

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**UČINKI UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V
ČASU GOSPODARSKE RECESIJE V NAJVEČJIH SLOVENSKIH
PODJETJIH**

Ljubljana, september 2016

RUŽA SUŠNIK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Ruža Sušnik, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v času gospodarske recesije v največjih slovenskih podjetjih, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo Slapničar

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 15.9.2016

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 FINANČNO TVEGANJE IN VRSTE FINANČNIH TVEGANJ	4
1.1 Pojem finančnega tveganja.....	4
1.2 Vrste finančnih tveganj	6
1.2.1 Kreditno tveganje (tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke) ...	6
1.2.2 Likvidnostno tveganje	7
1.2.3 Tveganje spremembe obrestne mere ali obrestno tveganje	7
1.2.4 Tveganje spremembe deviznega tečaja ali valutno tveganje.....	8
1.2.5 Tveganje spremembe cen surovine.....	9
1.3 Izpostavljenost finančnemu tveganju	9
1.3.1 Transakcijska izpostavljenost.....	10
1.3.2 Translacijska ali bilančna izpostavljenost	11
1.3.3 Ekonomska izpostavljenost	11
2 MAKROEKONOMSKO OKOLJE IN FINANČNI TRGI V OBDOBJU	
2009–2014	12
3 VRSTE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV	18
3.1 Zgodovina izvedenih instrumentov	18
3.2 Vloga izvedenih finančnih instrumentov v gospodarski krizi.....	20
3.3 Glavne značilnosti posameznih izvedenih finančnih instrumentov	21
3.3.1 Navadni terminski posli.....	22
3.3.2 Standardizirane terminske pogodbe	22
3.3.3 Zamenjave (Swap).....	23
3.3.4 Opcije	24
3.4 Pregled raziskav o uporabi izvedenih finančnih instrumentov	25
4 MERJENJE VREDNOSTI IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV	28
4.1 Merjenje in vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov ob začetnem pripoznavanju	29
4.2 Kasnejša, ponovna vrednotenja finančnih instrumentov.....	32
4.3 Računovodenje varovanja pred tveganji	33
4.4 Davčni vidik izvedenih finančnih instrumentov po Zakonu od dohodka pravnih oseb.....	37
4.5 Razkritja v letnih poročilih.....	38
5 UČINKI UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V VELIKIH	
SLOVENSKEH PODJETJIH V OBDOBJU 2009–2011	40
5.1 Raziskovalna vprašanja	40
5.2 Vzorec in podatki	41
5.3 Metoda analize	42
5.4 Rezultati analize uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014.....	43

5.4.1	Vrsta in obseg izvedenih finančnih instrumentov uporabljenih za varovanje pred finančnih tveganjem	43
5.4.2	Analiza zadolženosti podjetij in njihova primerjava glede na uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov	45
5.4.2.1	Preverjanje H1	51
5.4.3	Vpliv geografske diverzifikacije na uporabo valutnih oziroma cenovnih izvedenih finančnih instrumentov	54
5.4.3.1	Preverjanje H2	57
5.4.4	Vpliv lastniške strukture na obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov	59
5.4.4.1	Preverjanje H3	59
5.4.5	Vpliv velikosti podjetja na obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov	62
5.4.5.1	Preverjanje H4	62
5.4.6	Učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014	64
5.4.6.1	Učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred obrestnimi tveganji	64
5.4.6.2	Učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred valutnimi oziroma cenovnimi tveganji	67
5.4.6.3	Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred tveganji, izkazanih v izkazu poslovnega izida.....	68
5.4.6.4	Povzetek učinkov uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014	71
SKLEP.....		73
LITERATURA IN VIRI		76
PRILOGA		

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Prikaz pomembnejših raziskav na področju uporabe izvedenih finančnih instrumentov v ZDA in Evropi.....	27
Tabela 2:	50 največjih slovenskih podjetij v letu 2011 po metodologiji Financ.....	41
Tabela 3:	Razmerje med podjetji, so v obdobju 2009–2014 uporabljala izvedene finančne instrumente in tistimi, ki jih niso	43
Tabela 4:	Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v velikih slovenskih podjetjih v obdobju 2009–2014	44
Tabela 5:	Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v velikih slovenskih podjetjih v po posameznih vrst tveganja v obdobju 2009–2014	45
Tabela 6:	Delež zadolženosti, trend zadolževanja in vrsta zadolženosti podjetij, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente v obdobju 2009–2014 (v %)	46

Tabela 7: Delež zadolženosti podjetij (v %), ki v obdobju 2009–2014 niso uporabljala obrestnih izvedenih finančnih instrumentov	47
Tabela 8: Primerjava zadolženosti podjetij, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente s podjetji, ki jih ne uporabljajo v obdobju 2009–2014	48
Tabela 9: Delež dolgoročne in kratkoročne zadolženosti podjetij, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente v obdobju 2009–2014	49
Tabela 10: Povprečni delež zadolženosti po letih med podjetji, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente	49
Tabela 11: Povprečni delež kratkoročnih virov financiranja po letih med podjetji, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente v obdobju 2009–2014	50
Tabela 12: Povprečni delež dolgoročnih virov financiranja po letih med podjetji, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente v obdobju 2009–2014	50
Tabela 13: Povprečni delež zadolženosti podjetij, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014	51
Tabela 14: Zadolženost podjetij glede na uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov	51
Tabela 15: χ^2 test za preverjanje značilnih razlik med podjetji, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente in med podjetji, ki ne v obdobju 2009–2014 ..	52
Tabela 16: Povprečna kratkoročna, dolgoročna in skupna zadolženost podjetij, ki uporabljajo obrestne izvedene instrumente in ki instrumentov ne uporabljajo, v obdobju 2009–2014	53
Tabela 17: Analiza enakosti varianc in t-test za različne vrste zadolženosti podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente in ki instrumentov ne uporabljajo, v obdobju 2009–2014	54
Tabela 18: Seznam podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za ščitenje pred valutnim in cenovnim tveganjem v obdobju 2009–2014	55
Tabela 19: Geografska razpršenost prodaje podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za ščitenje pred valutnim in/ali cenovnim tveganjem v obdobju 2009–2014 (v %)	56
Tabela 20: Prodaja na tuje trge podjetij, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente v obdobju 2009–2014	57
Tabela 21: Primerjava podjetij, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente z podjetji, ki jih ne, glede na izvozno naravnost, v obdobju 2009–2014	57
Tabela 22: Analiza enakih varianc ali t-test za preverjanje značilnih razlik med podjetji, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente in med podjetji, ki jih ne, v obdobju 2009–2014 glede na delež prodaje na tuje trge	58
Tabela 23: Lastništvo, dejavnost in druge značilnosti podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente.....	60
Tabela 24: Lastništvo glede na uporabo izvedenih finančnih instrumentov za vsa proučevana podjetja v obdobju 2009–2014.....	61
Tabela 25: χ^2 test za preverjanje značilnih razlik glede lastništva in uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014	61

Tabela 26: Višina prihodkov in velikost sredstev vseh proučevanih podjetjih v obdobju 2009–2014	62
Tabela 27: Višina prihodkov in velikost sredstev pri podjetjih, ki niso uporabljala izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014	62
Tabela 28: Višina prihodkov in velikost sredstev pri podjetjih, ki so uporabljala izvedene finančne instrumente v obdobju 2009–2014	63
Tabela 29: Analize variance oziroma t-test za preverjanje značilnih razlik glede velikosti prihodkov in uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014	63
Tabela 30: Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014, izkazanih v izkazu poslovnega izida	64
Tabela 31: Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014 izkazanih v drugem vseobsegajočem donosu.....	66
Tabela 32: Učinki uporabe valutnih in cenovnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014.....	67
Tabela 33: Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014	69
Tabela 34: Povzetek uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014 izkazanih v izkazu poslovnega izida	71
Tabela 35: Povzetek uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014, izkazanih v kapitalu (preko izkaza drugega vseobsegajočega donosa).....	72
Tabela 36: Povzetek uporabe valutnih/cenovnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014 izkazanih v izkazu poslovnega izida	72
Tabela 37: Povzetek uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014 izkazanih v izkazu poslovnega izida	73

KAZALO SLIK

Slika 1: Bruto domači proizvod v tekočih cenah v mio EUR in stopnja realne rasti v % ..	13
Slika 2: Delež izvoza in uvoza v BDP za Slovenijo v obdobju 2009–2014	13
Slika 3: Gibanje izbranih valut v obdobju 2009–2014.....	14
Slika 4: Izbrane cene borznih surovin v obdobju 2009–2014, nominalno, v USD.....	15
Slika 5: Gibanje medbančnih obrestnih mer, 3m in 6m EURIBOR v obdobju 2009–2016	16
Slika 6: Gibanje obrestnih mer monetarnih finančnih institucij – nova posojila nefinančnim družbam v domači valuti za obdobje 2009–2016	16
Slika 7: Vrednost globalnega trga izvedenih finančnih instrumentov letih 2009–2014 v milijardah USD	17
Slika 8: Delež sklenjenih pogodb z izvedenimi finančnimi instrumenti globalno v letih 2009–2014.....	18

UVOD

Splošna definicija tveganja zajema možnost negotovega nastopa pričakovanega dogodka, možnost nastopa drugačnega dogodka, kot smo predvideli, ali pa nastop dogodka ob drugem trenutku, kot smo ga pričakovali (Mramor, 1993, str. 99). Tveganje torej pomeni možnost neugodnega izida situacije. Sprejemanje tveganj je bistvena sestavina procesa, s katerim morajo podjetja upravljati. V poslovnem svetu prevladuje prepričanje, da je prav prevzemanje tveganj gonilo razvoja, zato je razvoj ni mogoč brez prevzemanja tveganja (Knight, 2005, str. 24). Tveganje je povezano z neznanim ob sprejemanju odločitev. Tveganje ni dobro ali slabo (Culp, 2001, str. 8), enostavno jè. Za učinkovito upravljanje s tveganji morajo podjetja znati prepoznati in izmeriti oziroma oceniti tveganje, da lahko določijo cilje politike upravljanja s tveganji in oblikujejo strategijo za njihovo doseganje. Zaradi majhnosti Slovenije in usmerjenosti v izvoz je to za slovenska podjetja še posebej pomembno področje.

Aktivno upravljanje tveganj postaja sestavni del procesa upravljanja: finančna tveganja so le ena izmed mnogih, ki jih je treba obvladovati. V grobem lahko rečemo, da so finančna tveganja tista, ki nastajajo s finančnimi transakcijami in imajo pomemben vpliv na poslovanje podjetja. To lahko vpliva na konkurenčnost in odzivnost podjetja, sposobnost uresničevanja strateških ciljev, boljši nadzor stroškov, višino dobička, predvidljivost denarnih tokov ter na vrednost podjetja.

Moderna finančna teorija loči predvsem štiri glavne načine upravljanja s tveganji (Loderer & Pichler, 2000, str. 320): diverzifikacijo poslovanja podjetja, zavarovanje tveganj s pomočjo zavarovalnih pogodb, izvedene finančne instrumente in hibridne finančne instrumente.

Upravljanje s finančnimi tveganji s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov se bistveno loči od klasičnega zavarovalništva in diverzifikacije poslovanja. Podjetje lahko za različne namene uporablja različne vrste izvedenih finančnih instrumentov. Ena od bistvenih značilnosti izvedenih finančnih instrumentov je, da gre za instrumente, katerih vrednost je odvisna od vrednosti osnovnega instrumenta – to so lahko cena delnice, indeks, valutni tečaj, obrestna mera ali cena blaga, s katerim se trguje na borzah ipd. Izvedeni finančni instrumenti podjetjem omogočajo, da upravljajo s finančnimi tveganji na učinkovit način.

Na splošno prevladuje o izvedenih finančnih instrumentih slabo mnenje, saj so velikokrat povezani z velikimi finančnimi izgubami in odmevnimi zgodbami. Pogosto se izvedene finančne instrumente šteje kot možen razlog za ogromne finančne izgube v zadnjih letih. Predvsem zadnja velika gospodarska kriza, ki se je začela v letu 2008, je spet izpostavila izvedene finančne instrumente v negativni luči – splošno mnenje je bilo, da so uporabni le za špekulacije, čeprav je njihov glavni namen učinkovito varovanje pred tveganji. Vrsta spektakularnih izgub in javna obravnava politik upravljanja s tveganji sta zahtevali tudi

prilagoditev računovodskih standardov in ustrezna razkritja v letnih poročilih.

Cilj politike upravljanja s tveganji v nefinančnem podjetju je uravnavanje bodočih denarnih tokov oziroma prihodkov in ne rast vrednosti sredstev, s katerimi upravlja, kot je to v primeru finančnega podjetja. Finančnik podjetja stremi k uravnavanju denarnih tokov podjetja (angl. *cash-flow hedge*), medtem ko je upravljalec premoženja v finančnem podjetju odgovoren za varovanje vrednosti vrednostnih papirjev (angl. *fair value hedge*). Izvedene finančne instrumente uporabljajo podjetja za znižanje predvsem treh vrst izpostavljenosti finančnemu tveganju: valutnemu, obrestnemu in sprememb cen blaga.

Po empiričnih raziskavah (Guay & Kothari, 2003, str. 423; Allayannis & Ofek, 2001, str. 292) so uporabniki izvedenih finančnih instrumentov predvsem večja podjetja, saj je upravljanje s tveganji povezano z relativno visokimi fiksnimi stroški in ustreznim specializiranim znanjem. Guay in Kothari (2003, str. 423) sta ugotovila, da je uporaba izvedenih finančnih instrumentov pozitivno povezana z geografsko diverzifikacijo poslovanja, kar je posledica intenzivnejšega ščitenja valutnega tveganja, ki izhaja iz mednarodnega poslovanja.

Slovenske raziskave kažejo, da je uporaba izvedenih finančnih instrumentov v zadnjem času sicer razširjena, vendar precej zaostaja za uporabo izvedenih finančnih instrumentov v tujini (Berk, 2005, str. 75; Berk, 2010, str. 6; Skočir, 2011, str. 1; Ravšelj, 2015, str. 73). V omenjenih raziskavah Berka in Skočirja, katerih podlaga so bili poslani vprašalniki, prevladuje varovanje valutne izpostavljenosti, Ravšelj pa v svoji analizi letnih poročil izbranih podjetij v letih 2007, 2010 in 2013 ugotavlja, da prevladuje oziroma je v ospredju varovanje pred obrestnimi tveganji.

Namen pričujočega magistrskega dela je prispevati k empiričnim spoznanjem o učinkih izvedenih finančnih instrumentov v največjih slovenskih podjetjih v zadnjem obdobju, opozoriti na visoko pomembnost celovitega obvladovanja finančnih tveganj, kar velja še zlasti v času gospodarske krize, nadalje predstaviti vrste finančnih tveganj, njihovo obvladovanje, instrumente, ki so podjetjem na razpolago za učinkovito obvladovanje tveganj, razumevanje vrednotenja in izkazovanja učinkov v računovodskih izkazih podjetja ter analizirati učinke uporabe izvedenih finančnih instrumentov v velikih slovenskih podjetjih v obdobju od 2009 do 2014, ki ga je zaznamovala predvsem gospodarska recesija.

V magistrskem delu preverjamo naslednja raziskovalna vprašanja:

- Na primeru slovenskih velikih podjetij v obdobju 2009–2014 želimo ugotoviti obseg in vrsto izvedenih finančnih instrumentov.
- Ali velikost oziroma vrsta zadolževanja vpliva na uporabo izvedenih obrestnih finančnih instrumentov?
- Ali geografska diverzifikacija vpliva na večjo uporabo izvedenih finančnih

instrumentov?

- Ali lastniška struktura vpliva na obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov?
- Ali velikost podjetja vpliva na uporabo izvedenih finančnih instrumentov?
- Kakšni so vrednostni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v preučevanem obdobju, ki so izkazani v letnih poročilih?

Poleg analize in pregleda izbranih letnih poročilih je cilj opozoriti tudi na kvalitativne vidike (ne)uporabe izvedenih finančnih instrumentov v primerih, ko podjetje izkazuje eno od treh osnovnih vrst izpostavljenosti finančnih tveganjem, ki so predmet analize.

V magistrskem delu je uporabljeno več znanstveno-raziskovalnih metod. Prvi del magistrskega dela je zastavljen kot teoretična opredelitev finančnega tveganja in vrst finančnih tveganj, opis makroekonomskega okolja in finančnih trgov, pregled vrst izvedenih finančnih instrumentov, način merjenja vrednosti izvedenih finančnih instrumentov in pregleda dosedanjih raziskav, v drugem delu pa sledi empirična analiza uporabe izvedenih finančnih instrumentov v največjih slovenskih podjetjih.

Prvi del temelji na analitično-teoretičnem pregledu domače in tuje znanstvene literature s področja uporabe izvedenih finančnih instrumentov, v okviru katere bodo predstavljeni rezultati predhodnih raziskav s tega področja.

V drugem delu so analizirani učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov in vpliv na poslovanje v 50 največjih podjetjih v Sloveniji. Največja slovenska podjetja po bila izbrana po metodologiji časnika Finance na podlagi podatkov analitsko-bonitetne družbe Bisnode in samih podjetij. Podjetja so bila razvrščena z upoštevanjem šestih kategorij poslovanja, s tremi kategorijami toka in tremi stanja: z vrednostjo prihodkov od prodaje, vrednostjo čistega dobička, vrednostjo kosmatega donosa iz poslovanja, vrednostjo lastniškega kapitala, sredstev in števila zaposlenih. Največja slovenska podjetja so bila izbrana ne glede na lastniško strukturo ali izvozno usmerjenost, saj kot največja podjetja pomembno vplivajo na uspešnost slovenskega gospodarstva kot celote, prav tako pa imajo velik neposreden ali posreden vpliv na druga podjetja oziroma sektorje.

Viri podatkov so letna poročila. Vzorec predstavlja 50 največjih slovenskih podjetij. Merilo obsega poročanja je oblikovano na podlagi metodologije vsebinske analize. Najprej so opredeljeni osnovni indikatorji izpostavljenosti finančnim vrstam tveganja, v drugem koraku so opredeljene spremenljivke, s katerimi so primerjani vrednostni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov, v zadnjem delu pa je določen skupni rezultat kot seštevek vseh vrednosti po področjih. Hipoteze so statistično obdelane s programom SPSS z analizo variance, t-testom in χ^2 -testom v primeru dihotomih spremenljivk.

Prvo poglavje se nanaša na opredelitev finančnega tveganja in vrste finančnih tveganj. Temu sledi opredelitev makroekonomskega okolja med letoma 2009 in 2014. V tretjem poglavju

so predstavljeni izvedeni finančni instrumenti, njihove značilnosti ter njihova vloga oziroma uporaba. V četrtem poglavju gre za merjenje vrednosti in vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov ter njihovo izkazovanje v računovodskih izkazih. V zadnjem delu analiziramo učinke uporabe izvedenih finančnih instrumentov in njihovo (ne)učinkovito varovanje pred tveganji v praksi na vzorcu petdesetih največjih slovenskih podjetij v obdobju 2009–2014.

1 FINANČNO TVEGANJE IN VRSTE FINANČNIH TVEGANJ

Vsak udeleženec gospodarske aktivnosti, ki jo zaznamuje negotovost, ustrezno prilagodi svoje ravnanje. Ravnanje udeležencev gospodarskih aktivnosti je različno – odvisno je od njihovega pogleda na tveganja in ocene tveganj, ki so jim ali jim še bodo izpostavljeni. Nekateri se poskušajo pred tveganji varovati, drugi pa gledajo nanje kot na svojo priložnost. Tveganje je lahko gonilna sila, ki sili udeležence k iskanju novih načinov za zmanjševanje tveganj, kar se kaže v iskanju novih poti ter novih načinov razmišljanja in delovanja posameznikov (Odar, 2003, str. 62).

Velik premik na področju obvladovanja tveganj so povzročile inovacije na finančnih trgih v sedemdesetih, osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja, ki so prinesle relativno zapletene, vendar bolj pregledne načine obvladovanja predvsem finančnega tveganja, ki ustrezajo potrebam posameznih udeležencev. Najpogosteje uporabljeni instrumenti za obvladovanje finančnega tveganja so terminski posli (angl. *forward contracts*), terminske pogodbe (angl. *futures contracts*), opcije (angl. *options*), posli zamenjave (angl. *swaps*) in drugi finančni instrumenti kot so eksotične opcije, nakupni boni, naložbeni certifikati, pogodbe na razliko ipd.

Osnovna pogoja za vsako finančno odločitev o obvladovanju finančnih tveganj ter osnova politike, strategije in taktike tega obvladovanja sta poznavanje poslovnih tveganj in natančno opredeljevanje finančnih tveganj, ki jim je podjetje izpostavljeno. Vsa poslovna tveganja imajo finančne posledice, zato lahko trdimo, da so vsa poslovna tveganja vsaj posredno finančna (Peterlin, 2005, str. 18).

Če ne zaznamo tveganja, ne moremo ukrepati. Škoda, če izgubimo, je večja od koristi, če pridobimo, zato ljudje praviloma nismo naklonjeni tveganju. Obnašanje podjetja in sprejemanje poslovnih odločitev sta odvisna od odnosa odgovornih oseb do sprejemanja tveganj.

1.1 Pojem finančnega tveganja

Finančno tveganje je le eno izmed tveganj, s katerimi se podjetje srečuje pri poslovanju. V splošnem se podjetja srečujejo s štirimi vrstami tveganja: tržnim, operativnim, strateškim in finančnim. Tveganja, katerim je podjetje izpostavljeno, ter upravljanje s tveganji obravnava Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju

(Ur.l. RS, št. 13/2014 – UPB, 10/2015 popr., 27/2016, 31/2016 Odl.US: U-I-57/15-13, 38/2016 Odl.US: U-I-179/15-8, v nadaljevanju ZFPPIPP), ki v 30. členu opredeljuje kako in kdo s tveganji upravlja:

1. Upravljanje tveganj zajema ugotavljanje, merjenje oziroma ocenjevanje, obvladovanje in spremljanje tveganj vključno s poročanjem o tveganjih, ki jim je ali bi jim lahko bila družba izpostavljena pri svojem poslovanju.
2. Poslovodstvo mora zagotoviti, da družba redno izvaja ukrepe upravljanja tveganj iz 31. (upravljanje likvidnostnega tveganja) in 32. (spremljanje in zagotavljanje kapitalske ustreznosti) člena tega zakona ter druge ukrepe upravljanja tveganj, ki so po pravilih poslovno-finančne stroke potrebni in primerni glede na vrsto in obseg poslov, ki jih družba opravlja.
3. Poslovodstvo mora pri izpolnjevanju svojih obveznosti iz drugega odstavka tega člena upoštevati vsa tveganja, ki jim je ali bi jim lahko bila družba izpostavljena pri svojem poslovanju in vključujejo zlasti kreditno tveganje, tržno tveganje, operativno tveganje in ter likvidnostno tveganje.

Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju v nadaljevanju 30. člena opredeljuje tudi vrsto tveganj:

1. Kreditno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi neizpolnitve obveznosti dolžnika do družbe.
2. Tržno tveganje je tveganje nastanka izgub zaradi spremembe cen blaga, valut ali finančnih instrumentov ali spremembe obrestnih mer.
3. Operativno tveganje je tveganje nastanka izgube skupaj s pravnim tveganjem zaradi:
 - neustreznosti ali nepravilnega izvajanja notranjih postopkov;
 - drugega nepravilnega ravnanja ljudi, ki spadajo v notranje poslovno področje družbe;
 - neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki spadajo v notranjo poslovno področje družbe ali
 - zaradi zunanjih dogodkov ali dejanj.
4. Likvidnostno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi kratkoročne plačilne nesposobnosti.

Skupna lastnost finančnega tveganja je, da je sedanja vrednost prihodnjega denarnega toka negotova. Čeprav so načela financiranja zelo jasna in je za vrednotenje denarnega toka razvitih veliko modelov, ne moremo na enoten način določiti denarnih tokov, v katere bi lahko vsi lahko zaupali (Berk, Peterlin, & Ribarič, 2005, str. 198).

Poznavanje tveganj v poslovanju podjetja in njihova natančna opredelitev ključnega pomena za finančne odločitve. Nепrestane spremembe v okolju in povečevanje različnih vrst tveganj povzročajo, da so v podjetjih na to bolj pozorni, hkrati pa podjetja zavestno prevzemajo del tveganja, saj se tveganju v popolnosti ne da izogniti. Strategija sprejemanja tveganja mora

biti v skladu z usmeritvami lastnikov.

