskavi tega razreda ni bilo. Po vseh opravljenih preračunih ter prilagoditvah sem lahko izdelal spodnji graf.

*Slika 20: Grafični prikaz primerjave ročnosti finančnih instrumentov, ki se jih lahko uporablja za zavarovanje pred valutnim tveganjem med Slovenijo in Grčijo*



*Vir: K. S. Kapitsinas, Derivative usage in risk management by non-financial firms: Evidence from Greece, 2008, str. 23.*

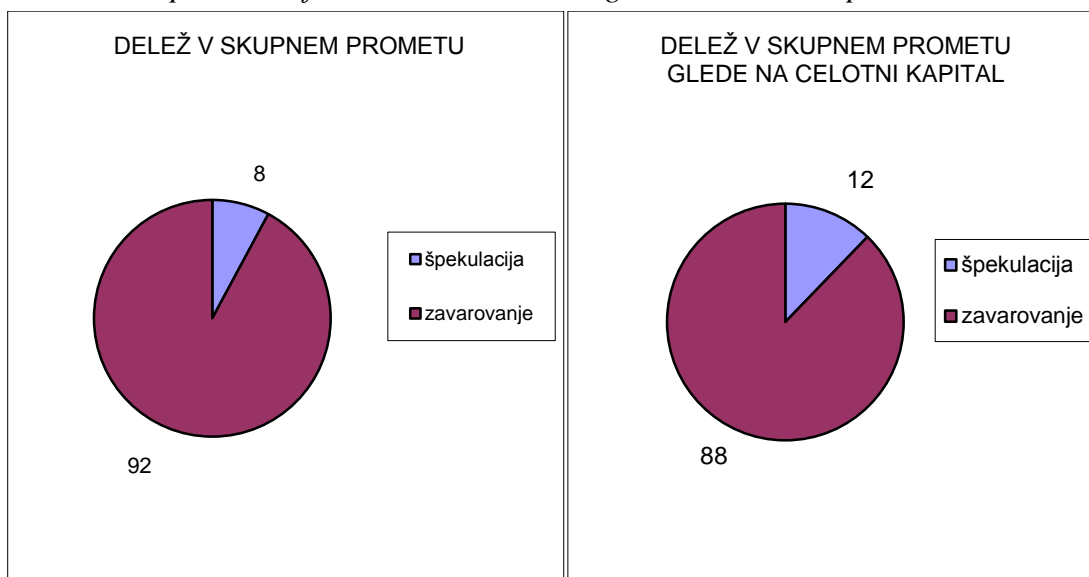
Iz slike 20 je razvidno, da se odstotek zavarovanja pred valutnimi tveganji za ročnost do 3 mesecev ne razlikuje veliko med Slovenijo in Grčijo. Do večjih razlik prihaja pri ročnosti za 6 mesecev, kjer je razlika 8-odstotna v korist Grčije, za ročnost do 1 leta, kjer je razlika največja, to je 20-odstotna v korist Slovenije, in za več kot eno leto, kjer je razlika 10-odstotna v korist Grčije.

## 4.8 Razmerje med špekulacijami ter zavarovanji

Ker je finančne inštrumente možno uporabiti tako za zavarovanje pred valutnimi tveganji kot tudi za špekuliranje na trgih, je bilo moje naslednje vprašanje namenjeno bankam, naj ocenijo, kolikšen delež prometa obsegajo špekulacije s strani poslovnih subjektov in kolikšen delež gre res za zavarovanje pred valutnimi tveganji.

Odgovori posameznih anketirancev so pokazali, da je delež špekulacij v celotnem prometu s finančnimi inštrumenti zelo majhen, samo 8-odstoten (levi grafični prikaz). Glede na to, da je bil delež odgovorov pri vseh bankah precej majhen, predvidevam, da tudi po upoštevanju celotnega kapitala v deležu špekulacij rezultat ne bo bistveno drugačen.

*Slika 21: Grafični prikaz deleža špekulacij in zavarovanj pred valutnimi tveganji v celotnem prometu s finančnimi inštrumenti glede na celotni kapital v odstotkih*