1.2 Vrste finančnih tveganj

Finančna tveganja lahko razvrstimo v tri zaokrožene skupine (Peterlin, 2005, str. 26):

- finančna tveganja, pri katerih na dejavnike tveganja ne moremo vplivati so vplivi trga ali okolja. S finančnega vidika dajemo največji poudarek obrestni meri, deviznemu tečaju in spremembam cen: pri obvladovanju teh tveganj se moramo zavedati tudi nezmožnosti vpliva na našete dejavnike. Na podlagi gibanj v preteklosti lahko le ocenimo spremembe v prihodnosti. Gre za pretežno cenovna tveganja, saj cene določa trg glede na razpoložljivost in donosnost sredstev.
- Finančna tveganja, pri katerih na dejavnike tveganja lahko vplivamo, so zgolj posledica naših odločitev (o investiranju, izbiri trgov, višini in vrsti zadolževanja, izbiri valut).
- Finančna tveganja pri varovanju izpostavljenosti finančnim tveganjem so tveganja napačne ocenitve tveganja, nepravilne izbire varovane postavke, neprimerne izbire orodij za varovanje pred tveganjem ali napačne ocene obdobja, v katerem smo se odločili za varovanje. Te napake povzročijo večjo škodo kot bi nastala, če se pred tveganjem sploh ne bi varovali in jih je težko ocenjevati.

1.2.1 Kreditno tveganje (tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke)

Kreditno tveganje nastane v dveh primerih (Ribnikar, 1994, str. 209):

- ko kupec ob dospelosti terjatve ne more poravnati svojega dolga;
- ko komitent pri najemu kredita ne more plačati obresti oziroma glavnice.

Pri dajanju posojil mora posojilodajalec upoštevati temeljna načela. To so načelo likvidnosti, varnosti in donosnosti ter vsa zakonska določila. Posojilodajalec presoja boniteto fizičnih in pravnih oseb ter se na podlagi njihovega finančnega stanja in ocene tveganja odloči o odobritvi kredita in njegovi višini. Politika, ki temelji na varnosti naložb in upošteva lasten likvidnostni položaj ter zagotavlja donosnost poslovanja, je učinkovita. Na osnovi trenutne bonitete in ugotovitve gibanja poslovanja v primerjavi s preteklimi obdobji lahko izoblikujemo informacije o stanju podjetja v prihodnosti, kar pomeni, da izdelamo načrt poslovanja, v katerem lahko predvidimo vračanje posojila (Peterlin, 2005, str. 28).

Kreditno tveganje je pomembno finančno tveganje, saj poleg neplačila tvegamo tudi neizpolnitev drugih nefinančnih obveznosti, ki so pomembne za poslovanje podjetja, na primer zamudo pri dobavi blaga, nekakovostno ali nepravočasno opravljeno storitev in podobno, kar lahko posredno povzroči oslabitev sredstev ali okrepitev dolgov.

Ločimo (Berk et al., 2005, str. 207–208):

- kreditno tveganje, ki pomeni tveganja neplačila finančnih obveznosti, kot posledico plačilne nesposobnosti nasprotne stranke;
- tveganje finančne nediscipline, kjer se nasprotna stranka sama odloči, da ne bo poravnala obveznosti, čeprav je likvidna;
- tveganje neizpolnitve nadenarnih obveznosti, kjer gre za poravnavo obveznosti, ki niso v denarni obliki.

1.2.2 Likvidnostno tveganje

Likvidnost podjetja pomeni sposobnost poravnati zapadle obveznosti v roku in je pogoj za plačilno sposobnost podjetja. O likvidnostnem tveganju govorimo, ko se zaradi tveganj v poslovnem procesu spremeni razmerje med dolгови in terjatvami podjetja (Berk et al., 2005, str. 200–201). Likvidnostno tveganje je tveganje neusklajenosti na aktivni in pasivni strani bilance stanja, to je različne dospelosti sredstev in obveznosti do virov sredstev v podjetju, kar lahko povzroči težave s plačilno sposobnostjo podjetja.

1.2.3 Tveganje spremembe obrestne mere ali obrestno tveganje

Obrestno tveganje je posledica neugodne spremembe obrestne mere v prihodnosti. Če podjetje nastopa kot posojilojemalec, je lahko dvig obrestne mere neugoden, saj se stroški financiranja povišajo. Če podjetje nastopa kot posojilodajalec, je neugodno znižanje obrestne mere, saj znižuje finančne prihodke. Pri obrestnem tveganju ne gre za nevarnost, da posojilodajalec ne bi prejel plačila obresti, ampak za nevarnost, da bi bila pogodbeni obrestna mera drugačne od tržne. Obrestne mere se na denarnih trgih nenehno spreminjajo in so rezultat ponudbe in povpraševanja ter drugih makroekonomskih spremenljivk, kot so monetarna politika države in tržna pričakovanja.

Podjetje se lahko financira s kapitalom ali dolgom oziroma z izposojenimi viri. Cena kapitala je navadno višja, zato se podjetja pogosto zadolžujejo, da bi lahko realizirala projekte, katerih donosnost je višja od zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala, cena pa nižja od zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala. Podjetje na ta način izkorišča finančni vzvod. Financiranje z dolgom pomeni, da postane podjetje občutljivo na obrestno tveganje. Obrestno tveganje obstaja, če se podjetje zadolži po stalni pogodbeni obrestni meri, tržna obrestna mera pa se zniža. Če se podjetje zadolži po spremenljivi obrestni meri, tvega, da bo pogodbeni obrestna mera narasla, s čimer bo povišala stroške in posledično bo ogrožena donosnost investicije. Ko tveganje prepoznamo, ga je treba ovrednotiti in določiti vplive tako obrestnega tveganja kot vplive obvladovanja teh tveganj (Stephens, 2002, str. 15). Obrestno tveganje predstavlja eno večjih tveganj v poslovanju podjetij.

Obrestne mere se na denarnih trgih nenehno spreminjajo, in sicer kot posledica makroekonomskih sprememb, tržne ponudbe in povpraševanja po denarju, izhodiščnih obrestnih mer centralne banke za posojila bankam, instrumentov denarne politike, stopnje

mednarodne mobilnosti kapitala ter drugih sprememb. Višina obrestnih mer je občutljiva na tržna pričakovanja. Teorijo pričakovanj, po kateri naj bi bile obrestne mere nekega obdobja enake geometrijskemu povprečju obrestnih mer v posameznih letih, dopolnjuje teorija likvidnostne preference, ki opredeljuje razliko med obrestno mero za posojila različnih ročnosti. Če podjetje nima terminsko usklajenih finančnih naložb z viri, je izpostavljeno obrestnemu tveganju (Berk et al., 2005, str. 205). Tako so obrestnemu tveganju izpostavljena podjetja, ki se nahajajo v vlogi posojilodajalca oziroma investitorja, ki denarna sredstva nalagajo, ali podjetja, ki so v vlogi posojilojemalca, ki si denarna sredstva izposodijo.

Obrestna mera, ki je cena za dolgove, vpliva na povprečno ceno virov financiranja. Z dvigom splošne ravni obrestnih mer se posledično poveča tudi zahtevana stopnja donosa kapitala, saj lastniki zahtevajo višji donos za tveganje, ki ga prevzemajo kot investitorji. Podjetja imajo različno razmerje med kapitalom in izposojenimi viri – finančni vzvod. Podjetje z visokim finančnim vzvodom je zelo izpostavljeno obrestnemu tveganju, saj lahko sprememba obrestne mere na trgu ogrozi uspešnost in celo obstoj podjetja. Zato je obvladovanje obrestnega tveganja še posebej pomembno v podjetjih, ki imajo visok finančni vzvod. Podjetja, ki izkoriščajo finančni vzvod, lahko dosegajo višji donos na vloženi lastni kapital (angl. *Return on Investment, ROE*), vendar so tudi bolj občutljiva na spremembe, kar velja še zlasti v primeru, če poslujejo z izgubo. Večji odhodki financiranja pomenijo večjo izgubo. Zaradi večjega tveganja vlagatelji (lastniki in posojilodajalci) navadno zahtevajo višjo stopnjo donosa na vloženi kapital in dana posojila (Brigham, Gapenski, & Daves, 1999, str. 68).

1.2.4 Tveganje spremembe deviznega tečaja ali valutno tveganje

Valutno tveganje je eno najbolj spremenljivih med vsemi tveganji, saj so bili devizni tečaji v preteklosti zelo spremenljivi in pogosto se je vrednost ene valute v razmerju do druge drastično spremenila. Valutno tveganje je najtežje merljivo in napovedljivo (Stephens, 2002, str. 1).

Valutno tveganje ni v celoti znano vnaprej, saj lahko le predvidevamo spremembe vrednosti ene valute v primerjavi z drugo (Peterlin, 2005, str. 29). Devizni tečaj je razmerje med vrednostjo dveh valut. Valutno tveganje nastaja tako pri izvozu kot uvozu. Pri izvozu predstavlja tveganje, da se bo pri sklenitvi posla ob plačilu tečaj znižal, kar ne zagotavlja več donosnosti izvoznega posla. Obratno se uvozniki srečujejo z valutnim tveganjem, če se po uvoznem poslu tečaj poviša toliko, da ob plačilu ne zagotavlja več donosnosti uvoznega posla. Izvoznik se lahko pred valutnim tveganjem ob znižanju tečaja zavaruje s terminsko prodajo tuje valute, uvoznik pa lahko za zavarovanje za višji tečaj uporabi terminski nakup tuje valute.

Valutna tveganja lahko nastopijo tudi pri financiranju poslovanja. Če se podjetje zadolžuje

v tuji valuti, je izpostavljeno rasti vrednosti tuje valute, če pa denar nalaga v tujo valuto, je izpostavljeno tveganju padca njene vrednosti.

Valutno tveganje ne pomeni le spremembe tečaja posamezne valute, ampak predstavlja tudi tveganje spremembe medsebojnega gibanja valut oziroma korelacije med dvema valutama. Valutno tveganje predstavljata tudi devalvacija ali revalvacija, ko monetarna oblast ne more več vzdržati tržnih pritiskov. Pri odločanju, na katere trge bo podjetje vstopalo in v kateri valuti se bo poslovalo, mora podjetje preučiti vse informacije o nestanovitnosti valute. Bolj ko je valuta nestanovitna, večjo nevarnost spremembe vrednosti sredstev in dolgov podjetja predstavlja in večji je vpliv na poslovne rezultate podjetja (Berk et al., 2005, str. 200–201).

1.2.5 Tveganje spremembe cen surovine

Tveganje spremembe cene surovin se uvršča podobno kot valutno tveganje med cenovna tveganja. Tveganje spremembe cen surovin opredelimo kot tveganje oziroma nevarnost neugodnega ali škodljivega gibanja (spremembe) določene surovine (na primer nafte, bakra, kave, aluminija idr.), kar izvira iz odnosa med ponudbo in povpraševanjem po surovinah, s katerimi se trguje globalno (Berk, 2006, str. 115).

1.3 Izpostavljenost finančnemu tveganju

Izpostavljenost podjetja finančnim tveganjem pomeni, da lahko pride do spremembe izpostavljene postavke zaradi vpliva dejavnikov tveganja iz okolja, na katere nimamo vpliva, zato je pomembno, da podjetje pozna dejavnike tveganja in se na spremembe ustrezno odzove.

Stephens deli proces obvladovanja tveganja na dva dela (Stephens, 2002, str. 122):

- analiza tveganj:
 - smer gibanja vrednosti varovane postavke;
 - ovrednotenje tveganja;
 - trajanje tveganja;
 - periodičnost tveganja;
 - podlaga, na katero je vezano tveganje (EURIBOR, LIBOR ...),
- izbira ustreznega instrumenta za varovanja tveganj.

Peterlin (2005, str. 43) opredeljuje izpostavljenost finančnim tveganjem kot občutljivost podjetja na nevarnosti, ki jih lahko povzročijo finančna tveganja. Dejavniki tveganja lahko povzročijo, da so obstoječa in načrtovana sredstva ter dolgovi izpostavljeni spremembam poštene vrednosti. Podjetje je lahko izpostavljeno tveganju spremembe deviznega tečaja, obrestne mere in cen surovin ter tudi cen konkurence.

Najpomembnejši dejavnik odločanja o financiranju je čas, zato je pomembno obvladovati razliko v dospelosti posameznih sredstev in obveznosti. Podjetje pri izpostavljenosti finančnemu tveganju tvega spremembo izpostavljene postavke zaradi vpliva dejavnikov tveganja iz okolja, ki jih mora znati prepoznavati. Podjetje je lahko izpostavljeno različnim finančnim tveganjem, pri čemer je razmik dospelosti oziroma čas zelo pomemben dejavnik pri odločanju o financiranju podjetja.

Podjetja, ki imajo sisteme obvladovanja tveganj, imajo obveznosti razvrščene po posameznih valutah in vrstah ter višinah obrestnih mer. Vsem razmejitevam je treba dodati časovno komponento, torej je treba dolgove in terjatve razmejiti po zapadlosti v plačilo, s čimer pa ugotovimo bruto izpostavljenost za vsak vidik posebej (Berk et al., 2005, str. 215).

Sredstva, dolgovi in kapital podjetja so izpostavljeni finančnim tveganjem na tri načine:

- skozi transakcijsko izpostavljenost;
- s translacijsko oziroma bilančno izpostavljenostjo in
- ekonomsko oziroma operativno (poslovno) izpostavljenostjo.

1.3.1 Transakcijska izpostavljenost

Transakcijska izpostavljenost finančnim tveganjem je odsev pogodbenih razmerij med strankami ali dogovori od trenutka nastanka obveznosti ali terjatve do trenutka njene poravnave oziroma prenehanja. Prevrednotenja sredstev in dolgov podjetja zaradi transakcijske izpostavljenosti vrednotimo kumulativno od sklenitve do izvedbe oziroma prenehanja dogovora (Peterlin, 2005, str. 44). Vsaka transakcija, ki vodi v priliv ali odliv v tuji valuti, pomeni spremembo denarnih tokov na podlagi transakcijske izpostavljenosti (Sandler, 2001).

Transakcijska izpostavljenost se nanaša na tveganje izgube v primeru spremembe tečaja v času od pogodbene cene pa do dejanskega plačila ali izplačila, določenega v valutah, ki se razlikujejo od valute, v kateri podjetje izkazuje svoja sredstva in obveznosti. Vsako podjetje, ki je vključeno v mednarodno menjavo, je izpostavljeno takemu tveganju (Zbašnik, 2001, str. 140).

Transakcijska izpostavljenost valutnemu tveganju pomeni nevarnost nastanka tečajnih razlik pri tekočem poslovanju, ki je vezano na tuje valute. Tečajne razlike nastanejo, ker se spremeni vrednost tečaja od datuma prodaje ali nakupa pa do plačila. Transakcijska izpostavljenost pomeni potencialno spremembo vrednosti neplačanih terjatev in obveznosti, za katere velja, da bodo poravnane šele po spremembi deviznega tečaja.

Transakcijska izpostavljenost obrestnemu tveganju pomeni, da bodo terjatve in obveznosti,

ki se vezane na obrestno mero, v času do dospelja izpostavljene spremembi tržne obrestne mere, ki se ves čas spreminja. Transakcijska izpostavljenost je enaka razliki med obrestno mero, ki je veljala ob sklenitvi pogodbe in tržno obrestno mero, ki je podlaga za obračun obresti, če se je podjetje zadolžilo po spremenljivi obrestni meri. Če pa se je podjetje zadolžilo po stalni obrestni meri, je transakcijska izpostavljenost enaka višini oportunitetnih stroškov (stroškov izgubljene alternative), ki pomeni razliko v obrestih po stalni obrestni meri in spremenljivi obrestni meri.

1.3.2 Translacijska ali bilančna izpostavljenost

Translacijsko izpostavljenost, ki je povezana z vrednotenjem v računovodskih izkazih, imenujemo tudi bilančna izpostavljenost finančnim tveganjem (Sandler, 2001). Translacijska izpostavljenost vpliva na finančni tok, ki se ob zaključku obračunskega obdobja pokaže v bilanci stanja kot razlika v vrednotenju postavk sredstev in obveznosti do virov sredstev.

Translacijska izpostavljenost valutnemu tveganju se izkaže v prevrednotenju sredstev in obveznosti do virov sredstev, izraženih v tuji valuti, ki se kaže v prevrednotovalnih prihodkih in odhodkih ter vpliva na poslovni izid.

Translacijska izpostavljenost obrestnemu tveganju pomeni spremembo sedanje neto vrednosti sredstev in obveznosti do virov sredstev, če se spremeni obrestna mera na trgu. Podjetje je vredno več, če se obrestne mere znižajo in manj, če se obrestne mere zvišajo. Tržna obrestna mera vpliva na zahtevano stopnjo donosa, s katero diskontiramo bodoče prejeme in izdatke – nižja kot je zahtevana stopnja donosa, višja je sedanja vrednost bodočih denarnih tokov.

1.3.3 Ekonomska izpostavljenost

Globalizacija je prispevala k večji konkurenčnosti na trgu preko odpravljanja nepopolnosti in omejitev na trgu kapitala, s tem pa se je povečal pomen ekonomske izpostavljenosti. Eitman, Stonehill in Moffett (2000, str. 150) pravijo, da je ekonomska izpostavljenost mogoče označiti kot poslovno ali konkurenčno izpostavljenost. Ekonomska izpostavljenost valutnemu tveganju je nevarnost nepredvidene spremembe v pričakovani neto sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki bi bila lahko posledica spremembe deviznih tečajev tujih valut, saj vrednost prihodnjega denarnega toka, ki ga ne moremo predvideti, neposredno vpliva na tržno vrednost podjetja (Peterlin, 2005, str. 46).

Prihodnji denarni tok lahko temelji na pogodbenih obveznostih ali pričakovanih transakcijah, zato je transakcijska izpostavljenost del ekonomske izpostavljenosti. Transakcijska izpostavljenost namreč vključuje prihodnje denarne tokove v tuji valuti na podlagi pogodbenih obveznosti, ki se lahko pokažejo kot bilančne (sredstva ali obveznosti do virov sredstev) ali izvenbilančne transakcije (neizpolnjene pogodbe oziroma pričakovani

denarni tok).

Drugi del ekonomske izpostavljenosti predstavlja operativna izpostavljenost, ki temelji na denarnem toku od pričakovanih transakcij in jo lahko razdelimo v dve skupini, in sicer na izpostavljenost pričakovanih transakcij, ki jih lahko ugotovimo ter na prihodnje denarne tokove, ki jih ne moremo predvideti oziroma na konkurenčno izpostavljenost. Lahko trgujemo z blagom, katerega cena postane precej bolj spremenljiva, kar lahko pozitivno ali negativno vpliva na našo konkurenčnost. Konkurenčna prednost je lahko odvisna tudi od razmerja med tečajem domače in tuje valute. Podjetje lahko izvažna na trge, kjer je nihanje domače valute bolj izrazito in imajo domači dobavitelji v primeru rasti tečaja večjo konkurenčno prednost, na katero nimamo vpliva (Bodnar & Gebhardt, 1998, str. 165).

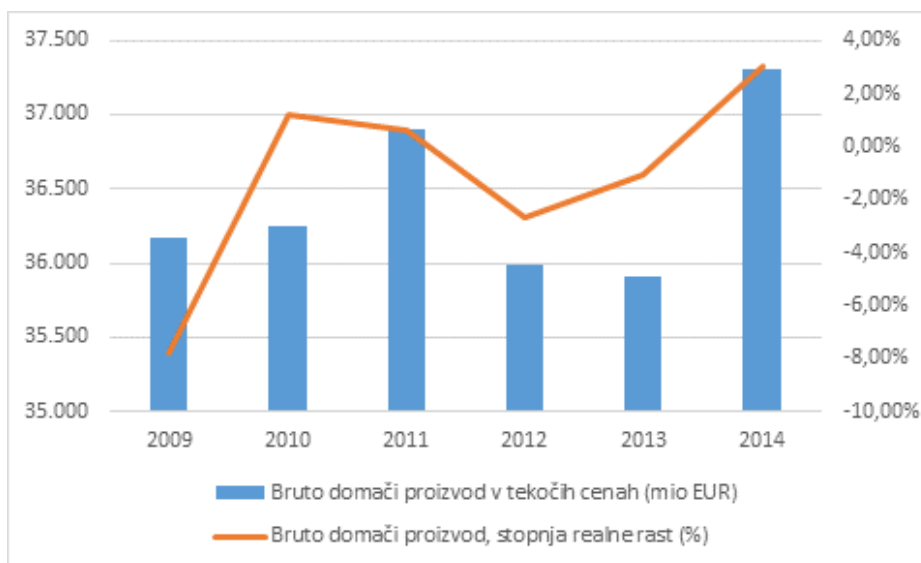
Vse tri vrste izpostavljenosti so med seboj povezane. Če obvladujemo transakcijsko izpostavljenost, lahko obvladujemo translacijsko in ekonomsko izpostavljenost.

2 MAKROEKONOMSKO OKOLJE IN FINANČNI TRGI V OBDOBJU 2009–2014

Analiza učinkov uporabe izvedenih finančnih instrumentov mora biti predstavljena v kontekstu makroekonomskega okolja in razmer na finančnih trgih. Spremembe teh značilnosti imajo pomemben vpliv na povpraševanje po izvedenih finančnih instrumentih, strategije v podjetjih in uporabo izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred tveganji.

Bruto domači proizvod (v nadaljevanju BDP) je temeljno merilo ekonomske aktivnosti nekega gospodarstva. Stopnjo rasti obsega BDP imenujemo gospodarska rast; ta je najpogosteje uporabljen kazalnik v nacionalnih računih. Slika 1 prikazuje višino in rast BDP-ja v Sloveniji v obdobju 2009–2014. Leta 2009 je BDP znašal 36.166 EUR in leta 2014 37.303 EUR, kar pomeni 3,14 % povečanje BDP-ja v celotnem obdobju. V letu 2009 je bila gospodarska rast negativna v višini 7,80 %, v letu 2010 in 2011 je bilo možno zaznati rahlo rast (1,20 % v letu 2010, 0,60 % v letu 2012). Leto 2012 in 2013 je zaznamovala negativna gospodarska rast (–2,70 % v letu 2012 in –1,10 % v letu 2013). Za leto 2014 je značilno okrevanje gospodarstva, saj je bila rast kar 3 %.

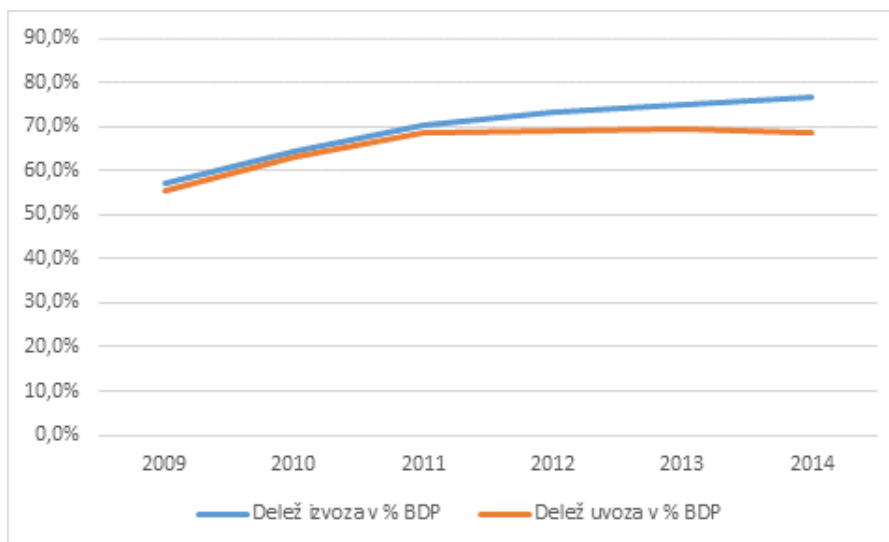
Slika 1: Bruto domači proizvod v tekočih cenah v mio EUR in stopnja realne rasti v %



Vir: Statistični urad Republike Slovenije, Bruto domači proizvod, 2016.

Velika večina slovenskih podjetij je izvozno usmerjena, kar je posledica majhnosti slovenskega trga. Izvozna usmerjenost prinaša podjetjem dodatna tveganja. Na Sliki 2 prikazujemo delež izvoza in uvoza kot odstotek BDP-ja Slovenije v obdobju 2009–2014.

Slika 2: Delež izvoza in uvoza v % BDP-ja za Slovenijo v obdobju 2009–2014



Vir: Eurostat, International Trade, 2016.

Delež izvoza je v letu 2009 znašal 57,2 %, v letu 2014 pa 76,5 %. Delež uvoza je v letu 2009 znašal 55,4 % in v letu 2014 68,7 %. Delež izvoza v obdobju 2009–2014 je naraščal hitreje kot delež uvoza, sicer pa oba deleža še vedno naraščata.

Povečevanje izvoznih in uvoznih aktivnosti pomeni tveganje spremenljivosti deviznih tečajev, ki jih morajo podjetja, ki veliko izvažajo in uvažajo, upoštevati. Slika 3 prikazuje spremenljivost deviznih tečajev valut, ki so bile v obdobju 2009–2014 najbolj pomembne in s katerimi poslujejo slovenska podjetja.

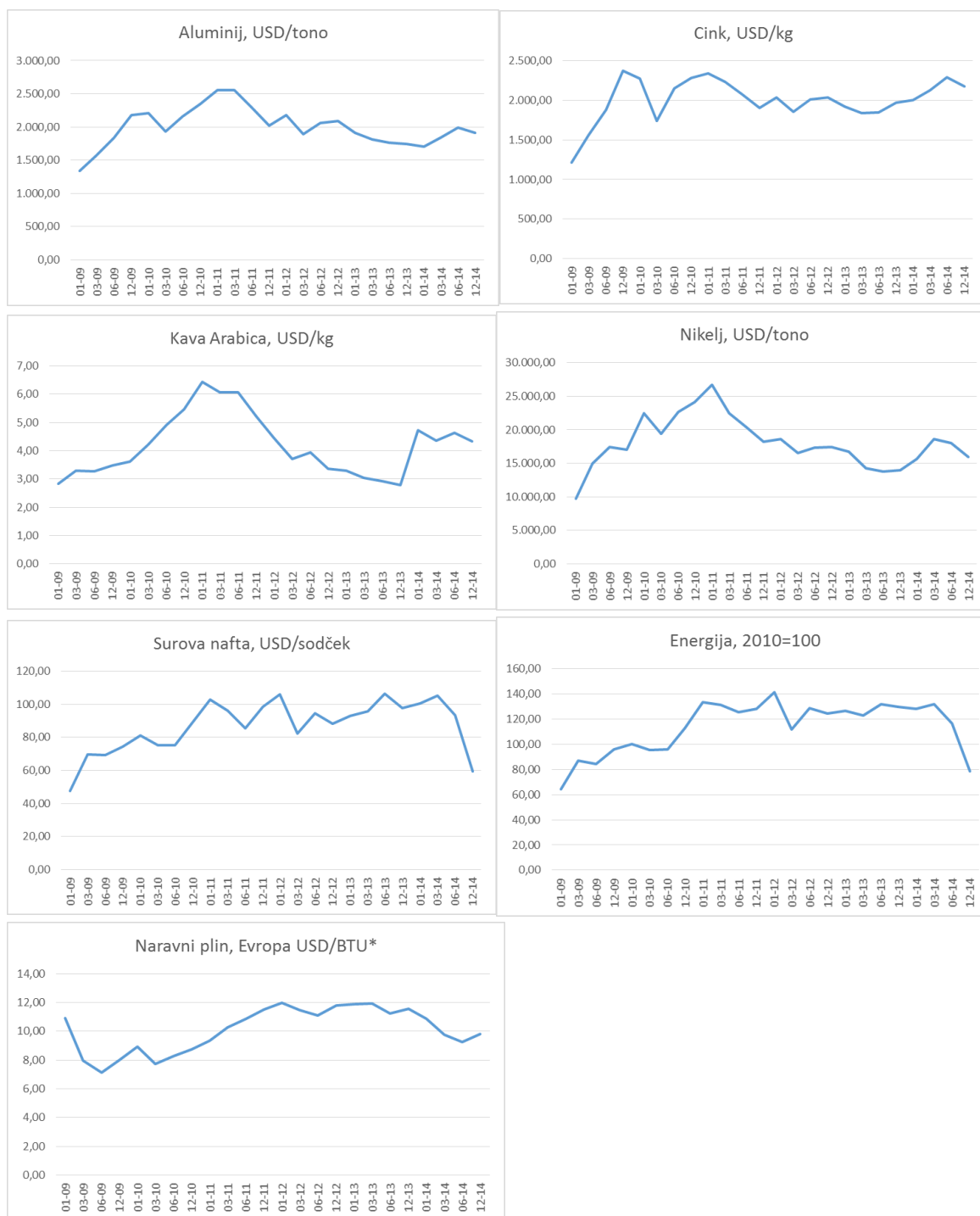
Slika 3: Gibanje izbranih valut v obdobju 2009–2014



Vir: European Central Bank, Statistical data warehouse, Exchange rates, 2016.

Učinki varovanja tveganja pred valutnim tveganjem so v večini podjetij prikazani skupaj z učinki varovanja pred spremembo cen. Velika večina podjetij, ki uporablja cenovne instrumente, posluje z borznimi surovinami. Dinamika izbranih cen na finančnih trgih je prikazana na Sliki 4. Visoke gospodarske rasti v svetovni ekonomiji povzročijo veliko povpraševanje po borznih surovinah, medtem ko je finančna kriza povzročila visoko padanje cen. Kljub zgodovinsko najnižjim cenam v letu 2009 je za obdobje 2009–2014 (navkljub nihanjem) značilno naraščanje borznih cen surovin.

Slika 4: Izbrane cene borznih surovin v obdobju 2009–2014 nominalno in v USD



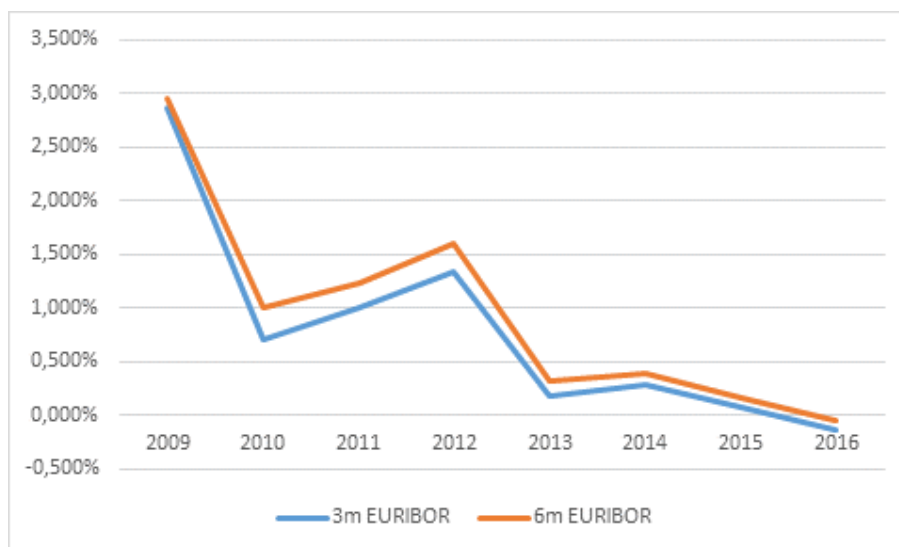
Opomba: *BTU (angl. *British Thermal Unit*) je merska enota za plin.

Vir: World Bank, Commodity Markets Review, 2016.

Spremenljivost obrestnih mer je naslednji pomembni dejavnik tveganja, ki lahko vpliva na uspešnost poslovanja podjetja. Slika 5 prikazuje medbančne obrestne mere in sicer gibanje 3-mesečnega in 6-mesečnega euriborja v obdobju 2009–2014. Obrestne mere so padale v

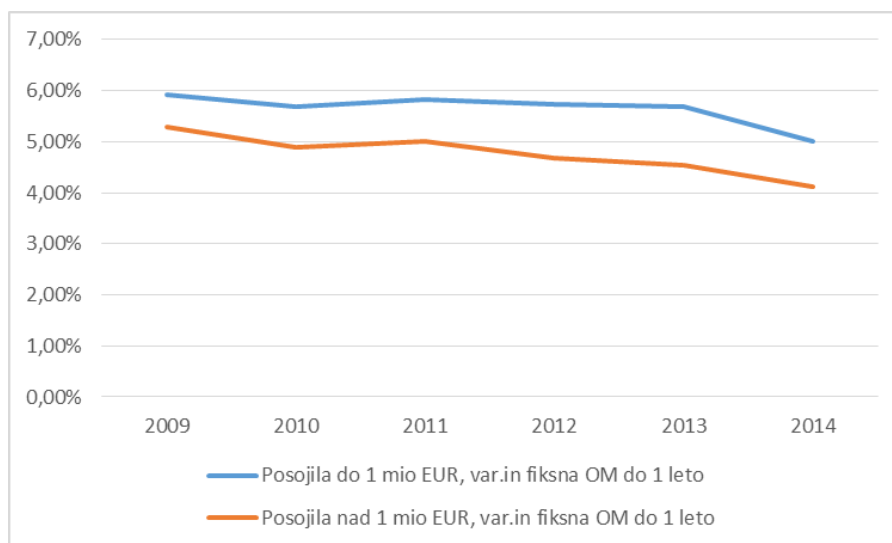
letu 2010, rahlo naraščale v letih 2011 in 2012, od leta 2013 pa je značilen trend padanja obrestnih mer, ki v letu 2016 dosežejo celo negativne vrednosti. Na Sliki 6 je prikazana višina obrestnih mer za nefinančna podjetja v Sloveniji, ki jih objavlja Banka Slovenije. Za celotno obdobje je značilno padanje obrestnih mer, toda po letu 2013 je padanje obrestnih mer še bolj izrazito.

Slika 5: Gibanje medbančnih obrestnih mer, 3m in 6m EURIBOR-ja v obdobju 2009–2016



Vir: Banka Slovenije, Obrestne mere, 2016.

Slika 6: Gibanje obrestnih mer monetarnih finančnih institucij – nova posojila nefinančnim družbam v domači valuti za obdobje 2009–2016

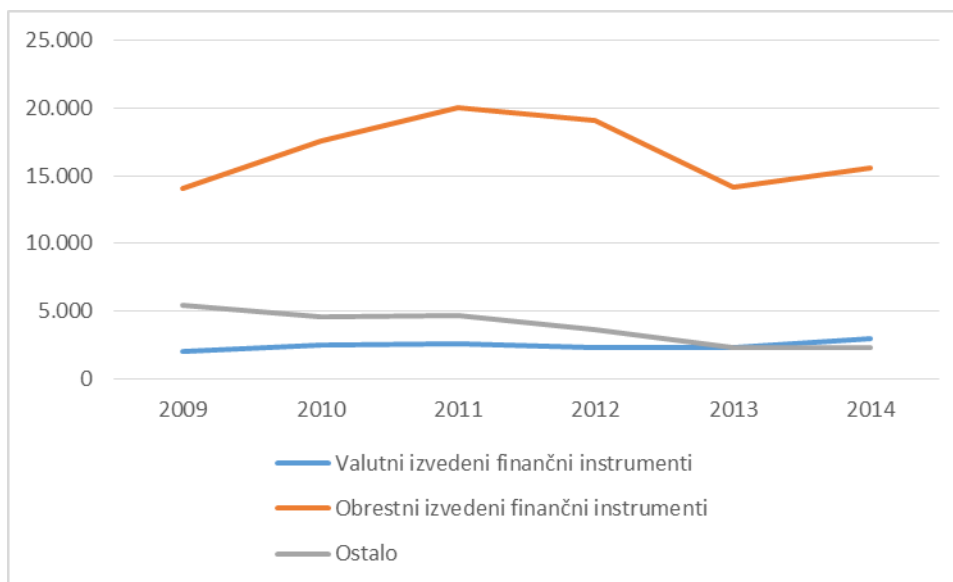


Vir: Banka Slovenije, Obrestne mere, 2016.

V nadaljevanju prikazujemo velikost globalnih trgov izvedenih finančnih instrumentov v

letih 2009–2014 in njihovo gibanje. Na Sliki 7 je prikazana velikost finančnih trgov izvedenih finančnih instrumentov.

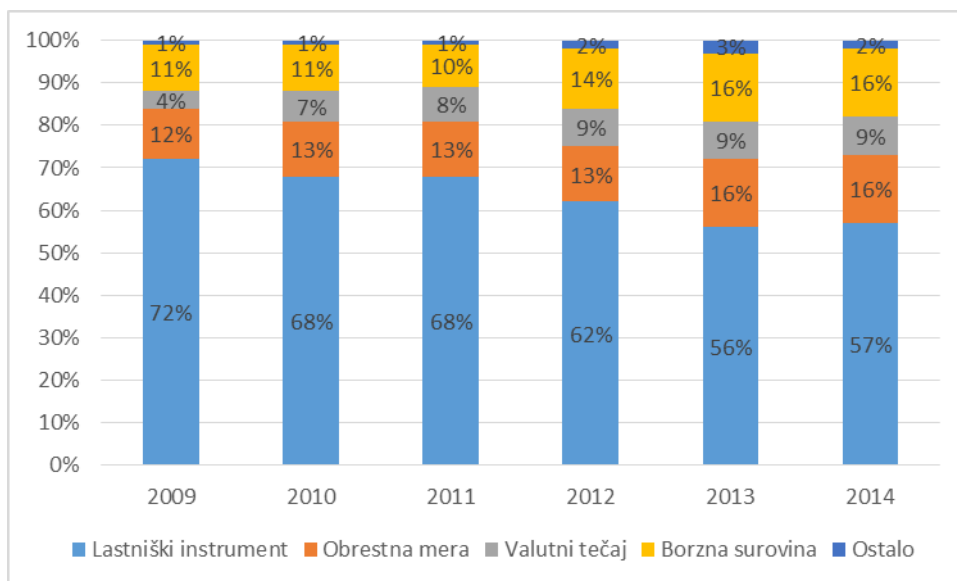
Slika 7: Vrednost globalnega trga izvedenih finančnih instrumentov letih 2009–2014 v milijardah USD



Vir: Bank for International Settlements, Exchange-traded statistics, 2016.

Kljub nihanju vrednosti globalnega trga v USD število pogodb od leta 2011 narašča. V letu 2015 je globalno zaznati kar 12-odstotno rast glede na leto 2014, in sicer je število vseh sklenjenih pogodb v letu 2015 doseglo 23,4 milijard (10,3 milijard opcij in 13,1 milijard terminskih pogodb). To je prvič po letu 2011, ko je število preseglo rekordno število sklenjenih pogodb, sklenjenih leta 2011. Glede na leto 2011 je celotna vrednost pogodb naraščala po povprečni stopnji 1,9 % v zadnjih treh letih (World Federation of Exchanges, 2016). Povečanje obsega sklenjenih pogodb je zaznati na vseh področjih. Slika 8 prikazuje delež posameznih izvedenih finančnih instrumentov po letih. Prevladujejo izvedeni finančni instrumenti, ki so vezani na lastniški instrument (delnice, indeksi, ipd.), sledijo obrestni izvedeni instrumenti in instrumenti, ki so vezani na borzno surovino, ter na koncu še izvedeni finančni instrumenti, ki so vezani na valutni tečaj.

Slika 8: Delež sklenjenih pogodb z izvedenimi finančnimi instrumenti globalno v letih 2009–2014



Vir: World federation of Exchanges, Statistics, 2016.

Primerjava Slik 7 in 8 nam pokaže, da prihaja do razlike glede na vrednost globalnega trga izvedenih finančnih instrumentov in števila sklenjenih pogodb. Po vrednosti prevladujejo izvedeni obrestni instrumenti, po številu sklenjenih pogodb pa lastniški.

3 VRSTE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Glavna značilnost izvedenih finančnih instrumentov je, da se nanašajo na osnovni finančni instrument, iz katerega so izvedeni (izpeljani) in od katerega so odvisni. V praksi obstaja veliko število izvedenih finančnih instrumentov in nič ne omejuje finančnih instrumentov, obrestnih mer, indeksov, da bi postali osnova za izvedene instrumente. V različnih oblikah so se začeli pojavljati že veliko pred našim štetjem in so doživeli veliko sprememb in oblik. Izvedene finančne instrumente delimo na standardizirane in nestandardizirane. Standardizirani finančni instrumenti so standardizirane terminske pogodbe (angl. *futures*) in opcije, ime so dobili po standardizirani obliki pogodbe in zaradi trgovanja na organiziranih trgih – borzah. Med nestandardizirane uvrščamo zamenjave (angl. *swaps*) in terminske posle.

3.1 Zgodovina izvedenih instrumentov

Za začetek razvoja izvedenih instrumentov veljajo zgodbe iz Biblije. V Genezi, poglavje 29, okrog leta 1700 pr. n. št., je Jacob kupil opcijo, ki mu je omogočila poroko z Labanovo hčerko Rachel in ga je stala sedem let dela. Njegov bodoči tast ni izpolnil obljube, s čimer je to verjetno ne le prvi izvedeni instrument, temveč tudi prvi izvedeni instrument, ki je

zapadel. Laban je zahteval poroko s starejšo hčerko Leash. Jacob se je poročil z Leash, vendar je še vedno želel Rachel, zato je kupil še eno opcijo, s katero se je obvezal še za sedem let dela in se tako vendarle poročil z Rachel. Bigamija je bila v tistem času dovoljena. Nekateri pravijo, da je imel Jacob navadno terminsko pogodbo, ki ga je obvezovala k porokam, vendar to ni pomembno, tako ali drugače je posloval z izvedenimi instrumenti. Ta primer dokazuje, da so bili izvedeni instrumenti v različnih oblikah v uporabi že veliko pred našim štejetjem.

Prva borza za trgovanje z izvedenimi instrumenti je bila Kraljevska borza v Londonu, kjer so dovoljevali navadne terminske pogodbe. Za trgovanje z nizozemskimi tulipani leta 1637 so bile značilne navadne terminske pogodbe, ki so vključevale čebulice tulipanov. Pojav prvih standardiziranih terminskih pogodb se povezuje s trgovanjem riža Yodoya v Osaki na Japonskem okrog leta 1650. Te pogodbe so bile standardizirane in zelo podobne današnjim terminskim pogodbam, čeprav se ne ve, ali se je z njimi trgovalo dnevno in ali so imele kreditno kritje (Chance, 2005, str. 1).

Naslednji velik dogodek v zgodovini trga izvedenih instrumentov je bila leta 1848 ustanovitev prve terminske borze Chicago Board of Trade v Združenih državah Amerike. Zaradi prvotne lege ob jezeru Michigan se je Chicago razvijal kot glavni center za shranjevanje, prodajo in distribucijo žita. Ker je žito sezonska poljščina, zmogljivosti hrambe niso bile zadostne v času povečane ponudbe po žetvi, zato so tečaji v Chicagu drastično rasli in padali. Skupina trgovcev z žitom je začela s pogodbo »ob dospetju«, ki je kmetom omogočila, da so določili oziroma zaklenili ceno, blago pa dostavili pozneje. Kmetje so tako lahko shranjevali žito doma in ga dostavili v Chicagu šele mesece po tem. Pogodbe ob dospetju so se izkazale tudi kot uporabne za špekuliranje na spremembe cen in tako kmetje kot tudi trgovci so kmalu ugotovili, da prodaja oziroma dostava žita ni niti približno tako pomembna kot možnost prenosa tveganja spremembe cene, ki je spremljala trgovanje z žitom. Te pogodbe so standardizirali v letu 1865 in leta 1925 je bila ustanovljena prva klirinška hiša (Chance, 2005, str. 1–2).

Sredi 19. stoletja je finančnik Russell Sage iz New Yorka začel ustvarjati sintetična posojila, kjer je uporabljal koncept paritete nakupne in prodajne ponudbe. Sage je kupil delnico in prodajno opcijo od stranke ter stranki prodal nakupno opcijo. S fiksiranjem nakupne, prodajne in izvršilne cene je Sage ustvaril sintetično posojilo z obrestno mero, ki je bila precej višja od dovoljene v zakonih o oderuštvi.

Trgovanje z izvedenimi instrumenti je bilo v zgodovini velikokrat prepovedano, predvsem v Evropi, na Japonskem in tudi v Združenih državah Amerike (v zvezni državi Illionis že leta 1867). Zgodnja leta 20. stoletja veljajo za črno obdobje za izvedene finančne instrumente. Takrat so se razširila slamnata podjetja za poslovanje z opcijami in zavarovanji, ki so pobrala denar od strank in izginila. Tako so leta 1936 v ZDA prepovedali opcije in standardizirane terminske pogodbe. V tem času so jih občasno prepovedali tudi drugod,

predvsem v državah po Evropi.

Mejniki v zgodovini izvedenih instrumentov (Chance, 2005, str. 2–3):

- leta 1972 je Chicago Mercantile Exchange odgovorila na prosto drseče devizne tečaje z ustanovitvijo mednarodnega denarnega trga, ki je dovoljeval trgovanje s standardiziranimi terminskimi pogodbami na valute, ki so bile prve standardizirane terminske pogodbe, katerih podlaga ni bilo blago.
- V letu 1975 je Chicago Board of Trade izdala prvo standardizirano terminsko pogodbo na obrestno mero, katere podlaga so bila hipotekarna posojila Ginnie Mae. Pogodba je na začetku doživela velik uspeh, vendar je kmalu izginila in večkratni poskusi oživitve s spreminjanjem njene strukture so propadli.
- V letu 1982 je Kansas City Board of Trade izdal standardizirano terminsko pogodbo na indeks Value Line Index.
- Sledila je Chicago Mercantile Exchange s še danes znano in uspešno standardizirano terminsko pogodbo na indeks S&P 500.
- V 80. letih prejšnjega stoletja se je začelo obdobje zamenjav in ostalih izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi se trguje na zunajborznem trgu. Kmalu so začele vse večje korporacije uporabljati izvedene finančne instrumente za varovanje pred tveganji in v nekaterih primerih za špekuliranje na obrestne mere, menjalne tečaje in blago. Instrumente, ki so postajali vse kompleksnejši, imenujemo tudi eksotični instrumenti.

3.2 Vloga izvedenih finančnih instrumentov v gospodarski krizi

Različni avtorji navajajo različne vzroke finančnih kriz, vendar literatura izpostavlja tri glavne vzroke za njihov nastanek, ki so se pojavljali v balonih in krizah skozi celotno zgodovino (Garmassi, Gross, & Micossi, 2009, str. 2):

- Visoka likvidnost na svetovnih kapitalskih trgih izhaja iz neravnovesij v plačilnih bilancah. V zadnji svetovni finančni krizi je bil to velik in stalni primanjkljaj Združenih držav Amerike v primerjavi z azijskimi, državami v razvoju in državami izvozniciami nafte. Kopičenje finančnih sredstev v državah s presežkom je pripomoglo k nastanku balonov v zadnjih treh desetletjih. Vloga ameriškega dolarja kot glavne rezervne valute pomeni dominantno vlogo ameriške monetarne politike pri upravljanju globalne likvidnosti. Cilji ameriške banke so usmerjeni samo v domače gospodarstvo in namenjajo malo pozornosti mednarodnim verigam. Agresivna monetarna ekspanzija konec devetdesetih let 20. stoletja, ki ji je sledil pok »dot-com« balona, je prinesla velike devizne intervencije azijskih držav, da bi preprečili depreciacijo dolarja. Te intervencije so pomenile ogromne nakupe ameriških dolžniških instrumentov, kar je povzročilo nizke obrestne mere in imelo vpliv predvsem na dolgoročne instrumente. Finančni tokovi, potrebni za financiranje ameriškega primanjkljaja, so pripeljali do naraščajoče

neusklajenost med povpraševanjem in ponudbo.

- Naslednji poglavitni vzrok za nastanek špekulativnih balonov in posledično kriz je kreditni bum, ki je privedel do nevzdržnega finančnega vzvoda. V okolju navidežno neskončnega dvigovanja cen nepremičnin so bila gospodinjstva s strani bank spodbujena k zadolževanju in so se lahko zadolžila vse do polne vrednosti nepremičnine. Ko so cene nepremičnin naraščale, so banke posojale več in nihče se ni oziral na sposobnost vračanja posojil.
- Tretji vzrok za nastanek špekulativnega balona so finančne inovacije. Na finančnih trgih se banke in drugi udeleženci poskušajo z inovacijami izogniti zakonodaji in povišati dobičke. Ob tem sprejemajo vedno več tveganja in »inovativnost« se povečuje s pričakovanimi visoki dobički. Ena izmed inovacij v zadnji krizi je bila sekurizacija posojil, ki je pripeljala do kompleksnih, verižno povezanih sekuriziranih posojil z obljubljenimi visokimi dobički in nizkim tveganjem. Majhno tveganje je bilo posledica kompleksne strukture osnovnega instrumenta, na katerega so se izvedeni instrumenti nanašali in nadomestnih matematičnih modelov, ki so nepravilno ocenili tveganje nastalih izvedenih finančnih instrumentov. Tako je v ZDA nastajajoč balon hipotekarnih posojil zagotovil osnovo za vse večjo razpršenost strukturiranih produktov, ki so se prodajali drugim investitorjem, pri čemer se je izgubil nadzor nad kakovostjo osnovnega instrumenta.

3.3 Glavne značilnosti posameznih izvedenih finančnih instrumentov

Osnovni izvedeni finančni instrumenti so:

- terminski posli (angl. *forward*);
- terminske pogodbe (angl. *futures*);
- zamenjave (angl. *swap*) in
- opcije (angl. *option*).

Za bolj špekulativne vlagatelje so na voljo alternativni produkti, ki so lahko prilagojeni potrebam. Peterlin (2005, str. 91) jih razdeli na:

- eksotične opcije (angl. *exotic options*);
- nakupne bone (angl. *warrants*);
- naložbene certifikate (angl. *certificates*);
- pogodbe za razliko (angl. *contract for difference-CFD*);
- indeksne investicijske sklade (angl. *exchange traded funds-ETF*).

Omenimo lahko še vstavljene izvedene finančne instrumente (angl. *embedded derivatives*). Gre za izvedene finančne instrumente, za katere velja, da so posamezni elementi, ki veljajo za izvedene finančne instrumente posredno razvidni iz pogodbe, ki sama po sebi ne ustreza

definiciji izvedenega finančnega instrumenta. Iz določb izvirne pogodbe izhajajo denarni tokovi, ki so vezani na določene spremenljivke, kot so obrestna mera, cena vrednostih papirjev, valutni tečaj ipd.