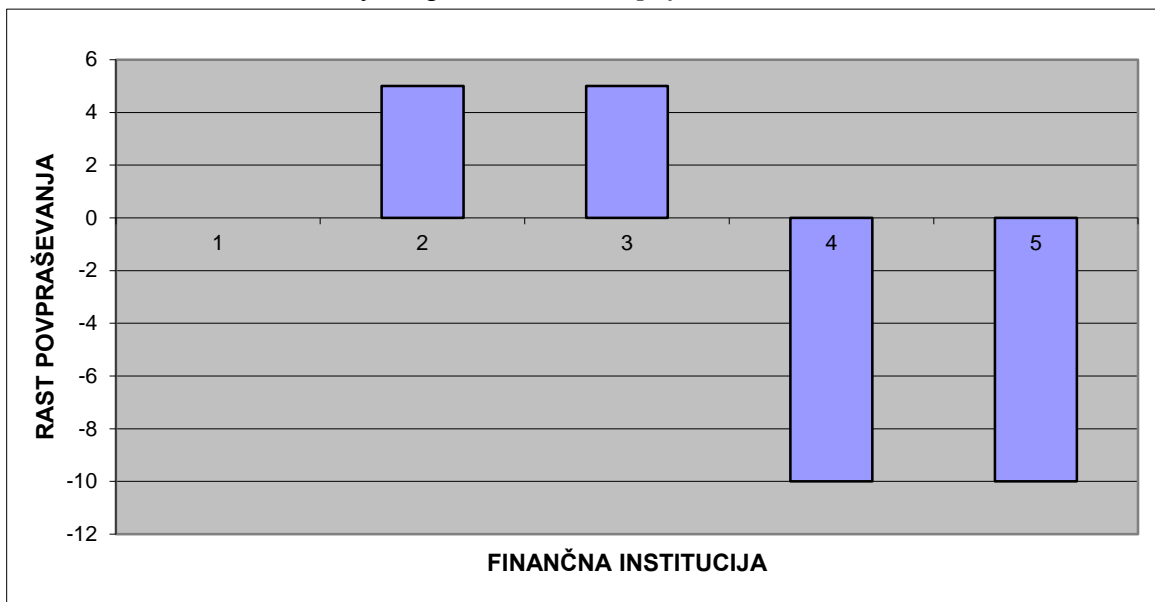
Kot lahko razberemo iz desnega grafičnega prikaza, so se ob upoštevanju celotnega kapitala kot utež za preračun deleža špekulacij v celotnem prometu le-te povečale za 4 odstotne točke. Iz tega preračuna lahko podamo ugotovitev, da je delež špekulacij v celotnem prometu s finančnimi inštrumenti, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, v bankah z večjim celotnim kapitalom večji kot v bankah z manjšim celotnim kapitalom. Za špekulacije s strani pravnih oseb lahko rečemo, da so za špekulacije kot posrednik izbrane večje banke. Eden izmed razlogov za tako obnašanje strank je verjetno tudi število produktov, ki jih posamezne banke ponujajo.

Ker se v magistrskem delu osredotočam na zavarovanja pred valutnimi tveganji, špekulacije na tem mestu puščam ob strani. S tem se je sprejela moja teza, da poslovni subjekti v večini primerov uporabljajo finančne inštrumente za zavarovanje pred valutnimi tveganji in ne za špekulacije, ki jih trgi dopuščajo.

## 4.9 Ocena rasti prometa od leta 2007 do leta 2010

Za konec sem v anketo, ki sem jo poslal bankam, postavil še vprašanje o njihovi oceni stopnje rasti povpraševanja po finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, od leta 2007 pa do danes.

Slika 22: Grafični prikaz ocene stopnje rasti od 2007 do 2011



Kot je razvidno iz slike 22, ena banka ocenjuje, da je promet od leta 2007 pa do danes ostal nespremenjen, dve banki ocenjujeta, da se je promet v primerjavi z letom 2007 povečal za 5 odstotkov, drugi dve banki pa ocenjujeta, da se jim je promet z zavarovanji v primerjavi z letom 2007 zmanjšal za 10 odstotkov. Podatke sem preračunal glede na delež celotnega kapitala in tako dobil povprečno ocenjeno vrednost rasti prometa s finančnimi inštrumentih, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji. To grobo oceno transakcijske izpostavljenosti sem primerjal s podatki o uvozu in izvozu slovenskih podjetij v države, ki ne uporabljajo evra kot nacionalne valute. Podatke sem pridobil s strani Statističnega urada Republike Slovenije (v nadaljevanju SURS). Po podatkih, ki sem jih pridobil od SURS-a o uvozu in izvozu v države, ki nimajo evra kot nacionalno valuto, je bilo razvidno, da sta se uvoz ter izvoz od leta 2007 pa do leta 2010 skupno zmanjšala za 9,4 odstotne točke. Iz podatkov, ki sem jih pridobil iz ankete, sem izračunal povprečno stopnjo rasti, ponderirano glede na celotni kapital banke. Tako sem izračunal, da se je povpraševanje po izvedenih finančnih inštrumentih, ki se jih lahko uporabi za zavarovanje pred valutnimi tveganji, od leta 2007 pa do leta 2010 zmanjšalo za 5,5 odstotne točke. Glede na to, da se je povpraševanje po izvedenih finančnih inštrumentih zmanjšalo za manj, kot sta se zmanjšala uvoz ter izvoz, lahko okvirno sklepam, da se je povpraševanje po izvedenih finančnih inštrumentih, s katerimi se lahko podjetje zavaruje pred valutnimi tveganji, relativno povečalo. Uvoz in izvoz sta se zmanjšala za več kot pa samo povpraševanje, iz česar podajam grobo oceno, da slovenska podjetja pred valutnimi tveganji zavarujejo večji

delež poslovanja, kot so ga zavarovala leta 2007. Premike o zavedanju o tveganjih v pozitivno smer je torej lahko zaznati tudi v slovenskem gospodarstvu. S tem lahko sprejemem svojo zadnjo tezo, da se je povpraševanje po finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, glede na leto 2007 povečalo.