3.3.1 Navadni terminski posli

Navadni terminski posel je relativno enostaven izvedeni finančni instrument. Gre za dogovor o nakupu ali prodaji premoženja na določen dan v prihodnosti in za določeno ceno. Z navadnim terminskimi pogodbami se trguje na zunajborznem trgu, običajno sklepajo posle finančne institucije med seboj oziroma s svojimi strankami. Če stranka predvideva dolgo pozicijo, se zaveže k nakupu določenega premoženja na določen dan, medtem ko druga pričakuje kratko pozicijo in se zaveže to premoženje prodati (Hull, 2009, str. 3–4).

Najpogostejši terminski posel je valutni terminski posel. Gre za pogodbo o nakupu določene količine ene valute za določeno količino druge valute na točno določen dan v prihodnosti in za določeno menjalno razmerje. Standardni čas za dospelje takšne pogodbe zajema vse od enega tedna, meseca, dveh ali treh mesecev, pol leta do enega leta, za pogoste valutne pare je možno tudi daljše obdobje.

Obrestni terminski posel uporabljajo podjetja za zavarovanje pred večjim naraščanjem ali padanjem obrestnih mer v prihodnosti. S sklenitvijo obrestnega terminskega posla stranki zakleneta obrestno mero za določen čas. Kupec obrestnega terminskega posla vstopi v posel, da bi se zavaroval pred prihodnjim naraščanjem obrestne mere in si želi fiksirati stroške posojila, prodajalec obrestnega terminskega posla pa se želi zavarovati pred prihodnjimi upadi obrestne mere.

3.3.2 Standardizirane terminske pogodbe

Standardizirana terminska pogodba je terminski posel z razliko, da se s standardiziranimi terminskimi pogodbami trguje na organiziranih borznih trgih in so njihove ključne značilnosti standardizirane. Finančne standardizirane terminske pogodbe so pogodbe, ki temeljijo na finančnem instrumentu oziroma borznem indeksu. Danes se s finančnimi terminskimi pogodbami, ki temeljijo na valutah, dolžniških instrumentih in finančnih indeksih, trguje aktivno (Kolb & Overdahl, 2003, str. 4).

Valutne terminske pogodbe so pogodbe, ki se glasijo na dostavo določene količine tuje valute na določen dan v prihodnosti v zameno za določeno količino domače valute.

Obrestne terminske pogodbe imajo za osnovo dolžniški finančni instrument, na primer zakladno menico, prodajalec mora dostaviti določeno vrsto dolžniškega finančnega instrumenta.

Veliko se trguje tudi s finančnimi terminskimi pogodbami, ki so vezane na finančne indekse.

Ta vrsta terminskih pogodb nima časa dospelja, temveč prodajalci poravnajo svojo obveznost z denarnim plačilom, ki temelji na spremembah vrednosti indeksa. Terminske pogodbe na borzne indekse so terminske pogodbe, katerih osnova so borzni indeksi, kot je npr. S&P 500. Spreminjanje vrednosti indeksa sproti določa dobiček ali izgubo. Prodajalci terminske pogodbe ob dospelju ne poskušajo dostaviti vseh 500 delnic, ki so del indeksa, vendar poravnajo svoje obveznosti z denarnim nadomestilom, čigar višina se giblje glede na gibanje borznega indeksa (Kolb & Overdahl, 2003, str. 4).

3.3.3 Zamenjave (Swap)

Že iz imena izvedenega finančnega instrumenta izhaja, da gre za dogovor med pogodbenima strankama, da zamenjata eno sredstvo za drugo. Finančne zamenjave so zelo prilagodljive, saj njihova vsebina ni standardizirana in vnaprej določena, ureditev zamenjave je odvisna od želja in potreb posameznih strank v poslu. Najpogostejši obliki zamenjav sta obrestna (angl. *interest rate swap*, v nadaljevanju IRS) in valutna (angl. *currency swap*). Obe zamenjavi vsebujeta pravo ali obveznost opraviti zamenjavo v prihodnosti.

Zamenjava obrestnih mer je zavezujoč dogovor med dvema pogodbenima strankama, v katerem ena stranka z drugo stranko zamenja eno vrsto plačila obresti za drugo, na določeno navidezno glavnico in za določeno obdobje. Pri zamenjavah obrestnih mer praviloma ne pride do zamenjave glavnice, pač pa se na posamezne poravnalne dneve (ko prihaja do denarnih tokov po osnovnem kreditu oziroma vrednostnem papirju) izračuna neto razlika za plačilo, ki se izračuna v odvisnosti od razlike med dogovorjeno in trenutno tržno obrestno mero, časovnim obdobjem med posameznimi plačili in nominalno vrednostjo preostale glavnice (Hull, 2009, str. 450).

Obrestna zamenjava je neke vrste obrestni terminski posel, saj posojilojemalcu omogoča, da spremeni srednje do dolgoročno spremenljivo obrestno mero v fiksno obrestno mero in obratno. Obrestne zamenjave so lahko spremenljive/spremenljive (npr. 1-mesečni EURIBOR zamenjamo za 3-mesečni EURIBOR) ali pa so spremenljive/fiksne.

Najpogostejša oblika obrestne zamenjave je navadna obrestna zamenjava (angl. *plain vanilla*). V tem primeru se stranki dogovorita, da bo prva stranka drugi plačevala denarne zneske oziroma obresti, ki so obračunane po nespremenljivi obrestni meri od glavnice, določene v pogodbi, in sicer za dogovorjeno obdobje v prihodnosti. Valuti obeh strank sta v tem primeru enaki, obdobje trajanja pa obsega vsaj dve leti (Peterlin, 2005, str. 139). Podjetje je zavarovano med neugodnim gibanjem obrestnih mer v prihodnosti in ima svoje stroške financiranja fiksirane na določeno obrestno mero iz zamenjave obrestne mere in obrestno maržo (Hull, 2009, str. 689).

V primeru varovanja denarnega toka gre za spremembo variabilne obrestne mere v fiksno, kar lahko storimo z nakupom IRS. Če varujemo pošteno vrednost, se odločimo za prodajo

IRS, za spremembo fiksne obrestne mere v variabilno. Kot vsak izveden finančni instrument je tudi IRS sestavljen iz več osnovnih finančnih instrumentov. Tako bi lahko IRS strukturirali preko depozita in kredita ali kot paket obrestnih terminskih pogodb oziroma dogovorov o terminski obrestni meri, ki imajo enako dospelost in enako referenčno obrestno mero (Fabozzi, 1996, str. 163–168).

Pri valutni zamenjavi stranki zamenjata glavnico in obresti za posojilo v eni valuti za glavnico in obresti za približno enakovredno posojilo v drugi valuti – gre za preoblikovanje posojila iz ene v drugo valuto. Valutne zamenjave uporabljamo za prestavljanje zapadlosti terminskega posla in za uravnavanje likvidnosti v tuji valuti. Valutna zamenjava je zavezujoč dogovor med banko in podjetjem o takojšnjem (promptnem) nakupu (prodaji) določenega zneska ter hkratni terminski prodaji (nakupu) enakega zneska tuje valute.

Značilnosti valutne zamenjave (NLB, d.d., 2016):

- omogoča »prestavitev« predhodno sklenjenih terminskih poslov ali opcij;
- uravnavanje likvidnosti v tuji valuti;
- takojšnji nakup (prodaja) in hkratni dogovor tečaja za terminsko prodajo (nakup);
- zavezujoč dogovor med strankama (obveza);
- individualen dogovor glede zneska in ročnosti;
- tečaje določi banka;
- likviden trg za klasične valutne pare za več mesecev vnaprej;
- z banko je treba podpisati pogodbo za sklepanje izvedenih finančnih instrumentov;
- morebitna zavarovalna kritja (ob večjih tržnih nihanjih), ki so dogovorjena ob sklenitvi posla in ki se ob zapadlosti vrnejo stranki;
- ob sklenitvi posla ni dodatnih stroškov, ki bi bremenili denarni tok podjetja.

Pri medvalutni zamenjavi (angl. *cross currency swap*) gre za obljubo, da se bo neka valuta zamenjala za drugo valuto in istočasno za obljubo, da se bo na določen dan v prihodnosti ta druga valuta zopet zamenjala nazaj v prvo valuto. Poleg zamenjave valut se stranki v valutni zamenjavi dogovorita še za zamenjavo denarnega toka, povezanega s plačilom obresti.

3.3.4 Opcije

Opcija je izvedeni finančni instrument, katere vrednost je povezana z osnovnim instrumentom, na katerega je izstavljena oziroma izdana. Vrednost opcije, ki je izdana na določeno delnico, je povezana z vrednostjo te delnice. Predstavlja pravico, ne pa tudi obveznost kupiti oziroma prodati osnovni instrument po vnaprej določeni ceni. Prodajalec opcije je dolžan na zahtevo kupca opcije izvršiti nakup oziroma prodajo osnovnega instrumenta, na katerega se opcija glasi. Kupec opcije plača prodajalcu opcije premijo ne glede na to, ali bo opcija vnovčena ali ne (Veselinovič, 1998, str. 72).

Opcija je pogodba, ki daje kupcu ob plačilu premije pravico, ne pa tudi obveznost, da kupi (call opcija) ali proda (put opcija) dogovorjeno količino nekega instrumenta (tečaj, indeks, obrestna mera) v določenem času (ameriška opcija) ali na določen dan (evropska opcija). Kupec se sam odloči ali bo izkoristil pravico do nakupa oziroma prodaje. Po Hullu (2010, str. 160) sta najpomembnejša elementa opcijske pogodbe izvršilna cena opcije ter čas do zapadlosti opcije.

Opcija ima dve pomembni prednosti:

- njeni stroški so fiksni – plačilo premije;
- če poteka gibanje enote v smeri, ki ni v skladu z opcijo, je ni treba realizirati.

Obstajajo prodajne ali nakupne opcije v klasični zamenjavi obrestnih mer (angl. *cap* in *floor*). Zamenjava obrestnih mer s prodajno opcijo daje plačniku spremenljive obrestne mere – torej prodajalcu zamenjavo opcije, da pred dospeljem zaključi zamenjavo. To bo naredil le v primeru, če bodo obrestne mere naraščale (Hull, 2010, str. 161).

Nakupna opcija na zamenjavo obrestnih mer daje kupcu opcije pravico, da bo vstopil kot plačnik fiksne obrestne mere. Izdajatelj te opcije je plačnik spremenljive obrestne mere. Pogodbena cena je fiksna obrestna mera, ki se jo zamenja za spremenljivo. Kupec prodajne opcije ima opcijo vstopa v zamenjavo obrestnih mer kot plačnik spremenljive obrestne mere.

Pogoji opcijske pogodbe so večinoma standardizirani, stroški opcijskega trgovanja so višji kot stroški drugih instrumentov. So priljubljen instrument špekuliranja, saj lahko podjetje glede na fiksne stroške s tem instrumentom doseže neomejen dobiček, zato so opcije priljubljen instrument špekuliranja.

3.4 Pregled raziskav o uporabi izvedenih finančnih instrumentov

Cilj obvladovanja tveganj ni odpraviti ali izločiti tveganja iz poslovanja, saj se tveganju ni mogoče izogniti. Obvladovanje tveganje je odvisno od tega, v kolikšni meri je posamezno podjetje izpostavljeno določeni vrsti tveganja.

V zadnjih dveh desetletjih je bilo narejenih veliko raziskav, ki so skušale prikazati racionalnost uporabe izvedenih finančnih instrumentov pri obvladovanju finančnih tveganj. Z raziskavami je bilo dokazano, da finančna teorija drži, ko trdi, da je obvladovanje finančnega tveganja znotraj podjetja pomembno za povečanje vrednosti podjetja v času nestabilnosti kapitalskega trga. Raziskave so dokazale, da motivi za obvladovanje tveganja izhajajo tudi iz spora menedžer – lastniki, na katerega vplivajo različni dejavniki, med njimi pa najbolj izstopajo nagrade za upravljanje s tveganji in špekulacije. Raziskave temeljijo na določenem vzorcu, ki pa ni nujno dovolj reprezentativen (Bartram, 2001, str. 2).

Empirične raziskave s področja uporabe izvedenih finančnih instrumentov v nefinančnih podjetjih so na začetku uporabljale predvsem anketiranje uprav in visokega menedžmenta podjetij, saj podjetja v svojih periodičnih poročilih za javnost niso objavljala izvenbilančnih postavk, med katerimi bi bila razkrita uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Šele od leta 2004 je v ZDA razkritje uporabe izvedenih finančnih instrumentov v finančnih poročilih postalo obvezno.

Tabela 1 prikazuje pregled raziskav o uporabi izvedenih finančnih instrumentov: avtorje, leto objave, državo, velikost vzorca in stopnjo uporabe izvedenih finančnih instrumentov izraženo v %. Navedene so najbolj pogosto citirane ameriške in evropske študije. Skočir (2011, str. 17) navaja, da so bile podobne študije izvedene tudi v Kanadi, Novi Zelandiji, Avstraliji in Indiji.

Tri raziskave univerze Wharton (1995, 1996, 1998) so bile podlaga za poznejše mednarodne raziskave in primerjave. Prva od treh Whartonovih raziskav izvedena v letu 1994 (Bodnar, Hayt, Marston, & Smithson, 1995), je pokazala, da samo 35 % anketiranih podjetij uporablja izvedene finančne instrumente. Zaradi nepričakovano nizkega odstotka so v letu 1995 raziskavo ponovili (Bodnar et al., 1996), uporabili so bolj natančen vprašalnik, poudarek je bil na vrednotenju in upravljanju s tveganji. Raziskava je pokazala nekoliko višji odstotek (41 %), v zadnji raziskavi (Bodnar et al., 1998) pa se je ta odstotek dvignil na 50 %. Primerjava z nemškimi podjetji v letu 1999 (Bodnar et al., 1999) je pokazala, da kar 78 % velikih nemških podjetij uporablja izvedene finančne instrumente za varovanje pred tveganji. Belgijska raziskava (2000) je pokazala, da 66% velikih podjetij uporablja izvedene finančne instrumente; tudi v Veliki Britaniji je ta odstotek zelo podoben, in sicer gre za 67 % (Malin, Ow-Young, & Reynold, 2001; El-Masry 2003). Odstotki velikih podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente, so v evropskih podjetjih višji, kar kaže tudi raziskava v nizozemskih podjetjih, kjer 60 % velikih podjetij uporablja izvedene finančne instrumente (Bodnar, De Jong, & Macrae, 2003), medtem ko je ta odstotek najnižji v Grčiji (34 %) (Kapitsinas, 2008).

Tabela 1: Prikaz pomembnejših raziskav na področju uporabe izvedenih finančnih instrumentov v ZDA in Evropi

Avtorji	Leto	Država	Velikost vzorca (število podjetij)	Uporabniki izvedenih finančnih instrumentov (v %)
Bodnar, Hayt, Marston in Smithson	1995	ZDA	183	35
Bodnar, Hayt in Marston	1996	ZDA	350	41
Bodnar, Hayt in Marston	1998	ZDA	399	50
Bodnar in Gebhardt	1999	ZDA	197 ameriških 126 nemških	57 ameriških 78 nemških
De Ceuster, Durink, Laveren in Lodewyckx	2000	Belgija	334	66
Malin, Ow-Yong & Reynold	2001	Velika Britanija	231	67
El-Masry	2003	Velika Britanija	173	67
Bodnar, De Jong in Macrae	2003	Nizozemska	84	60
Berk	2005	Slovenija	57	37
Judge	2006	Velika Britanija	366	79
Bodnar, Consolandi, Gabbi in Jaiswal-Dale	2008	Italija	86	59
Kapitsinas	2008	Grčija	62	34
Skočir	2011	Slovenija	51	47
Ravšelj	2015	Slovenija	30	40 v letih 2007 in 2010, 47 v letu 2013

Druge raziskave so se osredotočile predvsem na dejavnike, ki vplivajo na uporabo izvedenih finančnih instrumentov pri nefinančnih podjetjih. V glavnem vse raziskave potrjujejo, da nefinančna podjetja izvedene finančne instrumente uporabljajo predvsem z namenom omejitve tveganja podjetja. Podjetja dajejo večji pomen zavarovanju pred valutnim in cenovnim tveganjem in pri tem uporabljajo podobne instrumente. Različna uporaba izvedenih finančnih instrumentov je posledica značilnosti posamezne države, kot sta odprtost države in razvitost finančnih trgov. Vse omenjene raziskave potrjujejo naraščajoč trend uporabe izvedenih finančnih instrumentov.

Slovenske raziskave (Berk, 2005; Skočir, 2011) so temeljile na anketnem vprašalniku, ki je bil poslan slovenskim podjetjem, in so omogočile primerjavo z mednarodnimi raziskavami. Primerjava z ameriški in nemški podjetji je bila povzeta iz študije Bodnarja in Gebhardta (1998), ki sta leta 1998 primerjala značilnosti izvedenih finančnih instrumentov

med ameriškimi in nemškimi podjetji (Berk, 2010, str. 14). Opozoriti je treba na dejstvo, da gre za nekajletni zamik, v katerem je prišlo do sprememb v poslovanju podjetij. Ravšelj (2015) analizira politike obvladovanja s tveganji na podlagi razkritij v letnih poročilih za leta 2007, 2010 in 2013.

Za razliko od vzorcev obeh slovenskih raziskav so v tujih raziskavah podjetja v povprečju precej večja. Po raziskavah Berka in Skočirja slovenska podjetja (podobno kot nemška in ameriška) uporabljajo izvedene finančne instrumente za varovanje valutne izpostavljenosti (Berk, 2010, str. 52; Skočir, 2011, str. 59), medtem ko Ravšelj (Ravšelj, 2015, str. 66) ugotavlja, da je več podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za varovanje pred obrestnimi tveganji. Pri vseh treh vrstah izpostavljenosti je delež podjetij uporabnikov med nemškimi podjetji največji. Nemška podjetja v splošnem izvedene instrumente uporabljajo pogostejše, predvsem posegajo po enostavnih instrumentih in pogostejše vgrajujejo svoje napovedi in prilagajajo strategijo varovanja (Berk, 2010, str. 22–23; Skočir, 2011, str. 59). Slovenska podjetja so pri vključevanju lastnih napovedi nekoliko manj aktivna, vendar še vseeno bolj kot ameriška, v primerjavi z njimi pa bolj uporabljajo osnovne izvedene finančne instrumente. Slovenska podjetja v največ primerih varujejo denarni tok, najpogostejše uporabljeni instrumenti so terminski posli in obrestne zamenjave, obdobje varovanja pa se ujema z obdobjem izpostavljenosti.

Kot kažejo mednarodne študije, sta nadzor in poročanje o uporabi izvedenih finančnih instrumentov sta v slovenskih podjetjih še vedno precej slabše razvita. Obvladovanje tveganj je v slovenskih podjetjih slabše razvito kot v primerljivih tujih podjetjih, za kar obstaja več možnih razlag. Tuja podjetja so se prej začela ukvarjati z izvedenimi finančnimi instrumenti in imajo boljše pogoje za njihovo uporabo. Tu je treba izpostaviti predvsem boljšo razvitost in dostop do trga izvedenih finančnih instrumentov (Skočir, 2011, str. 59).

Svetovna gospodarska kriza je na politike obvladovanja tveganj pozitivno vplivala, saj se je število podjetij z dobro opredeljeno politiko povečevalo, obenem pa sta se povečevali tudi količina in kakovost razkritij tveganj ter njihovega obvladovanja, vendar kljub temu slovenska podjetja še vedno zaostajajo za predpisi in smernicami za obseg razkritij (Ravšelj, 2015, str. 73–74).

4 MERJENJE VREDNOSTI IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

V državah članicah EU temeljita računovodenje in sestavljanje računovodskih izkazov na računovodskih direktivah. Krovni direktivi s tega področja sta bili:

- četrta direktiva Sveta (78/660/EGS) z dne 25. 7. 1978, ki je bila namenjena uskladitvi predpisov držav članic glede predstavitve in vsebine letnih računovodskih izkazov, uporabljenih metod vrednotenja in njihove objave ter revidiranja v zvezi z družbami z

omejeno odgovornostjo in

- sedma direktiva Sveta (83/349/EGS) z dne 13. 6. 1983, ki je usklajevala nacionalne zakone o konsolidiranih računovodskih izkazih.

Obe direktivi sta bili večkrat dopolnjeni in posodobljeni, 26. 6. 2013 pa sta bili nadomeščeni z novo, enotno direktivo Evropskega parlamenta in Sveta z oznako 2013/34/EU (Ur.l. EU, št. 182/2016), ki ureja letna poročila in računovodske izkaze gospodarskih družb, konsolidirane računovodske izkaze in povezana poročila nekaterih vrst podjetij. Omogoča, da države članice v svoji zakonodaji poenostavijo rešitve glede vrednotenja postavk, uporabe metod in zahtev pri poročanju za mikro in mala podjetja.

Direktiva 2013/34/EU se sklicuje na uporabo mednarodnih računovodskih standardov, sprejetih v skladu z Uredbo (ES) št. 1606/2002 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. julija 2002 in določa obvezno uporabo mednarodnih računovodskih standardov (v nadaljevanju MRS) za družbe držav članic EU, katerih vrednostni papirji kotirajo na organiziranih trgih držav članic in ki sestavljajo skupinske računovodske izkaze.

Republika Slovenija je bila z vstopom v EU dolžna prevzeti pravni red EU, kar pomeni, da obravnavane direktive in uredbe na področju računovodenja veljajo tudi za Slovenijo. Republika Slovenija se je obravnavanim spremembam prilagodila s sprejetjem novega Zakona o gospodarskih družbah ((Ur.l. RS, št. 15/2005-UPB, 42/2016) in sprejetjem novih Slovenskih računovodskih standardov (v nadaljevanju SRS). SRS so pravila o strokovnem ravnanju na področju računovodenja, ki jih oblikuje Slovenski inštitut za revizijo. Temeljijo na ZGD-1 in v slovenski pravni red prenašajo vsebino Direktive 2013/34/EU.

Za obdobje, ki smo ga preučevali, veljajo določila SRS 2006, ki neposredno napotujejo na določbe MRS. V letu 2016 so bili sprejeti novi SRS 2016, ki področja računovodenja urejajo samostojno.

4.1 Merjenje in vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov ob začetnem pripoznavanju

Načela pripoznanja in merjenja finančnih instrumentov – tudi izvedenih – določa MRS 39. Zahteve o predstavljanju informacij o finančnih instrumentih določa MRS 32 – Finančni instrumenti: predstavljanje. Zahteve po razkrivanju informacij o finančnih instrumentih določa MSRP 7 – Finančni instrumenti: razkritja.

Po MRS mora podjetje pripoznati finančno sredstvo ali finančno obveznost v svoji bilanci stanja zgolj takrat, kadar postane podjetje del pogodbenih določb v finančnem instrumentu (MRS 39.14). Izvedeni finančni instrumenti so sestavni del finančnih sredstev in finančnih obveznosti, zato se vse pogodbene pravice ali pogodbene obveznosti pripoznajo v bilanci stanja. Izvedeni finančni instrument se pripozna kot sredstvo, če iz pogodbe izhaja pridobitev pravice do uporabe koristi sredstev (osnovnega finančnega instrumenta), na katero se nanaša

izvedeni finančni instrument. Slednji se pripozna kot obveznost, če iz pogodbe izhaja poravnava obveznosti v prihodnosti.

Posledica tega načela je, da je treba v bilanci stanja pripoznati vsa finančna sredstva in finančne obveznosti ter tudi izvedene finančne instrumente. Pogodbene pravice in obveznosti iz izvedenih finančnih instrumentov se v bilanci stanja izkažejo kot sredstva ali obveznosti. SRS 2006 neposredno napotuje na uporabo MRS. SRS 2016, ki ureja samostojno področja, ni enotnega standarda, ki bi obravnaval vse izvedene finančne instrumente, pač pa so obravnavani v okviru:

- SRS 3 – Finančne naložbe;
- SRS 5 – Terjatve;
- SRS 9 – Dolgovi;
- SRS 16 – Ugotavljanje in merjenje poštene vrednosti.

Tako v MRS kot tudi v SRS je prisotno načelo previdnosti, zlasti pa je poudarjeno v ZGD-1, zato je pri vrednotenju po SRS treba upoštevati določila, da se:

- sredstvo pripozna, če je verjetno, da se bodo v prihodnosti zaradi njega povečale gospodarske koristi, in če ima ceno ali vrednost, ki jo je mogoče zanesljivo izmeriti;
- dolg pripozna, če je verjetno, da se bodo zaradi njegove poravnave sredstva, ki omogočajo gospodarske koristi, zmanjšala, in da je mogoče znesek za njegovo poravnavo zanesljivo izmeriti.

Izvedene finančne instrumente se pripozna po pošteni vrednosti. Uvedba MSRP 13, ki je bil objavljen dne 11. 12. 2012 in naj bi veljal za obračunska obdobja od 1. 1. 2018 naprej, nadomešča definicijo poštene vrednosti, ki je bila opredeljena po MRS 39.9 kot znesek, za katerega je mogoče zamenjati sredstvo ali poravnati dolg med dobro obveščenima in voljnima strankama v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama. Ta definicija ni upoštevala dejstva, ali gre za vrednost z vidika kupca ali prodajalca. MSRP 13 uvaja novo opredelitev poštene vrednosti in tudi nov izraz izhodna cena (angl. *exit price*). Poštena vrednost je znesek, ki bi bil prejet ob prodaji sredstva ali plačan pri plačilu obveznosti v okviru običajne transakcije med udeleženci na trgu na datum merjenja (MSRP 13.9).

Glavna načela opredelitve poštene vrednosti v skladu z MSRP 13 so (Deloitte, LLP, 2014, str. 54–55):

- opredelitev poštene vrednosti z vidika udeležencev na trgu, ki imajo v lasti sredstvo ali dolgujejo obveznosti (gre za določitev izhodne cene);
- običajna transakcija med udeleženci na trgu, ki upošteva posebnosti posameznega trga (pomembnost tržnih transakcij in informacij).

Po SRS 2016 (2016, B.3) je poštena vrednost cena, ki bi se prejela za prodajo sredstva ali plačala za prenos obveznosti v redni transakciji med udeleženci na trgu na datum merjenja.

Poštena vrednost je po MRS 39.9 določena:

- za terminske pogodbe na podlagi sedanjega tečaja za pogodbe s podobno zapadlostjo;
- za obrestne zamenjave na osnovi tržne vrednosti podobnih instrumentov.

Pri določanju poštene vrednosti finančnih instrumentov se upošteva naslednja hierarhija ravni določanja poštene vrednosti (Deloitte, d.o.o., 2010):

- prva raven zajema kotirane cene (neprilagojene) za delujočih trgih za enaka sredstva ali obveznosti;
- druga raven zajema vhodne podatke poleg kotiranih cen, vključenih v prvo raven, ki so neposredno (tj. kot cene) ali posredno (tj. kot izvedeni oziroma izpeljani iz cen) zaznavni za sredstvo ali obveznosti;
- tretja raven zajema vhodne podatke za sredstvo ali obveznost, ki ne temeljijo na zaznavnih tržnih podatkih.

Objavljene cene na delujočem trgu najbolje pričajo o pošteni vrednosti in bi jih bilo treba uporabljati, kadar so na voljo na primer finančne publikacije, borze ali cenovne storitev, zasnovane na takšnih virih. Objavljene tržne cene za druge izvedene finančne instrumente se lahko pridobijo pri posrednikih – trgovcih, ki oblikujejo trg za takšne instrumente. Če za izvedene finančne instrumente niso na razpolago objavljene cene, se uporablja tehnika vrednotenja, pri čemer se vključijo vsi dejavniki, ki bi jih udeleženci na trgu upoštevali pri oblikovanju cene.

Metoda vrednotenja mora (Deloitte, d.o.o., 2010):

- vključevati vse dejavnike, ki bi jih upoštevali udeleženci na trgu pri oblikovanju cene, in
- mora biti skladna s splošno sprejetimi metodami vrednotenja cen finančnih instrumentov.

Podjetje je dolžno zagotoviti ločitev izvedenih finančnih instrumentov glede na njihov namen, in sicer za namene trgovanja ali varovanja, ker ta razporeditev vpliva na izkazovanje učinkov iz prevrednotenja v poslovnem izidu. Podjetje razvrsti izvedene instrumente v skupino finančnih sredstev, izmerjenih po *pošteni vrednosti skozi poslovni izid*, razen tistih, ki se dejansko uporabljajo za varovanje pred tveganjem (MRS 39.9).

Podjetja, ki računovodske izkaze sestavljajo v skladu z MRS, izvedene finančne instrumente, pridobljene za trgovanje, pripoznajo kot vsako drugo sredstvo in dolg (bruto princip). Vsi

učinki spremembe poštene vrednosti izvedenih finančnih instrumentov, pridobljenih za trgovanje, vplivajo neposredno na poslovni izid in posledično tudi na davčno osnovo. Podjetja, ki sestavljajo računovodske izkaze v skladu s SRS, na enak način pripoznajo in izkazujejo izvedene finančne instrumente, pridobljene za trgovanje.

Pri izvedenih finančnih instrumentih, pridobljenih za varovanje pred tveganjem, veljajo drugačna pravila, opisana v posebnem poglavju.

Po MRS 39 je podjetje dolžno pripoznati finančna sredstva in finančne obveznosti ter izvedene finančne instrumente v bilanci stanja takoj, ko postane podjetje del pogodbenih določb v finančnem instrumentu. Glede na navedeno se (Deloitte, LLP, 2014, str. 98–99):

- termimska pogodba pripozna kot sredstvo in obveznost na dan nastanka obveznosti in ne na dan plačila. Na dan nastanka obveznosti so običajno poštene vrednosti pravice in obveznosti, ki izhajajo iz termimske pogodbe, enake. Neto poštena vrednost termimske pogodbe je enaka nič. V primeru, da poštena vrednost ni enaka nič, se termimsko pogodbo pripozna kot sredstvo ali obveznost;
- opsijske pogodbe se pripoznajo kot sredstvo ali obveznosti, če imetnik ali izdajatelj postane stranka v pogodbi. Opcija je sredstvo, saj je pogodbeni stranka s podpisom pogodbe pridobila pravico do uporabe gospodarskih koristi od sredstva (osnovnega finančnega instrumenta), na katero se glasi in ki ga bo prejela na dan zapadlosti pogodbe v plačilo;
- načrtovani termimski posli se ne glede na to, kako so verjetni, ne pripoznajo kot sredstva in obveznosti, ker podjetje še ni postalo stranka pogodbe.

4.2 Poznejša ponovna vrednotenja finančnih instrumentov

Finančna sredstva – z izjemo tistih, ki so razvrščena v skupino finančnih sredstev, izmerjenih po pošteni vrednosti skozi poslovni izid, je potrebno pregledovati, ali so oslABLJENA. Obstajati morajo nepristranski dokazi o morebitni oslABLJENOSTI finančnega sredstva ali skupine finančnih sredstev, ki so nastopili po začetnem pripoznanju in vplivajo na prihodnje denarne tokove finančnih sredstev, ki jih je mogoče zanesljivo oceniti. Po določbah o obračunavanju varovanja pred tveganjem se merijo finančna sredstva, ki so določena kot pred tveganjem varovane postavke.

V času zadnje svetovne finančne krize so nastajale številne razprave o uporabni vrednosti računovodenja po pošteni vrednosti. Nasprotniki merjenja finančnih instrumentov po poštenih oziroma tržnih vrednosti so mnenja, da je ta način vrednotenja le še pospešil svetovno finančno krizo (Pozen, 2009). Kot odgovor je nastal nov MSRP 13 Merjenje poštene vrednosti, ki uvaja enoten okvir za določanje poštene vrednosti za vse vrste sredstev in obveznosti.

4.3 Računovodenje varovanja pred tveganji

Ker se izvedeni finančni instrumenti vrednotijo v bilanci stanja oziroma izkazu finančnega položaja, če podjetje uporablja MRS in se njihova poštena vrednost spreminja, je osnovna tema pri računovodenju izvedenih finančnih instrumentov izkazovanje dobičkov in izgub, ki izhajajo iz prilagoditve osnovne vrednosti (angl. *carrying value*) izvedenih finančnih instrumentov na pošteno vrednost. Glavni namen uporabe izvedenih finančnih instrumentov je minimizirati učinke nezaželenih sprememb v cenah, valutah in obrestih merah, zato podjetja uporabljajo izvedene finančne instrumente v enakem obdobju, ko pričakujejo učinke, ki izhajajo iz varovane postavke. Ta računovodski pristop se imenuje obračunavanje varovanja pred tveganjem (angl. *hedge accounting*).

Podjetja, ki uporabljajo obračunavanje varovanja pred tveganjem, imajo interes, da se uporabijo načela poštene vrednosti, da se zmanjša spremenljivost učinkov in izboljšuje sistem napovedovanja dobičkov. Obračunavanje varovanje pred tveganjem se uporablja, ko so izpolnjeni določeni pogoji. Trije najbolj pogosti pogoji se nanašajo na (Trombley, 2003, str. 34):

- naravo varovanega tveganja (angl. *nature of hedged risk*);
- učinkovitost varovalnega razmerja (angl. *hedge effectiveness*);
- ustrezno dokumentacijo.

Računovodsko obračunavanje izvedenih finančnih instrumentov je odvisno od tega, ali so izvedeni finančni instrumenti razvrščeni kot instrumenti varovanja pred tveganjem in ali je varovalno razmerje zelo uspešno. Ob nastanku računovodskega varovanja pred tveganjem družba evidentira odnos med varovano postavko in instrumentom za varovanje, skupaj z vzpostavitev politike ter strategije upravljanja tveganj različnih transakcij varovanja ter tveganj. Ob samem nastanku in tudi redno v času trajanja varovanja družba preverja učinkovitost varovanja ter tveganja.

Najpogostejše metode za preverjanje uspešnosti varovalnega razmerja so (Trombley, 2003, str. 36–37):

- časovno ujemanje (angl. *critical term analysis*) upošteva naravo varovane postavke glede zapadlosti recimo v primeru, če podjetje načrtuje proizvodnjo zlata v naslednjih tridesetih dneh in za to obdobje sklene 30-dnevno terminsko pogodbo, je ta pogodba ustrezna za dokazovanje učinkovitosti varovanja denarnega toka;
- statistične analize (angl. *statistical analysis*), kjer se najpogosteje uporablja korelacijska analiza, ki meri moč povezave med dvema spremenljivkama, pri čemer je sprejemljivo, da je korelacija višja od 0,90 oziroma da je korelacijskih koeficient večji od 0,80);
- analiza pogostosti (angl. *frequency analysis*), ki merilo za obračunavanje varovanja pred

tveganji določa razpon instrumenta za varovanje med 80 in 125 % od spremembe poštene vrednosti denarnih tokov varovane postavke. Ta razpon imenujemo tudi delta koeficient (angl. *delta ratio*).

Podjetja po načelih varovanja pred tveganji podjetja pripoznajo obvladovanje finančnih tveganj z izvedenimi finančnimi instrumenti kot okrepitve in oslabitve računovodskih postavk pobotano, in sicer kot stanje okrepitev in oslabitev vrednosti varovane postavke ter instrumenta za varovanje, če so izpolnjeni pogoji za varovanje poštene vrednosti pred spremembo.

Po MRS (39.86) so v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti pomembna naslednja varovanja pred tveganjem:

- varovanje poštene vrednosti pred tveganjem: varovanje pred izpostavljenostjo spremembam, in sicer poštene vrednosti pripoznane(-ga) sredstva ali obveznosti, ali nepripoznane trdne obveze, ali določenega dela takšne(-ga) sredstva, obveznosti ali trdne obveze, ki jo je mogoče pripisati posameznemu tveganju in lahko vpliva na poslovni izid;
- varovanje denarnih tokov pred tveganjem: varovanje pred izpostavljenostjo spremenljivosti denarnih tokov, ki:
 - jih je mogoče pripisati posameznemu tveganju, ki je povezano s pripoznanim sredstvom ali obveznostjo (kot so vsa ali nekatera prihodnja plačila obresti za dolg s spremenljivo obrestno mero) ali z zelo verjetnimi napovedanimi transakcijami, in
 - lahko vpliva na poslovni izid.

Pri varovanju poštene vrednosti se varovana postavka meri v izkazu poslovnega izida, čeprav bi se sicer merila drugače (v odvisnosti od tega, kam je razporejena, denimo kot razpoložljiva za prodajo ali kot kategorija v posestvu do zapadlosti). Izvedeni finančni instrument pa se meri po poštenu vrednosti skozi izkaz poslovnega izida in tako pobota spremembe iz gibanja varovane postavke v poslovnem izidu.

Pri varovanju denarnih tokov pred tveganjem se dobički in izgube od instrumenta za varovanje pred tveganjem pripoznajo v kapitalu, v kolikor gre za učinkovit del varovanja. Učinki neučinkovitega varovanja se pripoznajo v izkazu poslovnega izida. S tem se spremeni merjenje izvedenega finančnega instrumenta, ki bi bil sicer merjen skozi izkaz poslovnega izida na način, kot bi bil merjen skozi kapital. Učinki iz prevrednotenja izvedenih finančnih instrumentov, ki ne izpolnjujejo zahtev za računovodsko varovanje pred tveganjem, so pripoznani neposredno v izkazu poslovnega izida (Deloitte, LLP, 2014, str. 100).

Pri računovodskem varovanju pred tveganjem se dobički ali izgube zaradi spremembe poštene vrednosti pripoznajo tako, da se del dobička ali izgube iz instrumenta za varovanje pred tveganjem, ki je opredeljen kot uspešno varovanje pred tveganjem, pripozna v drugem

vseobsegajočem donosu. Ko predvideni posel postane sredstvo ali obveznost, se kumulativni znesek dobička ali izgube iz kapitala prenese in upošteva v začetnem merjenju stroškov pridobitve ali druge knjigovodske vrednosti sredstva ali obveznosti. Neučinkovit del varovanja se takoj izkaže v izkazu poslovnega izida.

Obračunavanje varovanja pred tveganjem pripoznava pobotne vplive, ki jih imajo spremembe poštenih vrednosti instrumenta za varovanje pred tveganjem in pred tveganjem varovanih postavk na poslovni izid.

Razmerja varovanja pred tveganjem so primerna za obračunavanje varovanja pred tveganjem samo takrat, ko so izpolnjeni vsi naslednji pogoji (MRS 39.87):

- Ob uvedbi varovanja pred tveganjem obstajajo formalne listine o razmerju varovanja pred tveganjem in o cilju ravnanja s tveganjem v podjetju ter o strategiji projekta varovanja pred tveganjem. Te listine morajo vsebovati opredelitev instrumentov za varovanje pred tveganjem, pred tveganjem varovane postavke ali transakcije, vrsto tveganja, pred katerim se varuje, in način, kako bo podjetje ocenilo uspešnost instrumentov za varovanje pred tveganjem pri njihovem soočanju z izpostavljenostjo spremembam poštene vrednosti varovane postavke ali varovanih denarnih tokov transakcije, ki se pripisujejo varovanju pred tveganjem.
- Pričakuje se zelo uspešno varovanje pred tveganjem pri doseganju pobotanih sprememb poštene vrednosti ali denarnih tokov, ki se pripisujejo varovanemu tveganju v skladu s strategijo ravnanja s tveganji pri takšnem posebnem razmerju varovanja, podprto z izvirnimi listinami.
- Pri varovanju pred denarno tokovnimi tveganji mora biti napovedana transakcija, ki je predmet varovanja, zelo verjetna in izpostavljena spremembam denarnih tokov, ki lahko odločilno vplivajo na poslovni izid.
- Uspešnost varovanja pred tveganjem se lahko zanesljivo izmeri; to pomeni, da je mogoče pošteno vrednost ali denarne tokove pred tveganjem varovane postavke, ki jih je mogoče pripisati varovanemu tveganju in je mogoče pošteno vrednost instrumenta za varovanje pred tveganjem zanesljivo izmeriti.
- Varovanje pred tveganjem se ocenjuje na ustaljen način in se spozna kot zelo uspešno v vseh obdobjih poročanja, za katere je bilo varovanje pred tveganjem določeno.

Varovanje poštene vrednosti pred tveganjem se izkaže kot dobiček ali izguba v poslovnem izidu. Če se z izvedenimi finančnimi instrumenti varuje denarne tokove pred tveganjem, potem se po MRS 39.95 obračunajo kot:

- del dobička ali izgube iz izvedenega finančnega instrumenta za varovanje pred tveganjem, ki je opredeljen kot uspešno varovanje pred tveganjem, se pripozna neposredno v kapitalu;
- del dobička ali izgube iz instrumenta za varovanje pred tveganjem, ki je opredeljen kot

neuspešno varovanje pred tveganjem, se pripozna v poslovnem izidu.

Varovanje pred tveganjem velja za uspešno, če sta izpolnjena dva pogoja (MRS 39, AG 105, 2008):

- Na začetku varovanja in v obdobjih zatem se pričakuje, da bo varovanje pred tveganjem zelo uspešno pri doseganju pobotanih sprememb poštene vrednosti ali denarnih tokov, ki se pripisujejo varovanemu tveganju med obdobjem, za katero je varovanje določeno. Takšno pričakovanje lahko prikažemo na različne načine, tudi s primerjanjem sprememb poštene vrednosti ali denarnih tokov varovane postavke v preteklosti, ki so pripisljive varovanemu tveganju pri preteklih spremembah poštene vrednosti ali denarnih tokov varovalnega instrumenta, ali s prikazom visoke statistične korelacije med pošteno vrednostjo ali denarnimi tokovi varovane postavke in tistimi, ki pripada instrumentu varovanja pred tveganjem. Podjetje pa lahko izbere drugačno razmerje varovanja, da bi izboljšalo uspešnost varovanja pred tveganjem.
- Dejanski izidi varovanja pred tveganjem so v razponu 80–125 %. Če so na primer dejanski izidi takšni, da je izguba pri instrumentu za varovanje pred tveganjem 120 DE in dobiček pri denarnem instrumentu 100 DE, se pobotanje lahko izmeri kot 120/100, kar da 120 % ali kot 100/120 kar pomeni 83 %. V tem primeru bi podjetje zaključilo, da je bilo varovanje zelo uspešno.

Standard ne določa natančno ene same metode za ocenjevanje uspešnosti varovanja pred tveganjem. Metoda, ki jo podjetje sprejme za ocenjevanje uspešnosti varovanja pred tveganjem, je odvisna od strategije ravnanja s tveganjem. Na primer, če je strategija ravnanja s tveganjem v podjetju občasno usklajevanje vrednosti instrumenta za varovanje, da se pokažejo spremembe v varovanem stanju, mora podjetje pokazati, da se od varovanja pričakuje, da bo zelo uspešno le za dobo do naslednje prilagoditve vrednosti varovalnega instrumenta. V nekaterih primerih podjetje sprejme različne metode za različne vrste varovanja pred tveganjem. Listine podjetja o njegovi strategiji varovanja pred tveganjem vsebujejo njegove postopke ocenjevanja uspešnosti (MRS 39, AG 106, 2008).

Izvedeni finančni instrumenti, ki se uporabljajo za varovanje pred tveganjem, so predmet tveganja, da se bodo tržne okoliščine spremenile, tako da varovanje pred tveganjem ne bo več uspešno in da ne bo več izpolnjevalo pogojev za varovalno razmerje. Računovodsko obračunavanje se prekine, ko finančni instrument za varovanje pred tveganjem poteče ali se proda oziroma ne izpolnjuje več pogojev za računovodsko obravnavanje varovanja pred tveganjem. Dobički in izgube, nabrani pri izvedenih finančnih instrumentih, ki jih podjetje pripozna v kapitalu, se zadržijo v kapitalu, dokler se ne zgodi predvidena transakcija. V primeru, da se več ne pričakuje, da se bo zgodila predvidena transakcija, se dobički in izgube, pripoznani v kapitalu, prenesejo v izkaz poslovnega izida v tekočem letu (Deloitte, LLP, 2014, str. 100).

SRS 2016 povzema rešitve računovodskega obravnavanja v zvezi z varovanjem pred tveganjem iz MRS 39, bolj natančno v okviru SRS 3 – Finančne naložbe.

Glavna prednost uporabe obračunavanj varovanj pred tveganj je manjša spremenljivost izkaza poslovnega izida, glavne slabosti pa so priprava dokumentacije, izpolnjevanje pogojev in preverjanje uspešnosti varovanja, ki mora biti pripravljeno vsaj enkrat letno.

Odbor za mednarodne računovodske standarde (angl. *International Accounting Standards Board*; v nadaljevanju IASB) je zaradi zmanjšanja kompleksnosti in usklajevanja z ameriškimi računovodskimi standardi predvidel zamenjavo standarda 39 z MSRP 9. V juliju 2014 je bila objavljena končna različica standarda MSRP 9, ki bo nadomestil MRS 39; njegov uporaba bo obvezna za obdobja po 1. 1. 2018.

4.4 Davčni vidik izvedenih finančnih instrumentov po Zakonu o davku od dohodkov pravnih oseb

Izvedeni finančni instrumenti so del finančnih sredstev oziroma del finančnih obveznosti. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Ur.l. RS, št. 117/2006, 56/2008, 76/2008, 5/2009, 96/2009, 110/2009-ZDavP-2B (1/2010 popr.), 43/2010, 59/2011, 24/2012, 30/2012, 94/2012, 81/2013, 50/2014, 23/2015, 82/2015, v nadaljevanju ZDDPO-2) opredeljuje, da je davčna osnova za obdavčitev po tem zakonu dobiček, ki predstavlja presežek prihodkov nad odhodki, ki jih zakon podrobno opredeljuje. V primeru, da zakon ne določa drugače, se za ugotavljanje dobička priznajo prihodki in odhodki, ugotovljeni v izkazu poslovnega izida oziroma v letnem poročilu, ki ustreza izkazu poslovnega izida in prikazuje prihodke, odhodke in poslovni izid, in sicer na podlagi zakona in v skladu z njim uvedenimi računovodskimi standardi. Ta določba je pomembna določba zakona, saj se – razen v redkih primerih – prihodki in odhodki upoštevajo za izračun davka od dohodkov pravnih oseb glede na računovodsko odločitev, ki jo je podjetje sprejelo. Če podjetje uporablja SRS ali MSRP, so ti podlaga za obračun davka. Velik del držav v Evropski uniji te izbire nima, ampak morajo za davčne namene uporabljati lokalne standarde in posebne predpise.

Učinki vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov se vrednotijo skozi izkaz poslovnega izida in imajo neposreden vpliv na davčno osnovo, razen v primeru varovanja pred tveganji, kjer se v določenih primerih uspešen del vrednoti v kapitalu in nima vpliva na izkaz poslovnega izida in davčno osnovo, medtem ko ima neuspešen del, izkazan v izkazu poslovnega izida, davčne posledice. Pri prevrednotenju izvedenih finančnih instrumentov je treba upoštevati, da se odhodki zaradi prevrednotenja kot posledica oslabitve kratkoročnih in dolgoročnih finančnih naložb oziroma finančnih instrumentov ne priznajo v celoti. V primeru, da se ne upoštevajo, se tudi prihodki iz odprave oslabitve, ki ni bila priznana kot odhodek, izvzemajo iz davčne osnove. Ta način preprečuje dvojno obdavčitev finančnih naložb.

Odhodki zaradi prevrednotenja kot posledica oslabitve, ki se ne priznajo in niso bili odpravljeni, se priznajo ob odtujitvi, zamenjavi ali drugačni poravnavi oziroma odpravi finančne naložbe oziroma finančnega instrumenta. Zakon določa izjemo od omenjenega pravila in to so odhodki zaradi prevrednotenja finančnih naložb oziroma finančnih instrumentov, izmerjenih po pošteni vrednosti prek poslovnega izida. Ti se priznajo kot odhodki v obračunanih zneskih v skladu z veljavnimi računovodskimi standardi, ki jih podjetje uporablja. Vsi odhodki zaradi prevrednotenja izvedenih finančnih instrumentov se pripoznajo kot odhodek, ker se v skladu s SRS in MSRP vrednoti po pošteni vrednosti preko poslovnega izida.

Edina izjema so finančni instrumenti namenjeni varovanju pred tveganji. Te je treba obravnavati glede na vrednotenje pred tveganjem varovane postavke. V skladu s standardi je vrednotenje obvezno vsaj ob koncu obračunskega leta, ko se izdelujeta davčna in računovodska bilanca, kar pripomore k pravilnemu izkazovanju in obveznemu vrednotenju izvedenih finančnih instrumentov. Na poslovni izid in posledično na davčno osnovo bodo pri finančnih instrumentih kot instrumentih za varovanje vplivali le učinki pobotanja spremembe poštene vrednosti instrumenta za varovanje in poštene vrednosti varovane postavke (ob predpostavki uspešnega varovanja).

4.5 Razkritja v letnih poročilih

Podjetja morajo pri razkritjih v letnih poročilih upoštevati zahteve, ki so predpisane tako s strani evropske kot tudi nacionalne zakonodaje in z izbranimi računovodskimi standardi. Razkritja obvladovanj tveganj so pri nas postala obvezna v letnih poročilih za leto 2004, in sicer za podjetja, ki kotirajo na borzi. Pojasnila o tveganjih zahtevata ZGD-1 in ZFPPIPP, ki opredeljujeta načine obvladovanja tveganj in zahteve o razkritjih v letnih poročilih. Razkritja v računovodskem delu določa SRS oziroma MSRP za podjetja, ki so se s sklepom skupščine zavezala, da bodo najmanj pet let uporabljala MSRP. Obseg razkritij se z zahtevami računovodskih standardih povečuje, še posebej v primeru, ko se je podjetje odločilo za uporabo MSRP.

ZGD-1 v 70. členu upravi nalaga razkrivati informacije, ki morajo vsebovati vsaj pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe ter njenega finančnega položaja, vključno z opisom bistvenih tveganj in negotovosti, ki jim je družba izpostavljena. V četrti točki istega člena upravi nalaga, da mora v poslovnem poročilu prikazati cilje in ukrepe obvladovanja finančnih tveganj družbe, vključno z ukrepi za zavarovanje vseh najpomembnejših transakcij, za katere se posli zavarovanja računovodsko posebej prikazujejo, ter izpostavljenost družbe cenovnim, kreditnim in likvidnostnim tveganjem ter tveganjem v zvezi z denarnim tokom, v primeru, če je to pomembno za presojo premoženja in obveznosti družbe, njenega finančnega položaja in poslovnega izida.