V anketi, ki sem jo opravil za svojo raziskavo, sem zastavil vprašanje tudi o prometu s finančnimi inštrumenti, ki se lahko uporabijo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, vendar odgovorov na to vprašanje nisem dobil. Vzrok za nepripravljenost posredovanja podatkov je verjetno zaupnost podatkov.

## **SKLEP**

Ponudba slovenskega finančnega sektorja za produkte izvedenih finančnih inštrumentov, ki se jih lahko uporabi za zavarovanje pred valutnimi tveganji, se je od leta 2007 pa do danes povečala na zadovoljivo raven, ki omogoča učinkovito zavarovanje poslovnih subjektov, ki so za to zainteresirani. Podjetja po teh produktih povprašujejo bolj, kot so leta 2007, ko je SID banka svoj produkt lansirala na trg. To trditev potrjuje dejstvo, da banke, ki opravijo večino transakcij s temi finančnimi inštrumenti, ocenjujejo povpraševanje po teh produktih kot dobro. Zavedanje o nevarnostih, ki jih prinašajo valutna tveganja, torej pri poslovnih subjektih v Sloveniji narašča, kar je zelo spodbudno.

V raziskavi, ki sem jo naredil med finančnimi institucijami v Sloveniji, sem ugotovil, da izmed vseh finančnih institucij, ki delujejo v Sloveniji, finančne inštrumente, ki se jih lahko uporabi za zavarovanje pred valutnimi tveganji, ponuja 11 bank in nobena zavarovalnica. Glede na tržni delež posamezne banke (z vidika bilančne vsote) in na odgovore, ki sem jih dobil v anketah, ocenjujem, da sem zajel najmanj 69,67 odstotkov vseh transakcijskih računov poslovnih subjektov. Zaradi tako visokega odstotka pokritosti menim, da lahko svoje ugotovitve posplošim na celotno populacijo poslovnih subjektov v Sloveniji.

Na podlagi odgovorov v raziskavi sem ugotovil, da se je ponudba finančnih inštrumentov za zavarovanje pred valutnimi tveganji pričela povečevati od leta 1998 naprej in dosegla vrhunec leta 2000, ko so vse banke, ki so sodelovale v anketi, pričele s ponudbo terminskega posla. Tako se je potrdila trditev gospoda Rojca iz SID banke, da se je trg z zavarovanji pred valutnimi tveganji resneje pričel razvijati po letu 1997.

Po izračunu korelacije med celotnim kapitalom banke ter številom transakcijskih računov, odprtih pri posamezni banki, lahko trdim, da sta celotni kapital banke ter število transakcijskih računov poslovnih subjektov značilno povezana. Korelacija je močna in pozitivna, kar pomeni, da več kot ima banka celotnega kapitala, več ima odprtih transakcijskih računov poslovnih subjektov. Ker sem prišel do te ugotovitve, sem od tukaj naprej za preračunavanje na delež posamezne banke v celotnem prometu s finančnimi inštrumenti uporabljal celotni kapital.

Iz analize sem ugotovil, da banke, ki pokrivajo 63 odstotkov trga s finančnimi inštrumenti, ki se jih lahko uporabi za zavarovanje pred valutnimi tveganji, ocenjujejo poznavanje njihove ponudbe ter finančnih inštrumentov s strani poslovnih subjektov kot slabo. Opredelitev odgovora slabo pomeni, da podjetja ne poznajo vseh finančnih inštrumentov in pri posredovanju le-teh potrebujejo pomoč.

Banke, ki skupno pokrivajo 82 odstotkov trga, ocenjujejo povpraševanje po finančnih inštrumentih za zavarovanje pred valutnimi tveganji kot dobro oziroma zelo dobro. Interpretacija odgovora zelo dobro pomeni, da ima banka za te vrste poslov organiziran poseben oddelek, odgovor dobro pa pomeni, da v banki ocenjujejo, da se posli opravljajo in pokrivajo stroške, ki pri tem nastajajo.

Izmed vseh podjetij, ki imajo odprte račune pri bankah, ki ponujajo finančne inštrumente, ki se jih lahko uporabi za zavarovanje pred valutnimi tveganji, je delež podjetij, ki redno povprašujejo po finančnih inštrumentih za zavarovanje pred valutnimi tveganji, 43-odstoten. 57 odstotkov podjetij po zavarovanjih ne povprašuje oziroma povprašuje le občasno.

Iz analize rezultatov sem ugotovil, da je najbolj pogosto uporabljen finančni inštrument za zavarovanje pred valutnimi tveganji terminski posel. 50 odstotkov vseh opravljenih poslov se opravi s terminskim poslom, sledi mu valutna zamenjava, s katero se opravi 36 odstotkov poslov, ostali posli imajo delež pod petimi odstotki v celotnem prometu.

Na podlagi raziskave sem ugotovil, da je najbolj pogosto uporabljena valuta, ki se uporablja v finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, ameriški dolar, ki se uporablja v 53 odstotkih celotnega prometa v zavarovanju valutnega tveganja. Ameriškemu dolarju sledijo švicarski frank, s katerim se opravi 16 odstotkov vseh poslov, in angleški funt, s katerim se opravi 10 odstotkov vseh poslov.

Delež špekulacij s finančnimi inštrumenti, ki se lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji, je nizek in znaša 12 odstotkov poslov v celotnem prometu. Slovenska podjetja, ki uporabljajo finančne inštrumente, se torej načeloma ne poslužujejo špekulacij, ampak finančne inštrumente resnično uporabljajo zgolj za zavarovanje pred tveganji.

Zadnje vprašanje v anketi je bilo namenjeno trendu rasti povpraševanja po finančnih inštrumentih, ki se lahko uporabljajo za zavarovanje pred valutnimi tveganji. Banke so na splošno podale oceno, da se povpraševanje po teh finančnih inštrumentih od leta 2007, ko je bil v Sloveniji uveden evro, zmanjšuje. Povprečna ocena bank je, da je promet s temi finančnimi inštrumenti, upadel za 5,5 odstotka. Primerjava med oceno bank o upadu povpraševanja ter upadu vrednosti uvoza ter izvoza v države, ki nimajo evra, je pokazal, da je povpraševanje upadlo manj kot sam uvoz in izvoz v te države.



Berk (2006) in Skočir (2011) sta v svojih raziskavah ugotovila, da se podjetja najpogosteje zavarujejo prav pred valutnimi tveganji. Glede na vse ugotovitve ter trditve, ki sem jih podal v raziskavi, menim, da se podjetja, kljub temu da se trend zavarovanj obrača v pozitivno smer, še vedno premalo zavedajo resnosti tveganj, ki nastajajo pri samem poslovanju. Podjetja bi torej morali bolj poučiti o nevarnostih, ki jim pretijo, in kako se pred njimi zavarovati, pri tem bi lahko sodelovale tudi banke, ki produkte za zavarovanje pred valutnimi tveganji tudi ponujajo. Koristi bi bile tako obojestranske, podjetja bi bila zavarovana pred tveganji, banke pa bi še bolj uspešno prodajale ponujene produkte.

## LITERATURA IN VIRI

1. *Adriatic Slovenica*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.adriatic-slovenica.si/>
2. Bailey, R. E. (2005). *The Economics of Financial Markets*. Cambridge (UK): Cambridge University Press
3. *Banke in hranilnice*. Najdeno 13. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.zbs-giz.si/zdruzenje-bank.asp?StructureId=366>
4. *Banke v Sloveniji*. Najdeno 20. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/nadzor-bank.asp?MapaId=521>
5. Bartram, M. S. (2000). Corporate Risk Management as a Lever for Sareholder Value Creation. *Financial Markets, Institutions and Inštruments*, 9(5), 279
6. Bennett, D. (1997). *Managing Foreign Exchange Risk: How to Identify and Manage Foreign Currency Exposure*. London: Pitman.
7. Berk, A. (2006). *The Use of Derivatives in Slovenian Non-Financial Firms: Is Financial Risk Already Well Managed?* (Delovni zvezki). Ljubljana: Raziskovalni center Ekonomske fakultete
8. Berk, A., Peterlin, J., & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa*. Ljubljana: GV Založba.
9. Bishop, P., & Dixon, D. (1992). *Foreign Exchange Handbook: Managing Risk and Opportunity in Global Currency Markets*. New York: McGraw-Hill.
10. Bittman, J. (1990). *Options. Essential Concepts and Trading Strategies Edited by The Options Institute* (The Educational Division of the CBOE). Chicago: Bussiness One Irwin, The Chicago Options Board of Exchange.
11. Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, str. 637-654
12. Bodnar, G. M., & Gebhart, G. (1998). Derivative Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10(3), 153-187.
13. Bodnar, G. M., Hayt, G. S., & Marston, R. C. (1998). Wharton Survey of Financial Risk Management by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 27(4), 25-57.
14. Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Principles of corporate finance*. (7th ed.) Boston (Mass.): McGraw-Hill.
15. Bregar, L., Ograjenšek, I., & Bavdaž, M. (2005). *Metode raziskovalnega dela za ekonomiste: Izbrane teme*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*. (8th ed.) Masson (Ohio): South-Western, London: Thomas Learning.
17. Cox, J. C., Ross, S. A., & Rubinstein, M. (1979). Option Pricing: A Simplified Approach. *Journal of Financial Economics*, (7), 229-236
18. Damodaran, A. (2003). *Investment Philosophies: Successful Investment Philosophies and the Greatest Inventors Who Made Them Work*. Wiley, New York University's Leonard N. Stern School of Business.
19. *Dokumentarno poslovanje in inštrumenti zavarovanja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.probanka.si/kategorije/981/Dokumentarno-poslovanje-in-instrumenti-zavarovanja>
20. Dubofsky, A. D. (1992). *Options and Financial Futures. Valuation and Uses*. New York: McGraw-Hill.
21. Eiteman, K. D., Stonehill, I. A., & Moffett, H. M. (2001). *Multinational Business Finance* (9th ed.) Boston: Addison-Wesley cop. 152, EM-37.

22. Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., & Moffett, M. H. (1995). *Multinational Business Finance*. Reading: Addison Wesley Publishing Company.
23. Falkenstein, E., & Hanweck, J. (1996). *Minimizing basis risk from nonparallel shifts in the yields curve*. London: The Journal of Fixed Income.
24. *Forward pogodbe za nakup in prodajo tuje valute*. Najdeno 22. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.banka-celje.si/poslovne-finance/instrumenti-zavarovanja/obvladovanje-tveganj/obvladovanje-valutnih-tveganj>
25. *Garancije in poročila*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.dbs.si/podjetja/garancije-in-porocila.html>
26. *Garancije*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.pbs.si/si/garancije.wlgt>
27. Goswami, G., & Shrikhande, M. (1997). *Interest Rate Swaps and Economic Exposure*. Working Paper Series (Federal Reserve Bank of Atlanta), Zv. 1997, Izdaja 6. Georgia: State University, Department of Finance
28. *Grawe Zavarovalnica*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.grawe.si/si/index.htm>
29. Hagelin, N. (2003). *Why firms hedge with currency derivatives: an examination of transaction and translation exposure*. Applied Financial Economics, 13(1), 56
30. Hodder, J.E. (1982). Exposure to exchange rate movements. *Journal of International Economics*, 13, 375.
31. Hull, J. C. (2002). *Fundamentals of Futures and Options Markets* (4th Edition). Prentice Hall: University of Toronto.
32. Hull, J. C. (2006). *Options, futures and other derivatives*. (6th ed.) Upper Saddle River (N.J.): Pearson.
33. *Inštrumenti valutnega ščitenja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.hypo-alpe-adria.si/home.nsf/id/118>
34. *Inštrumenti zavarovanja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/instrumenti-zavarovanja/>
35. *Inštrumenti zavarovanja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.gbkr.si/poslovne-finance/instrumenti-zavarovanja/>
36. *Izvedeni finančni inštrumenti*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu [http://www.banka-koper.si/Pravne\\_osebe/Zavarovanje\\_poslovanja/Izvedeni\\_financni\\_instrumenti](http://www.banka-koper.si/Pravne_osebe/Zavarovanje_poslovanja/Izvedeni_financni_instrumenti)
37. *Izvedeni finančni inštrumenti*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.nkbm.si/izvedeni-financni-instrumenti>
38. *Izvoz in uvoz po skupinah držav, Slovenija, kumulativni podatki*. Najdeno 2. maja 2012 na spletnem naslovu [http://pxweb.stat.si/sistat/MainTable/tbl\\_2401724](http://pxweb.stat.si/sistat/MainTable/tbl_2401724)
39. Kapitsinas, K. S. (2008). *Derivatives Usage in Risk Management by Non-Financial Firms: Evidence from Greece*. Athens: Center of Financial Studies.
40. *KD Banka*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.kdb.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=302>
41. *KD Življenje*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.kd-zivljenje.si/>
42. KPMG (2001). *Risking value by hedging translation exposure*. Asiamoney, Zv. 12, Izdaja 9.
43. Larson, D. M., & Flacco, P. R. (1992). Measuring option prices form market behaviour. *Journal of Environmenral Economics and Management*, 22(2), 184.
44. Luenberger, D. G. (1998). *Investment Science*. New York: Oxford University Press.
45. Madura, J. (1995). *International financial management*. St. Paul: West Puglising Company.