ZGD-1 zahteva pojasnila o tveganjih za poslovno poročilo, v katerem mora podjetje predstaviti vse vrste najpomembnejših tveganj, sicer pa je poudarek na finančnih tveganjih.

Predstaviti mora cilje in ukrepe upravljanja finančnih tveganj, tudi ukrepe za zavarovanje vseh najpomembnejših vrst načrtovanih transakcij. Iz poročila morajo uporabniki razbrati izpostavljenost podjetja cenovnim, kreditnim, likvidnostnim tveganjem in tveganjem v zvezi z denarnim tokom.

SRS 2016 zahtevajo pojasnila o tveganjih za računovodsko poročilo. Poleg posebnih pravil in dokumentacije za računovodenje varovanja pred tveganji SRS 2016 zahtevajo, da se razkrivajo informacije za vsako vrsto terjatev (SRS 5.32) in dolgov (SRS 9.21) o:

- izpostavljenosti različnim vrstam tveganja ter
- obsegu in vrsti finančnih instrumentov za varovanje pred tveganjem.

Podjetje v letnem poročilu razkriva po MSRP 7: Finančni instrumenti – razkritja (Deloitte, LLP, 2014, str. 42–43):

- pomen finančnih instrumentov za finančno stanje in dosežke podjetja ter
- naravo in obseg tveganj, ki izhajajo iz finančnih instrumentov, ki jim je podjetje izpostavljeno v obračunskem obdobju in na datum poročanja, ter način, kako obvladuje tovrstna tveganja.

Podjetje ločeno razkriva tudi informacije v zvezi z varovanjem pred tveganjem, in sicer:

- opis vsake vrste varovanja pred tveganjem;
- opis finančnih instrumentov, določenih kot instrumentov za varovanje pred tveganjem, in navedbo njihove poštene vrednosti na datum poročanja in
- naravo tveganja za katero je bilo uvedeno varovanje pred tveganjem.

Če se dobiček oziroma izguba z naslova instrumenta za varovanje, ki je določen kot instrument za varovanje denarnega toka pred tveganjem, pripozna neposredno v kapitalu, je treba razkriti:

- obdobja, v katerih se pričakuje pojav denarnih tokov in njihov vpliv na poslovni izid;
- znesek, pripoznan v kapitalu v tekočem obdobju;
- znesek, odstranjen iz kapitala in izkazan v poslovnem izidu obdobja ter
- znesek, ki je odstranjen iz kapitala v določenem obdobju in vključen v začetno izmero stroškov pridobitve ali drugo knjigovodsko vrednost nefinančnega posla pred tveganjem.

Evropske raziskave kažejo, da podjetja premalo pozornosti posvečajo povečanju obsega in kakovosti razkritij, še vedno pa je veliko podjetij, ki ne izpolnjuje zakonskih zahtev. Količina in kakovost razkritij tveganj sta se v Sloveniji v obdobju med letoma 2007 in 2013 povečevali (Ravšelj, str. 73–74).

5 UČINKI UPORABE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V VELIKIH SLOVENSKIH PODJETJIH V OBDOBJU 2009–2011

Po pregledu teoretičnih izhodišč o teorijah obvladovanja tveganja, vrstah finančnega tveganja, vrstah izvedenih finančnih instrumentov in njihovem merjenju ter izkazovanju v poslovnih izkazih podjetja nas zanimajo uporaba izvedenih finančnih instrumentov in učinki njihove uporabe v Sloveniji.

5.1 Raziskovalna vprašanja

V pričujočem magistrskem delu preverjamo naslednja raziskovalna vprašanja:

1. Na primeru slovenskih velikih podjetjih želimo ugotoviti obseg in vrsto izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014.
2. Zanima nas ali velikost oziroma vrsta zadolževanja vpliva na uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov? Pri tem preverjamo naslednjo hipotezo:
H1: Podjetja, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente, so bolj zadolžena v primerjavi s podjetji, ki omenjenih instrumentov ne uporabljajo.
3. Ali geografska diverzifikacija vpliva na večjo uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumentov? Pri tem preverjamo naslednjo hipotezo:
H2: Podjetja, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente, v večji meri izvažajo v primerjavi s podjetji, ki omenjenih instrumentov ne uporabljajo.
4. Ali lastniška struktura vpliva na obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov? Pri tem preverjamo naslednjo hipotezo:
H3: Domača podjetja oziroma podjetja v državni lasti v večji meri uporabljajo izvedene finančne instrumente v primerjavi s podjetji v tuji lasti.
5. Ali velikost podjetja vpliva na uporabo izvedenih finančnih instrumentov? Pri tem preverjamo naslednjo hipotezo:
H4: Večja podjetja v večji meri uporabljajo izvedene finančne instrumente.
6. Kakšni so vrednostni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v preučevanem obdobju, ki so izkazani v letnih poročilih?

5.2 Vzorec in podatki

Analizirani so bili učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov in vpliv na poslovanje v 50 največjih podjetjih v Sloveniji. Največja slovenska podjetja so bila izbrana po metodologiji časnika Finance na podlagi podatkov analitsko-bonitetne družbe Bisnode in samih podjetij. Podjetja so bila razvrščena z upoštevanjem šestih kategorij poslovanja, s tremi kategorijami toka in tremi stanja: z vrednostjo prihodkov od prodaje, vrednostjo čistega dobička, vrednostjo kosmatega donosa iz poslovanja, vrednostjo lastniškega kapitala, sredstev in števila zaposlenih. Največja slovenska podjetja so bila izbrana ne glede na lastniško strukturo ali izvozno usmerjenost, saj kot največja podjetja pomembno vplivajo na uspešnost slovenskega gospodarstva kot celote, prav tako pa imajo velik neposreden ali posreden vpliv na druga podjetja oziroma sektorje.

Viri podatkov so bila letna poročila. Vzorec predstavlja 50 največjih slovenskih podjetij. V Tabeli 2 je seznam 50 največjih slovenskih podjetij po metodologiji časnika Finance (Finance, 2012, str. 35–38). Podjetja v Tabeli 2 so razvrščena po velikosti za leto 2011, v nadaljevanju se uporablja abecedni vrstni red. Kjer gre za skupino podjetij, so upoštevani konsolidirani podatki. Tabela 2 prikazuje, ali je podjetje v preučevanem obdobju uporabljalo izvedene finančne instrumente ali ne in v katerem obdobju jih je uporabljalo.

Tabela 2: 50 največjih slovenskih podjetij v letu 2011 po metodologiji Financ

Št.	Podjetje	Obdobje uporabe IFI
1	Krka	v letih 2012, 2014
2	Dars	v letih 2009–2014
3	Mercator	v letih 2009–2014
4	Telekom	v letih 2009–2014
5	Petrol	v letih 2009–2014
6	Lek	ne uporablja IFI
7	HSE	v letih 2009–2014
8	Revoz	ne uporablja IFI
9	Gorenje	v letih 2009–2014
10	Pošta Slovenije	ne uporablja IFI
11	Nuklearna elektrarna Krško	ne uporablja IFI
12	BSH Hišni aparati	ne uporablja IFI
13	Termoelektrarna Šoštanj	ne uporablja IFI
14	OMV Slovenija	v letih 2009–2014
15	Simobil	ne uporablja IFI
16	Acroni	v letih 2009–2014
17	Cinkarna Celje	v letih 2009–2014
18	Merkur	v letih 2009–2010
19	Dravske elektrarne	ne uporablja IFI
20	Elektro Slovenija	v letih 2009–2014

se nadaljuje

*Tabela 2: 50 največjih slovenskih podjetij v letu 2011 po metodologiji Financ
(nadaljevanje)*

Št.	Podjetje	Obdobje uporabe IFI
21	Hella	ne uporablja IFI
22	Goodyear Dunlop Sava Tires	ne uporablja IFI
23	GEN-I	v letih 2009–2014
24	Luka Koper	v letih 2009–2014
25	Elektro Ljubljana	ne uporablja IFI
26	GEN Energija	v letih 2009–2014
27	Geoplin	v letih 2009–2014
28	Unior	ne uporablja IFI
29	Impol	v letih 2009–2014
30	Elektro Maribor	ne uporablja IFI
31	Metal Ravne	ne uporablja IFI
32	Energetika Ljubljana	v letih 2009–2014
33	Hit	v letih 2010–2011
34	Premogovnik Velenje	v letih 2009–2014
35	Iskra Avtoelektrika/Letrika	v letih 2009–2014
36	Elektro Celje	ne uporablja IFI
37	Boxmark Leather	ne uporablja IFI
38	Pivovarna Union	ne uporablja IFI
39	Perutnina Ptuj	ne uporablja IFI
40	LTH Ulitki	ne uporablja IFI
41	Helios	v letih 2009–2014
42	Soške elektrarne	v letih 2009–2014
43	Plinovodi	ne uporablja IFI
44	Savatech	v letih 2009–2014
45	Pivovarna Laško	ne uporablja IFI
46	Intereuropa	v letih 2009–2014
47	Droga Kolinska	v letih 2009–2014
48	TAB	ne uporablja IFI
49	Talum	v letih 2009–2014
50	Žito	ne uporablja IFI

Vir: Finance, Top 101 – Liga največjih, 2012, str. 35-38.

5.3 Metoda analize

Merilo obsega poročanja je oblikovano na podlagi metodologije vsebinske analize in deskriptivnih statistik. Najprej so opredeljeni osnovni indikatorji izpostavljenosti finančnim vrstam tveganja, v drugem koraku so opredeljene spremenljivke, s katerimi so primerjani vrednostni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov, v zadnjem delu pa določen skupni rezultat kot seštevek vseh vrednosti po področjih. Hipoteze smo preverjali z uporabo programa SPSS, z uporabo deskriptivnih statistik, analize variance in t-testa v primeru

razmernostih spremenljivk ter χ^2 -testa v primeru dihotomnih spremenljivk.

5.4 Rezultati analize uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014

5.4.1 Vrsta in obseg izvedenih finančnih instrumentov uporabljenih za varovanje pred finančnim tveganjem

Podjetja, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje pred tveganji, jih praviloma uporabljajo v daljšem časovnem obdobju in imajo vzpostavljen sistem za obvladovanje tveganj.

V Tabeli 3 prikazujemo z uporabo metode deskriptivne statistike razmerje med podjetji, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente in tistimi, ki jih ne uporabljajo. Med največjimi slovenskimi podjetji je več podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente kot tistih, ki jih ne uporabljajo. V obdobju 2009–2014 je od 50 preučevanih podjetij 54 % podjetij uporabljalo izvedene finančne instrumente in 46 % jih ni uporabljalo.

Tabela 3: Razmerje med podjetji, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala izvedene finančne instrumente, in tistimi, ki jih niso

	Število podjetij	Delež (v %)
Uporablja izvedene finančne instrumente.	27	54
Ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov.	23	46
Skupaj	50	100

Iz Tabele 4 je razvidno, da je od 27 podjetij, ki so v preučevanem obdobju uporabljala izvedene finančne instrumente, večina (19 podjetij) uporabljala obrestne izvedene finančne instrumente, 17 valutne oziroma cenovne finančne instrumente in le 9 podjetij je uporabljalo vse vrste izvedenih finančnih instrumentov, to je obrestne, valutne in/ali cenovne izvedene finančne instrumente.

Tabela 4: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v velikih slovenskih podjetjih v obdobju 2009–2014

Podjetje	Vrsta tveganja, ki ga podjetje ščiti		
Acroni			C
Cinkarna Celje	O	V	C
Dars	O		
Droga Kolinska	O	V	C
Elektro Slovenija	O	V	C
Energetika Ljubljana		V	
GEN Energija	O	V	C
GEN-I	O	V	C
Geoplin			C
Gorenje	O	V	
Helios	O		
Hit	O		
HSE	O	V	
Impol		V	C
Intereuropa		V	
Krka		V	
Letrika	O		
Luka Koper	O		
Mercator	O		
Merkur	O		
OMV		V	C
Petrol	O	V	C
Premogovnik Velenje	O		
Savatech	O	V	
Soške elektrarne	O		
Talum		V	C
Telekom	O		
Skupaj	19	15	11

Legenda: O – obrestno tveganje

V – valutno tveganje

C – cenovno tveganje

V Tabeli 5 sta prikazana število podjetij v posamezni skupini vrste izvedenih finančnih instrumentov in njihov delež glede na vsa podjetja. Obrestne izvedene finančne instrumente je uporabljalo 19 podjetij (38 % preučevanih podjetij), valutne 15 podjetij (30 % preučevanih podjetij) in cenovne 11 podjetij (22 % preučevanih podjetij). Valutni in cenovni izvedeni finančni instrumenti nastopajo najpogosteje v kombinaciji (9 podjetij), le 2 podjetji (Acroni, Geoplin) sta uporabljali samo cenovne izvedene finančne instrumente, samo valutne izvedene finančne instrumente pa je uporabljalo 6 podjetij, kar je razvidno iz Tabele 4.

Tabela 5: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v velikih slovenskih podjetjih v po posameznih vrst tveganja v obdobju 2009–2014

	Obrestni izvedeni finančni instrumenti		Valutni izvedeni finančni instrumenti		Cenovni izvedeni finančni instrumenti	
	Število podjetij	Delež v %	Število podjetij	Delež v %	Število podjetij	Delež v %
Uporablja izvedene finančne instrumente	19	38	15	30	11	22
Ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov	31	62	35	70	39	78
Skupaj	50	100	50	100	50	100

5.4.2 Analiza zadolženosti podjetij in njihova primerjava glede na uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov

V nadaljevanju nas zanima, ali je velikost zadolževanja povezana z uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov.

V skupini podjetij, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente (glej Tabelo 5), je 19 podjetij (38 % preučevanih podjetij), od tega jih je približno polovica (10 podjetij), ki uporabljajo samo obrestne izvedene finančne instrumente in 9 je takih, ki uporabljajo tudi valutne oziroma cenovne instrumente.

V Tabeli 6 je prikaz deleža zadolženosti v celotnih sredstvih podjetja (delež kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti glede na celotne obveznosti do virov sredstev) v letih 2009–2014, trenda zadolževanja in vrste zadolževanja za podjetja, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente. Delež zadolženosti je določen glede na povprečje v preučevanem obdobju, trend zadolženosti pa je opredeljen glede na izhodiščno leto 2009 in zadnje preučevano leto 2014. Ročnost zadolženosti je določena glede na večjega od deležev kratkoročnih oziroma dolgoročnih dolgov v celotnem preučevanem obdobju.

Iz Tabele 6 lahko razberemo, da gre pri podjetjih, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente večinoma za podjetja, za katera je značilna zmerna zadolženost, najvišjo stopnjo zadolženosti v letu 2014 so izkazovala podjetja Dars, Hit in Merkur, ki so tudi uvrščena v skupino podjetij z visoko zadolženostjo. Podjetje Merkur je v procesu finančnega prestrukturiranja zmanjšalo delež zadolženosti in instrumentov za varovanje pred obrestnimi tveganji več ne uporablja. Podjetje Hit kljub naraščanju zadolženosti več ne uporablja finančnih izvedenih instrumentov za varovanje pred obrestnimi tveganji.

Tabela 6: Delež zadolženosti, trend zadolževanja in vrsta zadolženosti podjetij, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente v obdobju 2009–2014 (v %)

Podjetje	Delež zadolženosti								
	2014	2013	2011	2011	2010	2009	Velikost	Trend	D/K
Cinkarna Celje	0	3	10	11	25	34	nizka	pada	K
Dars	48	50	51	53	54	50	visoka	pada	D
Droga Kolinska	36	43	49	56	48	43	zmerna	pada	D
Elektro Slovenija	12	13	15	16	14	9	nizka	narašča	D
Gorenje	33	35	36	39	37	38	zmerna	pada	D
Gen Energija	3	4	3	3	5	4	nizka	pada	K
GEN-I	18	15	7	8	14	4	nizka	narašča	K
Helios	29	30	32	32	30	31	zmerna	pada	D
Hit	56	55	55	53	50	47	visoka	narašča	D
HSE	34	34	23	22	16	20	nizka	narašča	D
Letrika	31	35	39	39	40	47	zmerna	pada	D
Luka Koper	28	35	40	43	45	44	zmerna	pada	D
Mercator	38	45	44	45	41	42	zmerna	pada	D
Merkur	38	112	83	81	83	82	visoka	pada	D
Petrol	36	37	40	40	39	44	zmerna	pada	D
Premogovnik Velenje	32	32	29	27	22	19	zmerna	narašča	K
Savatech	27	35	17	16	49	22	zmerna	narašča	D
Soške elektrarne	20	22	25	29	30	33	zmerna	pada	D
Telekom	27	30	29	31	38	34	zmerna	pada	D

Zadolženost: 0–25 % nizka
25–50 % zmerna
več kot 50 % visoka

Legenda: D – dolgoročna zadolženost
K – kratkoročna zadolženost

Za preučevano obdobje je kljub okrevanju gospodarstva za to skupino značilen trend padanja zadolževanja. Ni opaziti povezave med trendom naraščanja/padanja zadolženosti in uporabo izvedenih finančnih instrumentov. V letnih poročilih ni posebej razkrito zakaj se je podjetje odločilo uporabljati oziroma zakaj je prenehalo z uporabo določenega izvedenega finančnega instrumenta.

Tabela 7 prikazuje delež zadolženosti podjetij, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov. Stopnja zadolženosti je določena glede na povprečje v preučevanem obdobju, trend zadolženosti je opredeljen glede na izhodiščno leto 2009 in zadnje preučevano leto 2014. Ročnost zadolženosti je določena upoštevajoč večji delež kratkoročnih oziroma dolgoročnih dolgov v celotnem preučevanjem obdobju.

Tabela 7: Delež zadolženosti podjetij (v %) , ki v obdobju 2009–2014 niso uporabljala obrestnih izvedenih finančnih instrumentov

Podjetje	Delež zadolženosti								
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	Velikost	Trend	D/K
Acroni	31	37	31	60	35	34	zmerna	pada	D
Boxmark Leather	42	0	0	0	0	0	zmerna	narašča	D
BSH Hišni aparati	0	0	0	0	20	7	ni	ni spr.	K
Dravske elektrarne	0	0	0	0	0	0	ni	ni spr.	D
Elektro Ljubljana	10	11	11	6	11	8	nizka	narašča	D
Elektro Celje	15	17	17	14	17	13	nizka	narašča	D
Elektro Maribor	10	11	11	6	11	8	nizka	narašča	D
Energetika Ljubljana	10	9	8	4	4	0	nizka	narašča	D
Geoplin	18	14	12	12	5	0	nizka	narašča	D
Goodyear Dunlop Sava Tires	30	32	4	12	10	10	zmerna	narašča	K
Hella Saturnus	14	17	15	16	25	18	nizka	pada	K
Impol	52	53	61	64	68	70	visoka	pada	K
Intereuropa	35	2	37	50	51	55	zmerna	pada	D
Krka	2	0	2	5	8	16	nizka	pada	K
Lek	22	18	21	0	1	6	nizka	narašča	K
LTH Ulitki	28	34	41	48	0	54	zmerna	pada	D
Metal Ravne	29	34	36	32	39	39	zmerna	pada	D
Nuklearna elektrarna Krško	0	3	4	6	9	8	ni	ni spr.	
OMV	0	0	0	0	0	0	ni	ni spr.	
Perutnina Ptuj	47	49	42	43	38	38	zmerna	narašča	K
Pivovarna Laško	65	74	72	68	62	67	visoka	pada	K
Pivovarna Union	28	52	53	54	55	61	zmerna	pada	K, zdaj D
Plinovodi	31	27	24	27	19	13	zmerna	narašča	D
Pošta Slovenije	2	4	0	0	3	2	nizka	ni spr.	D
Revoz	8	11	0	0	0	0	nizka	narašča	K
Simobil	20	0	0	0	0	0	nizka	narašča	K
TAB	10	14	12	14	10	9	nizka	narašča	K
Talum	17	17	18	21	14	18	nizka	pada	K
Termoelektrarna Šoštanj	62	54	44	37	21	9	visoka	narašča	D
Unior	48	50	47	43	46	48	zmerna	ni spr.	D
Žito	17	20	24	27	23	27	nizka	pada	K

Legenda: 0–25 % nizka
25–50 % zmerna
več kot 50 % visoka

Legenda: D – dolgoročna zadolženost
K – kratkoročna zadolženost

Iz Tabele 7 lahko razberemo, da gre za podjetja, ki večinoma nimajo zadolženosti, ali pa imajo nizko zadolženost. Naraščajoči trend zadolženosti izkazuje 15 podjetij,

nespremenjeno zadolženost imata dve podjetji poleg treh, ki v zadnjem letu ne izkazujejo zadolženosti. Zadolženost se je znižala pri enajstih podjetjih. Prevladuje dolgoročna zadolženost, v primeru kratkoročne zadolženosti se pojavlja zadolževanje v skupini podjetij, tako ta podjetja obvladujejo tveganja v okviru skupine.

Tabela 8 prikazuje število podjetij v posamezni skupini zadolženosti in njihov delež. Iz Tabele 8 razberemo, da je 58 % podjetij, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov, nizko zadolženo ali brez finančnega dolga, medtem ko je ta odstotek pri podjetjih, ki izvedene instrumente uporabljajo, manjši in znaša le 26 %. Zmerna zadolženost je v skupini podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente, 58 %, medtem ko je v skupini podjetij, ki instrumentov ne uporablja, le 32 %. Zadolženost presega 50 % pri treh podjetjih tako v skupini, ki obrestne izvedene instrumente uporablja kot v skupini, ki instrumentov ne uporablja, vendar ta % je višji v podjetjih, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente.

Tabela 8: Primerjava zadolženosti podjetij, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala obrestne izvedene finančne instrumente, s podjetji, ki jih v omenjenem obdobju niso uporabljala

	Uporabljajo izvedene finančne instrumente		Ne uporabljajo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov	
	Število podjetij	Delež (v %)	Število podjetij	Delež (v %)
Ni zadolženosti	0	0	4	13
Nizka zadolženost	5	26	14	45
Zmerna zadolženost	11	58	10	32
Visoka zadolženost	3	16	3	10
Skupaj	3	16	3	100

Struktura zadolževanja podjetij, ki so v preučevanem obdobju uporabljala obrestne izvedene instrumente, je prikazana v Tabeli 9. Prevladuje dolgoročno zadolževanje, najbolj zadolženi podjetji sta bili Dars in Hit, dolgoročne zadolženosti pa niso v letu 2014 izkazovali Cinkarna Celje, Gen Energija in Gen-I.

Tabela 9: Delež dolgoročne in kratkoročne zadolženosti podjetij, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala obrestne izvedene finančne instrumente

Podjetje	Delež dolgoročnih virov financiranja						Delež kratkoročnih virov financiranja					
	2014	2013	2011	2011	2010	2009	2014	2013	2011	2011	2010	2009
Cinkarna Celje	0	0	2	2	6	9	0	2	8	9	19	25
Dars	43	44	48	51	52	49	5	6	3	2	2	2
Droga Kolinska	31	37	45	45	30	30	6	6	4	11	18	14
Elektro Slovenija	10	9	12	11	11	4	3	4	3	5	2	5
Gen Energija	0	1	1	1	1	3	3	3	2	3	4	1
GEN-I	0	0	3	1	0	0	18	15	5	7	14	4
Gorenje	24	17	23	24	20	21	9	17	13	15	17	18
Helios	27	12	13	12	13	11	2	18	19	20	17	20
Hit	49	22	24	27	35	32	7	34	31	26	15	15
HSE	32	32	15	18	13	14	2	2	9	4	3	6
Letrika	6	25	29	24	31	24	24	9	10	15	10	23
Luka Koper	25	31	30	33	32	8	4	4	10	10	14	36
Mercator	36	15	24	31	26	28	2	30	20	14	15	15
Merkur	29	90	62	65	25	12	2	22	22	16	59	70
Petrol	31	22	27	24	25	21	6	15	13	16	14	23
Premogovnik Velenje	13	14	16	17	19	14	19	18	13	10	3	5
Savatech	24	31	0	0	0	0	4	4	17	16	49	22
Soške elektrarne	17	11	21	23	26	30	3	11	4	6	4	3
Telekom	26	27	26	28	27	30	2	3	3	3	12	5

V Tabeli 10 prikazujemo povprečni delež zadolženosti po letih med podjetji, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente. V povprečju so bila podjetja, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente v največji meri zadolžena v letu 2010 (35,8 %) in najmanj v letu 2014 (28,5 %).

Tabela 10: Povprečen delež zadolženosti po letih med podjetji, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Zadolženost 2014	19	0	56	28,47	13,619
Zadolženost 2013	19	3	112	34,98	23,530
Zadolženost 2012	19	3	83	33,03	19,228
Zadolženost 2011	19	3	81	33,85	19,377
Zadolženost 2010	19	5	83	35,81	18,089
Zadolženost 2009	19	4	82	34,18	18,708

V Tabeli 11 je prikazan povprečni delež kratkoročnih virov financiranja po letih med podjetji, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente. Delež kratkoročnih virov financiranja je bil v povprečju največji v letu 2009 (16,4 %), najmanjši pa v letu 2014 (6,2 %).