46. Merkhofer Miley, W. (1987). *Decision Science and Social Risk Management*. Dordrecht: D. Reidel Publishing Company.
47. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
48. Nelken, I. (1995). *The Handbook of Exotic Options: Instruments, Analysis and Applications*. McGraw-Hill Professional.
49. *NLB Vita* (2011). Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.nlbvita.si/>
50. *Obvladovanje valutnih tveganj*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.banka-celje.si/poslovne-finance/instrumenti-zavarovanja/obvladovanje-tveganj/obvladovanje-valutnih-tveganj>
51. Plummer, M. L., & Hartmann, R. C. (1986). Option value: a general approach. *Economic Inquiry*, 24(3), 462.
52. *Poslovna zavarovanja Generali*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.generalisi.si/index.php?id=201>
53. *Poslovna zavarovanja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.zav-mb.si/vsa-zavarovanja/poslovna-zavarovanja/zavarovanje-zgradb-in-opreme/>
54. *Pregled izpostavljenosti*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.wienerstaedtsche.si/poslovno-zivljenje/>
55. *Pregled vseh zavarovanj*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.zav-tilia.si/si/zavarovanja/>
56. *Premoženjska zavarovanja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.merkur-zav.si/cms/beitrag/1009148/46196>
57. *Products*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.arag.si/products/>
58. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
59. Rant V. (2011). *Valutno tveganje in metode zavarovanja*. Mednarodne finance, prosojnice
60. Redhead, K., & Hughes, S. (1988). *Financial Risk Management*. Michigan: Gower Publishing Company Limited.
61. Ribnikar, I. (1999). *Monetarna Ekonomija II, Mednarodni Denarni Sistem*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
62. Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance* (6th ed.) Boston (Mass.): McGraw-Hill
63. Shamah, S. (2004). *A Currency Options Primer*. Michigan: John Wiley & Sons Ltd
64. Skočir, M. (2011). *The evolution of the use of derivatives in Slovenian non-financial companies in the period 2004-2009*. (Master's thesis) Ljubljana: Ekonomska fakulteta
65. Smithson, C., W., Smith, C. W., & Wilford, D. S. (1995). *Managing financial risk: a guide to derivative products, financial engineering, and value maximization*. Burr Ridge (Ill): Irwin.
66. Steiner, R. (1998). *Mastering financial calculations: a step-by-step guide to the mathematics of financial market instruments*. London: Pitman.
67. *Tečajna tveganja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu [http://www.unicreditbank.si/sl/Pravne\\_osebe/Upravljanje\\_s\\_tveganji/Tecajna\\_obrestna\\_in\\_blagovna\\_tveganja/Tecajna\\_tveganja?id=162](http://www.unicreditbank.si/sl/Pravne_osebe/Upravljanje_s_tveganji/Tecajna_obrestna_in_blagovna_tveganja/Tecajna_tveganja?id=162)
68. *Terminsko devizno poslovanje*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu [http://www.factorb.si/poslovne.php?tip=poslovne\\_devizno\\_terminsko](http://www.factorb.si/poslovne.php?tip=poslovne_devizno_terminsko)
69. *Valutna tveganja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu [http://www.raiffeisen.si/storitve\\_za\\_podjetja/zakladniski\\_produkti/valutna\\_tveganja/](http://www.raiffeisen.si/storitve_za_podjetja/zakladniski_produkti/valutna_tveganja/)
70. *Valutni izvedeni finančni instrumenti – Zavarovanje pred valutnimi tveganji*. Najdeno 22. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/valutni-izvedeni>

71. Van Horne (1992). *Financial Management and Policy* (9th ed.) Englewood Cliffs (N.J.): Prentice-Hall.
72. VanderLinden, D. (1997). After-tax transaction exposure. *Multinational Business Review* (St. Louis University), Zvezek 5(2), 3.
73. Veselinovič, D. (1998). *Opcije in Drugi Termiski (izvedeni finančni instrumenti)*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
74. Veselinovič, D. (1999). *Devizno trgovanje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
75. Winstone, D. (1995). *Financial Derivatives: Hedging With Futures, Forwards, Options & Swaps* (1st Edition). England, Birmingham: The University of Central England Business School.
76. *Za brezskrbno poslovanje*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.triglav.si/vstop.asp?id=10>
77. Zabašnik, D. (1999). *Mednarodno finančno ravnanje*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
78. *Zavarovalnice v Sloveniji*. Najdeno 20. oktobra 2011 na spletnem naslovu [http://www.zavpro-zavarovanje.si/seznam\\_zavarovalnic\\_v\\_sloveniji.html](http://www.zavpro-zavarovanje.si/seznam_zavarovalnic_v_sloveniji.html)
79. *Zavarovanja*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.sparkasse.si/zavarovanja>
80. *Zavarovanje kreditov in investicij*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.sid.si/Zavarovanje-kreditov-in-investicij>
81. *Zavarovanje pred tečajnim tveganjem*. Najdeno 22. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.skb.si/poslovne-finance/izvedeni-financni-instrumenti/zavarovanje-pred-tečajnim-tveganjem>
82. *Zavarovanje pred tečajnimi tveganji*. Najdeno 26. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.volksbank.si/podjetja/upravljanje-tveganj/zavarovanje-tečajno-tveganje/termiska-kupoprodaja-deviz.aspx>



## **PRILOGE**

## KAZALO PRILOG

|   |   |
|---|---|
| <i>Tabela 1: Enostavne statistike za celotni kapital ter število transakcijskih računov.....</i>                        | 1 |
| <i>Tabela 2: Korelacija med celotnim kapitalom ter številom transakcijskih računov.....</i>                             | 2 |
| <i>Tabela 3: Korelacija med celotnim kapitalom ter številom finančnih instrumentov, ki jih<br/>banke ponujajo .....</i> | 3 |
| <i>Anketni vprašalnik .....</i>   | 4 |





## PRILOGA 1

*Tabela 1: Enostavne statistike za celotni kapital ter število transakcijskih računov*

|                                | Aritmetična sredina | Std. odklon | N |
|--------------------------------|---------------------|-------------|---|
| Celotni kapital v milijonih    | 337,71              | 298,519     | 7 |
| Transakcijski računi v tisočih | 27,25               | 25,382      | 4 |

PRILOGA 2

*Tabela 2: Korelacija med celotnim kapitalom ter številom transakcijskih računov*

|                                |                       | Celotni kapital v tisočih | Transakcijski računi v tisočih |
|--------------------------------|-----------------------|---------------------------|--------------------------------|
| Celotni kapital v tisočih      | Pearsonova korelacija | 1                         | ,977*                          |
|                                | Sig. (2-repa)         |                           | ,023                           |
|                                | N                     | 7                         | 4                              |
| Transakcijski računi v tisočih | Pearsonova korelacija | ,977*                     | 1                              |
|                                | Sig. (2-repa)         | ,023                      |                                |
|                                | N                     | 4                         | 4                              |

\* Korelacija je statistično značilna pri stopnji 0.05 (2-repa).

PRILOGA 3

*Tabela 3: Korelacija med celotnim kapitalom ter številom finančnih instrumentov, ki jih banke ponujajo*

|   |                       | Celotni kapital v tisočih | Število finančnih instrumentov, ki jih banke ponujajo |
|---|-----------------------|---------------------------|---|
| Celotni kapital v tisočih                             | Pearsonova korelacija | 1                         | ,587  |
|   | Sig. (2-repa)         |                           | ,166  |
|   | N                     | 7                         | 7   |
| Število finančnih instrumentov, ki jih banke ponujajo | Pearsonova korelacija | ,587                      | 1   |
|   | Sig. (2-repa)         | ,166                      |   |
|   | N                     | 7                         | 7   |

## PRILOGA 4

### *Anketni vprašalnik*

Pozdravljeni, sem Damijan Šorli, absolvent bolonjskega magistrskega programa, smer Bančni in finančni management, na Ekonomski fakulteti v Ljubljani. Trenutno pišem magistrsko nalogo na temo: Zavarovanja pred valutnimi tveganji v slovenskih podjetjih, katere del bo tudi ta anketa. Anketa, ki bo temelj raziskave o zavarovanjih pred valutnimi tveganji v slovenskih podjetjih, je sestavljena iz 15 vprašanj, ki se nanašajo zgolj in izključno na podatke povezane z zavarovanji pred valutnimi tveganji pravnih oseb. Predviden čas za izpolnjevanje ankete je 10 minut. Anketa je bila poslana vsem finančnim institucijam, ki ponujajo zavarovanja pred valutnimi tveganji. Ker je takih institucij relativno malo, je vsaka izpolnjena anketa zelo pomembna za relevantnost raziskave, zato vas prosim, da si vzamete čas in anketo izpolnite. S pridobljenimi podatki, bom poizkušal oceniti kako poučena so podjetja o valutnih tveganjih, ter kako pogosto se pred njimi zavarujejo. Vsa vprašanja in odgovori se nanašajo zgolj na pravne osebe. Podatki bodo pridobljeni v agregirani obliki in identiteta finančne institucije, ki je na posamezen vprašalnik odgovorila ne bo znana. Rezultati raziskave bodo podani kumulativno in v nobenem primeru individualno. Podatki pridobljeni z anketo so zaupni in bodo uporabljeni izključno za namen magistrske naloge. V kolikor imate kakršno koli vprašanje v zvezi z anketo, me prosim kontaktirajte na elektronski naslov: damijansorli@gmail.com

Koliko znaša osnovni kapital vaše finančne institucije? (zaokroženo na milijon evrov)

Koliko komitentov (pravnih oseb) ima vaša banka? (zaokroženo na tisoč)

Katere vrste zavarovanj pred valutnimi tveganji ponujate?