Tabela 11: Povprečen delež kratkoročnih virov financiranja po letih med podjetji, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala izvedene finančne instrumente

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Kratkoročni viri financiranja 2014	19	0	24	6,20	6,705
Kratkoročni viri financiranja 2013	19	2	34	11,76	9,606
Kratkoročni viri financiranja 2012	19	2	31	10,93	7,971
Kratkoročni viri financiranja 2011	19	2	26	10,83	6,441
Kratkoročni viri financiranja 2010	19	2	59	15,26	14,948
Kratkoročni viri financiranja 2009	19	1	70	16,37	16,210

V Tabeli 12 je prikazan povprečni delež dolgoročnih virov financiranja po letih med podjetji, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente. Delež dolgoročnih virov financiranja je bil v povprečju največji v letu 2013 (23,2 %), najmanjši pa v letu 2009 (17,8 %).

Tabela 12: Povprečen delež dolgoročnih virov financiranja po letih med podjetji, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala izvedene finančne instrumente

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Dolgoročni viri financiranja 2014	19	0	49	22,26	14,292
Dolgoročni viri financiranja 2013	19	0	90	23,22	20,478
Dolgoročni viri financiranja 2012	19	0	62	22,10	16,417
Dolgoročni viri financiranja 2011	19	0	65	23,02	17,538
Dolgoročni viri financiranja 2010	19	0	52	20,56	13,497
Dolgoročni viri financiranja 2009	19	0	49	17,81	13,038

Nazoren pregled povprečnega deleža zadolženosti podjetij, ki ne uporabljajo izvedenih finančnih instrumentov prikazuje Tabela 13. V povprečju so bila podjetja, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente v največji meri zadolžena v letu 2010 (22,7 %), najmanj pa v letu 2010 (19,6 %).

Tabela 13: Povprečen delež zadolženosti podjetij, ki v obdobju 2009–2014 niso uporabljala izvedenih finančnih instrumentov

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Zadolženost 2014	31	0	65	22,68	18,478
Zadolženost 2013	31	0	74	21,35	20,417
Zadolženost 2012	31	0	72	20,90	20,387
Zadolženost 2011	31	0	68	21,58	22,119
Zadolženost 2010	31	0	68	19,55	20,104
Zadolženost 2009	31	0	70	20,55	22,268

V Tabeli 14 je prikazana primerjava zadolženosti podjetij glede na uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov.

Tabela 14: Zadolženost podjetij glede na uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov

			Uporaba obrestnih izvedenih finančnih instrumentov		Skupaj
			Da	Ne	
Zadolženost	je ni, nizka	Število	4	18	22
		Delež podjetij (v %)	21	58	44
	zmerna, visoka	Število	15	13	28
		Delež podjetij (v %)	79	42	56
Skupaj		Število	19	31	50
		Delež podjetij (v %)	100	100	100

Med podjetji, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente je 79 % podjetij, ki so zmerno oziroma visoko zadolžena, medtem ko je med podjetji, ki izvedenih finančnih instrumentov ne uporabljajo zmerno oziroma visoko zadolženih manj kot polovica podjetij (42 %).

5.4.2.1 Preverjanje H1

Zanimalo nas je, ali velikost oziroma vrsta zadolževanja vpliva na uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov. Pri tem preverjamo naslednjo hipotezo:

H1: Podjetja, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente, so bolj zadolžena v primerjavi s podjetji, ki omenjenih instrumentov ne uporabljajo.

V Tabeli 18 preverjamo, ali obstajajo statistično značilne razlike v zadolženosti med obema skupinama podjetij, kar smo preverili s pomočjo χ^2 -testa. Primerjali smo skupini podjetij brez zadolženosti in z nizko zadolženostjo s skupino podjetij z zmerno in visoko zadolženostjo.

Tabela 15: χ^2 -test za preverjanje značilnih razlik med podjetji, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala obrestne izvedene finančne instrumente, in med podjetji, ki jih niso

	Vrednost	Stopnje prostosti	Stopnja značilnosti (dvostranska)	Natančna stopnja značilnosti (dvostranska)	Natančna stopnja značilnosti (enostranska)
Pearsonov χ^2	6,549	1	,010		
Razmerje verjetja	6,871	1	,009		
Fisherjev test natančnosti				,018	,011
Linearna združitev	6,418	1	,011		
Število veljavnih enot	50,000				

Stopnja značilnosti testa (dvostranska) je manjša od 0,05 (znaša 0,010) zato je, da lahko na podlagi χ^2 -testa lahko zaključimo, da so razlike med obema skupinama podjetij statistično značilne. Torej hipotezo 1, ki pravi, da so podjetja, ki uporabljajo izvedene obrestne finančne instrumente, bolj zadolžena v primerjavi s podjetji, ki omenjenih instrumentov ne uporabljajo, lahko potrdimo.

Vpliv dolgoročne in kratkoročne zadolženosti smo preverjali s pomočjo t-testa, analizirali smo povprečno kratkoročno zadolženost, dolgoročno zadolženost in skupno zadolženost v obdobju 2009–2014. Iz Tabele 16 izhaja, da je povprečna zadolženost podjetij, ki v obdobju 2009–2014, ki niso uporabljala obrestnih izvedenih finančnih instrumentov, 21,2 %, medtem ko je odstotek pri podjetjih, ki so v omenjenem obdobju uporabljala izvedene finančne instrumente, višji in znaša kar 33,5 %, pri čemer je dolgoročna zadolženost pri podjetjih, ki so uporabljala obrestne izvedene finančne instrumente, 22 % v primerjavi z 10 %, kolikor znaša pri podjetjih, ki teh instrumentov niso uporabljala. Kratkoročna zadolženost je v povprečju pri obeh skupinah podjetij enaka.

Tabela 16: Povprečna kratkoročna, dolgoročna in skupna zadolženost podjetij, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala obrestne izvedene instrumente, in med tistimi, ki jih niso

Vrsta zadolženosti	Uporablja obrestne izvedene finančne instrumente			Ne uporablja obrestnih izvedenih finančnih instrumentov		
	Število	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Število	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Kratkoročna zadolženost v obdobju 2009–2014	19	11,89	7,445	31	11,45	13,097
Dolgoročna zadolženost v obdobju 2009–2014	19	21,63	13,586	31	9,84	9,406
Skupna zadolženost v obdobju 2009–2014	19	33,53	17,437	31	21,19	18,960

Tabela 17 prikazuje test analize enakosti varianc oziroma t-test, s katerim lahko potrdimo hipotezo, da podjetja, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente bolj zadolžena kot podjetja, ki teh instrumentov ne uporabljajo. Pri skupni zadolženosti Levenov test enakih varianc pokaže stopnjo značilnosti 0,351 in ker je večja od 0,05, upoštevamo predpostavko enakih varianc. Stopnja značilnosti (dvostranska) znaša 0,026, zato lahko hipotezo 1 potrdimo. Stopnja značilnosti (dvostranska) ob predpostavki enakih varianc pri dolgoročni zadolženosti znaša 0,001, tako da lahko zaključimo, da je dolgoročna zadolženost statistično značilna, medtem ko kratkoročna zadolženost ni statistično značilna, saj je stopnja značilnosti (dvostranska) ob predpostavki enakih varianc večja od 0,05. Dolgoročna zadolženost vpliva na uporabo izvedenih finančnih instrumentov, medtem ko kratkoročna zadolženost ne vpliva.

Tabela 17: Analiza enakosti varianc in t-test za različne vrste zadolženosti podjetij, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala izvedene finančne instrumente, in med tistimi, ki jih niso

		Levenov test o homogenosti varianc		T-test enakosti aritmetičnih sredin						
		F	Stopnja znač.	t	Stopnje prostosti	Stopnja znač. (dvostr.)	Razlika aritm. sredin	Stand. razlika napak	95% interval	
									Sp. meja	Zg. meja
Kratkoročna zadolženost v obdobju 2009–2014	Predpostavka enakih varianc	3,233	0,078	0,134	48	0,894	0,443	3,296	-6,184	7,071
	Predpostavka neenakih varianc			0,152	48	0,879	0,443	2,907	-5,402	6,289
Dolgoročna zadolženost v obdobju 2009–2014	Predpostavka enakih varianc	1,479	0,230	3,627	48	0,001	11,793	3,251	5,256	18,330
	Predpostavka neenakih varianc			3,326	29	0,002	11,793	3,545	4,538	19,048
Skupna zadolženost v obdobju 2009–2014	Predpostavka enakih varianc	0,887	0,351	2,300	48	0,026	12,333	5,362	1,552	23,114
	Predpostavka neenakih varianc			2,348	41	0,024	12,333	5,253	1,721	22,945

5.4.3 Vpliv geografske diverzifikacije na uporabo valutnih oziroma cenovnih izvedenih finančnih instrumentov

Od 50 preučevanih podjetij jih 17 uporablja valutne oziroma cenovne izvedene finančne instrumente, od tega jih kar 9 (približno polovica) uporablja tudi obrestne instrumente. V letnih poročilih niso posebej razkrite vrste instrumentov, njihova ročnost in značilnosti. V tej skupini prevladujejo podjetja z izvozno usmerjenostjo in/ali posebnostjo panoge, predvsem v smislu nabave borznih surovin. Vsa podjetja, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za varovanje pred cenovnim tveganjem, poslujejo z borzno surovino. Gre za samostojna podjetja, ki praviloma tvorijo skupino podjetij. Podrobnejše podatke prikazuje Tabela 18.

Tabela 18: Seznam podjetij, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala izvedene finančne instrumente za ščitenje pred valutnim in cenovnim tveganjem

Podjetje	Vrsta zaščite	Valute	Vrsta borzne surovine
Acroni	cenovno		nikelj
Cinkarna Celje	valutno, cenovno	USD	cink
Droga Kolinska	valutno, cenovno	USD, RSD, RUB	kava
Elektro Slovenija	valutno, cenovno	USD	aluminij
Energetika Ljubljana	valutno	USD	
GEN Energija	valutno, cenovno		elektrika, plin
GEN-I	valutno, cenovno	RSD, HUF, HRK, RON, TRY	elektrika
Geoplin	cenovno		plin
Gorenje	valutno	HRK, DKK, PLN, RSD, CZK	
HSE	valutno	HUF	
Impol	valutno, cenovno	USD	aluminij
Intereuropa	valutno	RSD, HRK	
Krka	valutno	RUB	
OMV Slovenija	valutno, cenovno	USD	naftni derivati
Petrol	valutno, cenovno	USD, HRK, BAM, RSD, CHF	naftni derivati
Savatech	valutno	USD, GBP, PLN	
Talum	valutno, cenovno	USD, CHF	aluminij

Legenda: BAM konvertibilna marka

CHF švicarski frank

CZK češka krona

DKK danska krona

GBP britanski funt

HRK hrvaška kuna

HUF madžarski forint

PLN poljski zlot

RON romunski leu

RSD srbski dinar

RUB ruski rubelj

TRY turška lira

USD ameriški dolar

Od 17 podjetij jih 11 uporablja izvedene finančne instrumente za ščitenje pred cenovnim tveganjem, vsa podjetja poslujejo z borzno surovino, 10 od 11 podjetij pa poleg izvedenih finančnih instrumentov uporablja tudi instrumente za varovanje pred valutnim tveganjem. Le dve podjetji (Acroni in Geoplin) pa jih uporabljata samo za ščitenje pred cenovnim tveganjem.

V Tabeli 19 prikazujemo geografsko razpršenost prodaje podjetij, ki uporabljajo valutne oziroma cenovne izvedene finančne instrumente. Razen dveh podjetij (Energetika Ljubljana in OMV) gre za izvozno usmerjena podjetja, ki več kot polovico svojih čistih prihodkov od prodaje ustvarijo na tujih trgih, to je izven Slovenije. Gre večinoma za prodajo na področju

EU, trgih bivše Jugoslavije in vzhodne Evrope, v manjši meri pa na področju Rusije, Turčije in ZDA.

Tabela 19: Geografska razpršenost prodaje podjetij, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala izvedene finančne instrumente za ščitenje pred valutnim in/ali cenovnim tveganjem (v %)

Podjetje	2014	2013	2012	2011	2010	2009	Področje prodaje
Acroni	87	87	85	84	81	78	večinoma EU
Cinkarna Celje	86	86	86	87	86	85	večinoma EU, vzhodna Evropa
Droga Kolinska	79	80	81	80	64	81	trgi bivše Jugoslavije
Elektro Slovenija	56	57	57	56	9	15	trgi bivše Jugoslavije
Energetika Ljubljana	0	0	0	0	0	0	Slovenija
GEN Energija	74	71	78	81	70	51	trgi bivše Jugoslavije, EU
GEN-I	79	74	82	80	80	65	trgi bivše Jugoslavije, EU, Turčija
Geoplin	35	17	20	14	12	7	trgi bivše Jugoslavije
Gorenje	94	94	92	93	94	93	večinoma EU, vzhodna Evropa, trgi bivše Jugoslavije
HSE	54	61	58	55	47	31	večinoma EU, trgi bivše Jugoslavije, vzhodna Evropa
Impol	94	93	91	89	89	88	večinoma EU
Intereuropa	62	45	44	64	47	42	trgi bivše Jugoslavije, Ukrajina
Krka	93	93	92	91	90	89	večinoma EU, Rusija, trgi bivše Jugoslavije
OMV Slovenija	0	0	0	0	0	0	Slovenija
Petrol	45	36	30	21	23	18	trgi bivše Jugoslavije
Savatech	84	84	82	82	74	75	večinoma EU, ZDA
Talum	77	78	80	80	81	79	večinoma EU

Ker je ščitenje pred cenovnimi tveganji vezano na uvoz blaga, v nadaljevanju prikazujemo delež prihodkov od prodaje na tujih trgih podjetij, ki uporabljajo le valutne izvedene finančne instrumente. Tabela 20 kaže, da se delež prodaje na tuje trge skozi leta povečuje – delež je bil najnižji v letu 2009 (56,2 %) in najvišji v letu 2014 (65,1 %). Iz podatkov lahko zaključimo, da gre za izvozno naravnana podjetja, saj več kot 50 % prihodkov ustvarijo s prodajo na tujem trgu.

Tabela 20: Prodaja na tuje trge podjetij, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala valutne izvedene finančne instrumente (v %)

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Delež prihodkov od prodaje na tujih trgih 2014	15	0	94	65,13	30,409
Delež prihodkov od prodaje na tujih trgih 2013	15	0	94	63,47	31,004
Delež prihodkov od prodaje na tujih trgih 2012	15	0	92	63,53	31,622
Delež prihodkov od prodaje na tujih trgih 2011	15	0	93	63,93	31,950
Delež prihodkov od prodaje na tujih trgih 2010	15	0	94	59,80	31,278
Delež prihodkov od prodaje na tujih trgih 2009	15	0	93	56,20	32,272

V Tabeli 21 primerjamo skupino podjetij, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente, s skupino, ki jih ne uporablja, in sicer glede na izvozno naravnost podjetja, pri čemer velja za podjetja, ki so ustvarila več kot 50 % prihodkov na tujem trgu, oznaka »izvažajo«.

Tabela 21: Primerjava podjetij, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala valutne izvedene finančne instrumente, s podjetji, ki jih niso (glede na izvozno naravnost)

Prodaja na tuje trge	Uporablja IFI				Skupaj	
	Da		Ne			
	Število podjetij	Delež	Število podjetij	Delež	Število podjetij	Delež
Izvažajo	12	80	15	43	27	54
Ne izvažajo	3	20	20	57	23	46
Skupaj	15	100	35	100	50	100

Med podjetji, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente jih večina (80 %) prodaja svoje izdelke na tuje trge, medtem ko je med podjetji, ki teh instrumentov ne uporabljajo, več podjetij (57 %), ki ustvarijo več kot 50 % prihodkov na domačem trgu.

5.4.3.1 Preverjanje H2

Zanimalo nas je, ali geografska diverzifikacija vpliva na večjo uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumentov. Pri tem preverjamo naslednjo hipotezo:

H2: Podjetja, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente, v večji meri izvažajo v primerjavi s podjetji, ki omenjenih instrumentov ne uporabljajo.

V Tabeli 22 preverjamo ali obstajajo značilne razlike v izvozu med obema skupinama podjetij, to je med podjetji, ki uporabljajo valutne izvedene instrumente, in podjetji, ki izvedenih finančnih instrumentov ne uporabljajo. Statistično značilnost smo preverili s pomočjo t-testa glede na delež prodaje na tuje trge med obema skupinama podjetij.

Tabela 22: Analiza enakih varianc ali t-test za preverjanje značilnih razlik med podjetji, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala valutne izvedene finančne instrumente, in med podjetji, ki jih niso (glede na delež prodaje na tuje trge)

		Levenov test o homogenosti varianc		T-test enakosti aritmetičnih sredin						
		F	Stopnja znač.	t	Stopnje prostosti	Stopnja znač. (dvostr.)	Razlika aritm. Sredin	Stand. razlika napak	95% interval	
									Sp. Meja	Zg. meja
Delež izvoza 2014	Predpostavka enakih varianc	9,686	0,003	-1,979	48	0,054	-23,349	11,796	-47,066	0,368
	Predpostavka neenakih varianc			-2,228	35	0,032	-23,349	10,478	-44,611	- 2,087
Delež izvoza 2013	Predpostavka enakih varianc	9,414	0,004	-1,783	48	0,081	-21,095	11,830	-44,881	2,691
	Predpostavka neenakih varianc			-1,994	35	0,054	-21,947	10,577	-42571	0,381
Delež izvoza 2012	Predpostavka enakih varianc	8,356	0,006	-1,838	48	0,072	-21,947	11,941	-45,956	2,062
	Predpostavka neenakih varianc			-2,044	34	0,049	-21,947	10,736	-43,757	- 0,136
Delež izvoza 2011	Predpostavka enakih varianc	7,757	0,008	-1,980	48	0,053	-23,331	11,782	-47,020	0,358
	Predpostavka neenakih varianc			-2,177	33	0,037	-23,331	10,717	-45,126	- 1,536
Delež izvoza 2010	Predpostavka enakih varianc	6,580	0,013	-1,544	48	0,129	-18,019	11,673	-41,490	5,452
	Predpostavka neenakih varianc			-1709	34	0,097	-18,019	10,542	-39,444	3,406
Delež izvoza 2009	Predpostavka enakih varianc	40,888	0,049	-1,309	48	0,197	-15,045	11,493	-38,153	8,064
	Predpostavka neenakih varianc			-1,416	32	0,167	-15,045	10,627	-36,691	6,602
Povprečni delež izvoza v obdobju 2009–2014	Predpostavka enakih varianc	8,060	0,007	-1,752	48	0,086	-20,463	11,681	-43,949	3,023
	Predpostavka neenakih varianc			-1,945	34	0,060	-20,463	10,518	-41,834	0,907

Tabela 22 prikazuje test analize enakosti varianc oziroma t-test, s katerim preverjamo hipotezo, da je za podjetja, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente, značilna geografska razpršenost prodaje. Pri povprečnem deležu izvoza v letih 2009–2014 Levenov test enakih varianc pokaže stopnjo značilnosti 0,007 in ker je manjša od 0,05, upoštevamo predpostavko neenakih varianc. Stopnja značilnosti (dvostranska) znaša 0,060 in ker je večja od 0,05, hipoteze 2 ne moremo potrditi. Če primerjamo podatke za posamezna leta, na podlagi Levenovega testa ugotovimo, da veljajo za vsa obdobja predpostavke neenakih varianc, vendar lahko hipotezo potrdimo v letih 2011, 2012 in 2014, medtem ko v letih 2009, 2010 in 2013, te hipoteze ne moremo potrditi. Trend naraščanja deleža izvoza od leta 2009 pri podjetjih, ki uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente, se prekine v letu 2013. Čeprav je razlika relativno majhna, vpliva na statistično povezavo med obema skupinama. Delež izvoza se je najbolj znižal pri podjetjih GEN-Energija, GEN-I in Geoplin. Padec deleža izvoza je posledica padca prodaje na splošno, kar je posledica sprostitve trga in velikega znižanja cen elektrike ter zemeljskega plina v letu 2013. Po podatkih Statističnega urada Slovenije (2014) so cene zemeljskega plina za industrijo v letu 2013 padle skoraj za 10 %, za gospodinjstva kar za 20 % in elektrike za 7 %.

Hipoteza 2, da podjetja, ki v večji meri izvažajo, tudi v večji meri uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente, drži le za določena obdobja, ne velja pa za celotno preučevano obdobje.

5.4.4 Vpliv lastniške strukture na obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov

5.4.4.1 Preverjanje H3

Zanimalo nas je, ali lastniška struktura vpliva na obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov. Pri tem preverjamo naslednje hipotezo:

H3: Domača podjetja oziroma podjetja v državni lasti v večji meri uporabljajo izvedene finančne instrumente v primerjavi s podjetji v tuji lasti.

Predpostavka izhaja iz dejstva, da podjetja v tuji lasti večinoma tveganja obvladujejo znotraj skupine ali tuji lastnik v celoti prevzame upravljanje z valutnimi, cenovnimi in obrestnimi tveganji.

V Tabeli 23 prikazujemo lastništvo, državo lastnika, ali je podjetje del skupine ali tvori skupino, dejavnost in oskrbo z energijo podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente. Gre večinoma za podjetja v domači in državni lasti, ki praviloma tvorijo skupino podjetij in so hkrati del skupine. Le Dars je izjema – ni del skupine in ne tvori skupine. Podjetja, ki so v državni lasti, se ukvarjajo večinoma z dejavnostjo oskrbe z energijo (8 podjetij), načrtovanjem in umeščanjem avtocest (Dars), mednarodnim tovornim pristaniščem (Luka Koper) in telekomunikacijskimi storitvami (Telekom). Tri podjetja, ki

so v tuji lasti (Acroni, OMV in Savatech) obvladujejo valutna in cenovna tveganja samostojno in ne v okviru skupine.

Tabela 23: Lastništvo, dejavnost in druge značilnosti podjetij, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente

Podjetje	Lastništvo	Država lastnika	Skupina	Dejavnost	Oskrba z energijo
Acroni	tuje	Rusija	skupina, del skupine	Proizvodnja surovega železa, jekla, ferozlitin	
Cinkarna Celje	domače	Slovenija	skupina	Proizvodnja barvil in pigmentov	
Dars	država	Slovenija	ne	Načrtovanje in umeščanje avtocest	
Droga Kolinska	tuje	Srbija	skupina	Predelava čaja in kave	
Elektro Slovenija	država	Slovenija	skupina	Prenos električne energije	X
Energetika Ljubljana	država	Slovenija	del skupine	Oskrba s toploto in zemeljskim plinom	X
GEN Energija	država	Slovenija	skupina	Proizvodnja in prodaja električne energije, holding	X
GEN-I	država	Slovenija	skupina	Trgovanje z električno energijo	X
Geoplin	država	Slovenija	skupina	Trgovina na debelo z zemeljskim plinom	X
Gorenje	domače	Slovenija	skupina	Izdelki in storitve za dom	
Helios	domače	Slovenija	skupina	Proizvodnja in prodaja kritnih barv, lakov in podobnih premazov	
Hit	domače	Slovenija	skupina	Dejavnost igralnic	
HSE	država	Slovenija	skupina	Proizvodnja in prodaja električne energije	X
Impol	domače	Slovenija	skupina	Litje lahkih kovin	
Intereuropa	domače	Slovenija	skupina	Logistične storitve	
Krka	domače	Slovenija	skupina	Proizvodnja farmacevtskih preparatov	
Letrika	domače	Slovenija	skupina	Proizvodnja avtoelektričnih proizvodov	
Luka Koper	država	Slovenija	skupina	Mednarodno tovarno pristanišče	
Mercator	domače	Slovenija	skupina	Trgovina na drobno z izdelki vsakdanje rabe v gospodinjstvu	
Merkur	domače	Slovenija	skupina	Prodaja izdelkov za dom in mojstre	
OMV Slovenija	tuje	Avstrija	del skupine	Trgovina na drobno z lastnimi motornimi gorivi	X
Petrol	domače	Slovenija	skupina	Trgovina na drobno z lastnimi motornimi gorivi	X
Premogovnik Velenje	država	Slovenija	skupina, del skupine	Pridobivanje lignita	X
Savatech	tuje	Češka	skupina, del skupine	Proizvodnja gumenotehničnih izdelkov in pnevmatik	
Soške elektrarne	država	Slovenija	del skupine	Proizvodnja električne energije v hidroelektrarnah	X
Talum	domače	Slovenija	skupine, del skupine	Proizvodnja aluminija, livarske zlitine	
Telekom	država	Slovenija	skupina	Telekomunikacijske storitve	

V Tabeli 24 prikazujemo delež podjetij glede na lastništvo in uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Podjetja, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente, so v večji meri v

domači ali državni lasti (74 %) v primerjavi s podjetji, ki teh instrumentov ne uporabljajo (61 %).