- terminski posel (forward)
- terminska pogodba (futures)
- valutna zamenjava (swap)
- valutna opcija
- strukturirani derivati
- drugo

Katerega leta ste pričeli s ponudbo terminskega posla?

Katerega leta ste pričeli s ponudbo terminske pogodbe?

Katerega leta ste pričeli s ponudbo valutne zamenjave?

Katerega leta ste pričeli s ponudbo valutne opcije?

Katerega leta ste pričeli s ponudbo strukturiranih derivatov?

Katerega leta ste pričeli s ponudbo drugih oblik zavarovanja valutnih tveganj?

S kakšnim namenom podjetja povprašujejo po valutnih finančnih instrumentih? (v prazna polja napišite oceno deleža za posamezen odgovor)

|                                     |                      |
|-------------------------------------|----------------------|
| špekuliranje                        | <input type="text"/> |
| zavarovanje pred valutnimi tveganji | <input type="text"/> |

---

100

Za kakšne vrste zavarovanjem pred valutnimi tveganji gre? (v prazna polja napišite oceno deleža za posamezen odgovor)

izvozni posli   
uvozni posli

---

Od tukaj naprej so vsi podatki, po katerih sprašuje anketa, mišljeni kot vsota zavarovanj pred valutnimi tveganji ter špekulacijami.

Kolikšen delež (v procentih) zavarovanj pred valutnimi tveganji se sklene za posamezno ročnost?

3 mesece   
6 mesecev   
9 mesecev   
12 mesecev   
Več kot 12 mesecev

---

Katere tri valute so najpogosteje predmet zavarovanja pred valutnimi tveganji?

- USD (ZDA)
- GBP (Velika Britanija)
- CHF (Švica)
- CNY (Kitajska)
- JPY (Japonska)
- AUD (Avstralija)
- HRK (Hrvaška)
- RSD (Srbija)
- BAM (Bosna in Hercegovina)

- MKD (Makedonija)
- LEK (Albanija)
- RUB (Rusija)
- Drugo

Koliko znaša delež posamezne valute v celotnem prometu zavarovanj pred valutnimi tveganji?

|       |  |
|-------|--|
| USD   |  |
| GBP   |  |
| CHF   |  |
| CNY   |  |
| JPY   |  |
| AUD   |  |
| HRK   |  |
| RSD   |  |
| BAM   |  |
| MKD   |  |
| LEK   |  |
| RUB   |  |
| Drugo |  |

---

100

Kako ocenjujete povpraševanje po zavarovanju valutnih tveganj?

- zelo dobro (za te posle imamo organiziran poseben oddelek)
- dobro (posli se izplačajo in pokrivajo stroške ki pri tem nastajajo)
- slabo (posli se opravljajo, vendar komaj pokrivajo stroškov, ki pri tem nastajajo)
- zelo slabo (posli se skoraj ne opravljajo in se nikakor ne izplačajo)

Kolikšen delež vaših komitentov (pravne osebe) redno povprašuje po tovrstnih zavarovanjih?

V povprečju, kako poučena so podjetja o finančnih instrumentih za zavarovanje valutnih tveganj?



- zelo dobro (podjetja natančno vedo kateri finančni instrumenti obstajajo in jih s pridom izkoriščajo za svoje zavarovanje)
- dobro (podjetja vedo kateri finančni instrumenti obstajajo in pri poslovanju skoraj ne rabijo pomoči)
- slabo (podjetja ne poznajo vseh finančnih instrumentov in pri posredovanju le teh potrebujejo pomoč)
- zelo slabo (podjetja ne poznajo vseh finančnih instrumentov, o poslovanju z njimi se šele osveščajo in potrebujejo zelo natančna navodila)

Kakšen delež, celotnega prometa z zavarovanji valutnih tveganj, so dosegli posamezni produkti leta 2010, ter kolikšen je bil skupni promet vseh zavarovanj pred valutnimi tveganji? V prazna polja poleg zavarovanja vpišite delež poslov za celo leto (v procentih), pri skupnem prometu pa vrednost zavarovanj pred valutnimi tveganji za celotno leto (v evrih).

LETO 2010

|                                    |  |
|------------------------------------|--|
| terminski posli                    |  |
| terminske pogodbe                  |  |
| valutne zamenjave                  |  |
| strukturirani finančni instrumenti |  |
| valutne opcije                     |  |
| drugo                              |  |

---

100

Koliko je znašal celotni promet z zavarovanji pred valutnimi tveganji v letu 2010?

Kako ocenjujete letno rast zavarovanj pred valutnimi tveganji od uvedbe evra (2007) pa do danes? (Procentualna ocena)