Tabela 24: Lastništvo glede na uporabo izvedenih finančnih instrumentov za vsa preučevana podjetja v obdobju 2009–2014

Lastništvo	Uporablja IFI				Skupaj	
	Da		Ne			
	Število podjetij	Delež	Število podjetij	Delež	Število podjetij	Delež
Domače in država	20	74	14	61	34	68
Tuje	7	26	9	39	16	32
Skupaj	27	100	23	100	50	100

Če obstajajo značilne razlike v lastništvu, smo preverili s pomočjo χ^2 -testa. Rezultati so prikazani v Tabeli 25. Primerjali smo skupino podjetij, ki imajo domače in državno lastništvo, s skupino podjetij, ki ima tuje lastništvo.

Tabela 25: χ^2 -test za preverjanje značilnih razlik glede lastništva in uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014

	Vrednost	Stopnje prostosti	Stopnja značilnosti (dvostranska)	Natančna stopnja značilnosti (dvostranska)	Natančna stopnja značilnosti (enostranska)
Pearsonov χ^2	,995	1	,318		
Razmerje verjetja	,995	1	,319		
Fisherjev test natančnosti				0,373	0,244
Linearna združitev	0,975	1	0,323		
Število veljavnih enot	50,000				

Stopnja značilnosti testa (dvostranska) je večja od 0,05 (znaša 0,318). Na podlagi χ^2 -testa lahko zaključimo, da razlike med obema skupinama podjetij niso statistično značilne. Hipoteze 3, ki pravi, da so podjetja, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente, v večji meri v domači oziroma državni lasti v primerjavi s podjetji, ki instrumentov ne uporabljajo, torej ne moremo potrditi.

5.4.5 Vpliv velikosti podjetja na obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov

5.4.5.1 Preverjanje H4

Zanimalo nas je, ali velikost podjetja vpliva na obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov. Pri tem preverjamo naslednjo hipotezo:

H4: Večja podjetja v večji meri uporabljajo izvedene finančne instrumente.

Večja podjetja imajo bolj sistematičen pristop k obvladovanju tveganj, vzpostavljeni so celo oddelki za upravljanje s tveganji, ki koordinirajo procese med obvladovanji tveganj in posameznimi lastniki tveganj, v večji meri so izoblikovane metodologije in orodja za spremljanje, načrtovanje in izvajanje ukrepov, vključno z uporabo izvedenih finančnih instrumentov.

V Tabeli 26 prikazujemo povprečno velikost prihodkov in vrednost sredstev podjetij vključenih v preučevanje. Povprečni prihodki v obdobju 2009–2014 so znašali 456.654 tisoč EUR, medtem ko so povprečna sredstva znašala 609.623 tisoč EUR.

Tabela 26: Višina prihodkov in velikost sredstev vseh preučevanih podjetij v obdobju 2009–2014 v tisoč EUR

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Prihodki 2009–2014	50	40.503	3.353.765	456.654	628.146
Sredstva 2009–2014	50	57.606	5.650.754	609.623	905.640

V Tabeli 27 prikazujemo povprečno velikost prihodkov in vrednost sredstev podjetij, ki so uporabljala izvedene finančne instrumente. Povprečni prihodki v obdobju 2009–2014 so znašali 642.084 tisoč EUR, medtem ko so povprečna sredstva znašala 845.160 tisoč EUR.

Tabela 27: Višina prihodkov in velikost sredstev pri podjetjih, ki so v obdobju 2009–2014 uporabljala izvedene finančne instrumente v tisoč EUR

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Prihodki 2009–2014	27	40.503	3.353.765	642.084	789.094
Sredstva 2009–2014	27	106.877	5.650.754	845.160	1.169.992

V Tabeli 28 pa prikazujemo povprečno velikost prihodkov in vrednost sredstev podjetij, ki niso uporabljala izvedenih finančnih instrumentov. Povprečni prihodki v obdobju 2009–

2014 so znašali 238.974 tisoč EUR, medtem ko so povprečna sredstva znašala 333.123 tisoč EUR.

Tabela 28: Višina prihodkov in velikost sredstev pri podjetjih, ki v obdobju 2009–2014 niso uporabljala izvedenih finančnih instrumentov v tisoč EUR

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Prihodki 2009–2014	23	49.696	1.023.993	238.974	226.248
Sredstva 2009–2014	23	57.606	994.823	333.123	246.969

Iz Tabel 26–28 lahko razberemo, da so razlike med podjetji, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente tako po višini ustvarjenih čistih prihodkov od prodaje kot tudi po vrednosti sredstev, visoke. Če obstajajo značilne razlike v velikosti, smo preverili s pomočjo t-testa, rezultati pa so prikazani v Tabeli 29.

Tabela 29: Analize variance oziroma t-test za preverjanje značilnih razlik glede velikosti prihodkov in uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014

		Levenov test o homogenosti varianc		T-test enakosti aritmetičnih sredin						
		F	Stopnja znač.	t	Stopnje prostosti	Stopnja znač. (dvostr.)	Razlika aritm. sredin	Stand. razlika napak	95% interval	
									Sp. meja	Zg. meja
Prihodki v obdobju 2009–2014	Predpostavka enakih varianc	10,361	0,002	2,365	48	0,022	403,110	170,426	60,445	745,775
	Predpostavka neenakih varianc			2,535	31	0,017	403,110	159,020	78,752	727,468
Aktiva v obdobju 2009–2014	Predpostavka enakih varianc	10,368	0,002	2,057	48	0,045	512,036	248,900	11,590	1.012,483
	Predpostavka neenakih varianc			2,217	29	0,035	512,036	230,979	39,416	984,657

Ker je pri povprečnih prihodkih v obdobju 2009–2014 stopnja značilnosti po Levenovem testu manjša od 0,05, velja predpostavka neenakih varianc. Stopnja značilnosti (dvostranska) znaša 0,017 in ker je manjša od 0,05, lahko ugotovimo statistično pomembno razliko. Prihodki v obdobju 2009–2014 so večji pri podjetjih, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente.

Prav tako lahko hipotezo 4 potrdimo na podlagi povprečnih sredstev v obdobju 2009–2014, saj znaša stopnja značilnosti (dvostranska) 0,035 ob predpostavki neenakih varianc. Hipotezo 4, ki pravi, da večja podjetja v večji meri uporabljajo izvedene finančne

instrumente, lahko potrdimo.

5.4.6 Učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014

5.4.6.1 Učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred obrestnimi tveganji

V Tabeli 30 so prikazani učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov, razkritih v letnih poročilih, pripravljenih po SRS oziroma MSRP, izkazanih v poslovnem izidu v 000 EUR, in primerjava kot odstotek čistega dobička posameznega poslovnega leta. V Tabeli 30 so tudi imena podjetij, ki niso razkrila podatkov, čeprav v razkritjih navajajo, da uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente, toda njihovi učinki kljub temu niso posebej izkazani.

Tabela 30: Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014, izkazanih v izkazu poslovnega izida

Podjetje	SRS / MSRP	v 000 EUR / v %	Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v 000 EUR in v % od dobička					
			2009	2010	2011	2012	2013	2004
Cinkarna Celje	SRS	v 000 EUR	n.p.	n.p.	-47	0	0	0
		v %			0	0	0	0
Dars	SRS	v 000 EUR	0	-3.483	-2.785	-1.712	-1.635	-2.030
		v %	0	-11	-11	-7	-3	-3
Droga Kolinska	MSRP	v 000 EUR	0	-1.107	-917	-1.902	-2.030	-1.201
		v %	0	-213	-12	-14	-10	-6
Elektro Slovenija	SRS	v 000 EUR	n.p.	n.p.	-745	-1.688	-1.292	-1.476
		v %			-23	-16	-47	-21
GEN Energija	SRS	v 000 EUR	-136	-40	-40	0	0	0
		v %	0	0	0	0	0	0
GEN-I	MSRP	v 000 EUR	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
		v %						
Gorenje	MSRP	v 000 EUR	-370	-1.497	-2.155	-1.825	-2.472	-2.465
		v %	-3	-7	-24	-629	-10	-199
Helios	MSRP	v 000 EUR	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
		v %						
HSE	od 2011 MRSP	v 000 EUR	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	-1.906	-1.747
		v %					-3	-5
Hit	SRS	v 000 EUR	0	-256	-302	0	0	0

se nadaljuje

Tabela 30: Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014, izkazanih v izkazu poslovnega izida

Podjetje	SRS / MSRP	v 000 EUR / v %	Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v 000 EUR in v % od dobička					
			2009	2010	2011	2012	2013	2004
		v %	0	0	-2	-5	0	0
Letrika	MSRP	v 000 EUR	-223	-572	0	0	0	0
		v %	-1	-12	0	0	0	0
Luka Koper	MSRP	v 000 EUR	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
		v %						
Mercator	MSRP	v 000 EUR	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
		v %						
Merkur	MSRP	v 000 EUR	0	-4.308	0	0	0	0
		v %	0	-2	0	0	0	0
Petrol	MSRP	v 000 EUR	-12.718	-2.558	-2.282	-5.258	-2.453	-3.396
		v %	-161	-7	-4	-10	-5	-6
Premogovnik Velenje	MSRP	v 000 EUR	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	-288	-288
		v %					-1	-1
Savatech	SRS	v 000 EUR	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
		v %						
Soške Elektrarne	MSRP	v 000 EUR	0	0	0	n.p.	n.p.	n.p.
		v %	0	0	0			
Telekom	MSRP	v 000 EUR	-4.601	-1.406	-110	139	804	314
		v %	-19	-1	0	0	2	20

Legenda: SRS – Slovenski računovodski standardi

MSRP – Mednarodni računovodski standardi poročanja

Podjetja, ki uporabljajo obrestne izvedene finančne instrumente, praviloma izkazujejo negativne učinke varovanja, kar je posledica splošnega padanja obrestnih mer. Ugotavljamo, da gre za precej visoke odstotke v primerjavi z doseženimi dobički in bi podjetja v tej skupini izkazovala boljše poslovne rezultate v kolikor izvedenih finančnih instrumentov ne bi uporabljala. Uporaba standardov (SRS/MSRP) ne vpliva na razkritja učinkov. Uporaba MSRP vpliva na bolj podrobno razkrivanje vrste in načina obvladovanja tveganj.

Nekatere družbe so v preteklosti izkazovale izvedene finančne instrumente izvenbilančno (Dars do leta 2010). V družbi HIT se je pri menjavi revizorja (KPMG namesto Deloitte) izvedel popravek knjiženja terminskih pogodb, razlogi niso razkriti. V družbi Premogovnik Velenje se ob menjavi revizorja (KPMG namesto Deloitte) razkrije učinek pogodbe, sklenjen v letu 2011, čeprav učinek kot delež od dobička ni visok. Podobno se v HSE ob menjavi revizorja (prav tako KPMG namesto Deloitte) razkrije učinek terminskih pogodb.

V nekaterih primerih neučinkovitost posla ni bila pomembna, zato niti ni bila izkazana (Mercator).

Analiza učinkov uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov ne more biti prikazana brez učinkov iz drugega vseobsegajočega donosa, ki pomeni uspešen del varovalnega razmerja in se prenaša v kapital. Tabela 31 kaže višino uspešnega dela varovalnega razmerja. Podjetja v povprečju izkazujejo negativne učinke ali pa njihov učinek ni posebej razkrit (oznaka n. p.). Negativni učinki, izkazani v poslovnem izidu, se ne pobotajo s pozitivni učinki, izkazanimi v izkazu vseobsegajočega donosa.

Tabela 31: Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014, izkazanih v drugem vseobsegajočem donosu v tisoč EUR

Podjetje	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dars	0	0	0	0	0	-4.900
Helios	n. p.	n. p.	n. p.	-98	-2.383	-6.230
Hit	0	0	0	0	0	0
Letrika	0	0	0	0	0	0
Luka Koper	0	0	-373	-1.124	0	0
Mercator	-1.205	1.439	-2.224	-898	3.097	912
Merkur	185	3.513	0	0	0	0
Premogovnik Velenje	0	0	-497	-149	247	149
Soške elektrarne	0	631	-233	-252	334	224
Telekom	-79	779	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
Acroni	0	0	0	0	0	0
Energetika Ljubljana	0	0	0	0	0	0
Geoplin	0	0	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
Impol	0	0	0	0	0	0
Intereuropa	0	0	0	0	0	0
Krka	0	0	0	0	0	0
OMV	0	0	0	0	0	0
Talum	0	0	0	0	0	0
Cinkarna Celje	0	0	0	0	0	n. p.
Droga Kolinska	n. p.	n. p.	-3.654	-1.371	2.912	4.143
Elektro Slovenija	0	0	0	0	0	0
GEN Energija	0	0	0	0	n. p.	n. p.
GEN-I	n. p.	n. p.	10.087	-4.564	-538	-94
Gorenje	597	317	-7.499	-2.220	-145	-72

se nadaljuje

Tabela 31: Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014, izkazanih v drugem vseobsegajočem donosu (nadaljevanje)

Podjetje	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HSE	n. p.	n. p.	-7.079	-5.061	4.941	3.068
Petrol	-2.374	1.587	1.182	-1.033	3.878	434
Savatech	0	0	0	0	0	0

5.4.6.2 Učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred valutnimi oziroma cenovnimi tveganji

V Tabeli 32 so prikazani učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov, razkritih v letnih poročilih, pripravljenih po SRS oziroma MSRP, izkazanih v poslovnem izidu v 000 EUR in primerjava kot odstotek čistega dobička posameznega poslovnega leta.

Tabela 32: Učinki uporabe valutnih in cenovnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014

Podjetje	Vrsta instr.	SRS / MSRP	v 000 EUR / v %	Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v 000 EUR in v % od dobička					
				2009	2010	2011	2012	2013	2004
Acroni	C	MSRP	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
			v %						
Cinkarna Celje	V+C	SRS	v 000 EUR	-117	-83	47	0	0	0
			v %	-12	-1	0	0	0	0
Droga Kolinska	V+C	MSRP	v 000 EUR	0	0	332	-155	-1.776	317
			v %	0	0	4	-1	-9	2
Elektro Slovenija	V+C	SRS	v 000 EUR	n. p.	1.343	3.674	1.021	293	3.099
			v %		22	113	10	11	44
Energetika Ljubljana	V	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
			v %						
GEN Energija	V+C	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	3.784	n. p.	-3.949
			v %						-14
GEN-I	V+C	MSRP	v 000 EUR	3.888	3.167	-8	1.486	1.161	-5.063
			v %	26	43	0	18	12	-97
Geoplin	C	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	76	1.838
			v %					1	14

se nadaljuje

Tabela 32: Učinki uporabe valutnih in cenovnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014 (nadaljevanje)

Podjetje	Vrsta instr.	SRS / MSRP	v 000 EUR / v %	Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v 000 EUR in v % od dobička					
				2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gorenje	V	MSRP	v 000 EUR	27	-6.647	-127	39	3.973	-235
			v %	0	-33	-1	13	16	-19
HSE	V	Od 2011 MSRP	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	-23	-20
			v %					0	0
Impol	V+C	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	844	802	377
			v %				7	6	3
Intereuropa	V	MSRP	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
			v %						
Krka	V	MSRP	v 000 EUR	0	0	0	-4.885	0	3
			v %	0	0	0	-3	0	0
OMV Slovenija	V+C	MSRP	v 000 EUR	3.843	912	1.931	342	646	403
			v %	26	6	12	2	4	2
Petrol	V+C	MSRP	v 000 EUR	-12.151	3.447	-2.620	1.389	-3.555	10.110
			v %	-154	10	-5	3	-7	17
Savatech	V	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
			v %						
Talum	V+C	SRS	v 000 EUR	n. p.	1.343	3.674	1.021	293	3.099
			v %		266	50	7	2	68

Legenda: SRS – Slovenski računovodski standardi

MSRP – Mednarodni računovodski standardi poročanja

V – valutni izvedeni finančni instrumenti

C – cenovni izvedeni finančni instrumenti

Nasprotno kot pri obrestnih, je možno pri uporabi valutnih in cenovnih izvedenih finančnih instrumentih opaziti pozitiven vpliv na poslovanje, čeprav rezultati po obdobjih nihajo, na primer pri GEN-I je izrazito pozitiven trend pokvaril učinek leta 2014. Tam, kjer so rezultati razkriti, izkazujejo v primerjavi z doseženim čistim dobičkom izrazito visoke odstotke. Analiza učinkov je težka, saj številni niso posebej razkriti.

5.4.6.3 Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred tveganji, izkazanih v izkazu poslovnega izida

V nadaljevanju nas zanima, kakšni so skupni učinki uporabe izvedenih finančnih

instrumentov, ki so izkazani v obdobju 2009–2014, in ali pozitivni učinki valutnih/cenovnih izničijo negativne učinke obrestnih v primerih, kjer se uporabljajo vse vrste instrumentov za varovanje pred tveganji.

V Tabeli 33 so prikazani skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred posamezno vrsto tveganja, razkritih v letnih poročilih, pripravljenih po SRS oziroma MSRP, izkazanih v poslovnem izidu v 000 EUR, in primerjava kot odstotek čistega dobička posameznega poslovnega leta.

Tabela 33: Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014

Podjetje	SRS / MSRP	v 000 EUR / v %	Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v 000 EUR in v % od dobička					
			2009	2010	2011	2012	2013	2014
Acroni	MSRP	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
		v %						
Cinkarna Celje	SRS	v 000 EUR	-117	-83	0	0	0	0
		v %	-12	-1	0	0	0	0
Dars	SRS	v 000 EUR	0	-3.483	-2.785	-1.712	-1.635	-2.030
		v %	0	-11	-11	-7	-3	-3
Droga Kolinska	MSRP	v 000 EUR	0	-1.107	-585	-2.057	-3.806	-884
		v %	0	-213	-8	-15	-19	-5
Elektro Slovenija	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	2.929	-667	-999	1.623
		v %			90	-6	-36	23
Energetika Ljubljana	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
		v %						
GEN Energija	SRS	v 000 EUR	-136	-40	-40	3.784	n. p.	-3.949
		v %	0	0	0	19		-14
GEN-I	MSRP	v 000 EUR	3.888	3.167	-8	1.486	1.161	-5.063
		v %	26	43	0	18	12	-97
Geoplin	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	76	1.838
		v %					1	14
Gorenje	MSRP	v 000 EUR	-343	-8.144	-2.282	-1.786	1.501	-2.700
		v %	-3	-41	-25	-616	6	-218
Helios	MSRP	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
		v %						
Hit	SRS	v 000 EUR	0	-256	-302	0	0	0
		v %						

se nadaljuje

*Tabela 33: Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014
(nadaljevanje)*

Podjetje	SRS / MSRP	v 000 EUR / v %	Učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v 000 EUR in v % od dobička					
			2009	2010	2011	2012	2013	2004
		v %	0	0	-2	-5	0	0
HSE	Od 2011 MSRP	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	-1.929	-1.767
		v %					-3	-5
Impol	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	844	802	377
		v %				7	6	3
Intereuropa	MSRP	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
		v %						
Krka	MSRP	v 000 EUR	0	0	0	-4.885	0	3
		v %	0	0	0	-3	0	0
Letrika	MSRP	v 000 EUR	-223	-572	0	0	0	0
		v %	-1	-12	0	0	0	0
Luka Koper	MSRP	v 000 EUR	0	0	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
		v %	0	0				
Mercator	MSRP	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
		v %						
OMV	MSRP	v 000 EUR	3.843	912	1.931	342	646	403
		v %	26	6	12	2	4	2
Petrol	MSRP	v 000 EUR	-24.869	889	-4.902	-3.869	-6.008	6.714
		v %	-315	3	-9	-7	-11	11
Premogovnik Velenje	MSRP	v 000 EUR	0	0	n. p.	n. p.	-288	-288
		v %	0	0			-1	-1
Savatech	SRS	v 000 EUR	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
		v %						
Soške elektrarne	MSRP	v 000 EUR	0	0	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
		v %	0	0				
Talum	SRS	v 000 EUR	n. p.	1.343	3.674	1.021	293	3.099
		v %		266	50	7	2	68
Telekom	MSRP	v 000 EUR	-4.601	-1.406	-110	139	804	314
		v %	-19	-1	0	0	2	20

Čeprav podatki po letih nihajo tako v absolutni vrednosti kot tudi v primerjavi z doseženim dobičkom, lahko ugotovimo, da so učinki uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov negativni, učinki uporabe valutnih oziroma cenovnih instrumentov večinoma pozitivni, skupni učinki pa so večinoma negativni. Pozitivni učinki izhajajo iz ugodnega nihanja borznih surovin in pričakovanega gibanja vrednosti valut, ki so bile varovane.

5.4.6.4 Povzetek učinkov uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014

Analiza učinkov uporabe izvedenih finančnih učinkov v največjih slovenskih podjetjih v obdobju 2009–2014 kaže večinoma negativne učinke pri obrestnih izvedenih finančnih instrumentih izkazane v izkazu poslovnega izida, različne različne učinke po letih v kapitalu, kamor se prenaša uspešen del varovanja pred obrestnimi tveganji in večinoma pozitivne učinke pri valutnih oziroma cenovnih izvedenih finančnih instrumentov. Analizirani so bili učinki izvedenih finančnih instrumentov tam, kjer so bili izkazani.

Tabela 34 prikazuje učinke obrestnih izvedenih finančnih učinkov. V povprečju so bili učinki obrestnih izvedenih finančnih instrumentov največji v letu 2009, nato so se zmanjševali do leta 2011, ko so bili najmanjši, v letu 2012 so se povečali, v letih 2013 in 2014 pa so izkazovali spet nižje vrednosti. Največje izgube z naslova obrestnih finančnih instrumentov so bile izkazane v letu 2009, ko je Petrol izkazal kar za 12.718 tisoč EUR negativnih učinkov.

Pri analizi učinkov iz uporabe izvedenih finančnih instrumentov bi bilo treba analizirati tudi tečajne razlike, saj se lahko učinki iz tekočih poslov gibljejo ravno v nasprotni smeri, vendar ti učinki (razen pri Petrolu) niso posebej razkriti. Lahko se tudi zgodi, da podjetje izkazuje pozitivne učinke iz izvedenih finančnih instrumentov in negativne tečajne razlike. Primer Krke kaže, da omenjeno podjetje nima nobenih učinkov pri varovanju, vseeno pa v letu izkazuje za 100 mio EUR negativnih tečajnih razlik zaradi valutnih izgub v izkazu poslovnega izida.

Tabela 34: Povzetek uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014 izkazanih v izkazu poslovnega izida v tisoč EUR

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Obrestni IFI 2014	13	-3.396	314	-945	1.189
Obrestni IFI 2013	13	-2.472	804	-867	1.125
Obrestni IFI 2012	11	-5.258	139	-1.113	1.636
Obrestni IFI 2011	11	-2.785	0	-853	1.054
Obrestni IFI 2010	12	-4.308	0	-1.269	1.469
Obrestni IFI 2009	12	-12.718	0	-1.504	3.766

Legenda: IFI – Izvedeni finančni instrumenti

Tabela 35 prikazuje učinke obrestnih izvedenih finančnih instrumentov izkazanih v kapitalu. V povprečju učinki uspešnega varovanja pred tveganji, izkazani v kapitalu, niso tako visoki kot tisti, ki so izkazani v izkazu poslovnega izida, med leti nihajo. V povprečju so bili največji negativni učinki izkazani v letu 2012, največji razpon je v letu 2011. Največji negativen učinek je bil izkazan v podjetju HSE, največji pozitiven pa v GEN-I, čeprav obe

podjetji delujeta v isti dejavnosti.

Tabela 35: Povzetek uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014, izkazanih v kapitalu (preko izkaza drugega vseobsegajočega donosa) v tisoč EUR

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Učinki IFI v kapitalu 2014	23	-6.230	4.143	-103	2.026
Učinki IFI v kapitalu 2013	24	-2.383	4.941	514	1.579
Učinki IFI v kapitalu 2012	25	-5.061	0	-671	1.373
Učinki IFI v kapitalu 2011	24	-7.499	10.087	-429	3.119
Učinki IFI v kapitalu 2010	23	0	3.513	359	828
Učinki IFI v kapitalu 2009	23	-2.374	597	-125	569

Legenda: IFI – Izvedeni finančni instrumenti

Tabela 36 prikazuje učinke valutnih oziroma cenovnih izvedenih finančnih instrumentov, izkazanih v izkazu poslovnega izida. V povprečju so bili učinki valutnih oziroma cenovnih izvedenih finančnih instrumentov negativni v letu 2009, najvišji pa v letu 2014. Petrol je v letu 2009 izkazal najvišje negativne učinke, v letu 2014 pa najvišje pozitivne učinke, kar je posledica dejavnosti, v kateri deluje, sicer pa so posledica velikih tržnih nihanj.

Tabela 36: Povzetek uporabe valutnih/cenovnih izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014 izkazanih v izkazu poslovnega izida v tisoč EUR

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Valutni/cenovni IFI 2014	13	-5.063	10.110	768	3.638
Valutni/cenovni IFI 2013	12	-3.555	3.973	158	1.755
Valutni/cenovni IFI 2012	11	-4.885	3.784	444	2.076
Valutni/cenovni IFI 2011	9	-2.620	3.674	767	2.013
Valutni/cenovni IFI 2010	9	-6.647	3.447	387	2.941
Valutni/cenovni IFI 2009	7	-12.151	3.888	-644	5.395

Legenda: IFI – Izvedeni finančni instrumenti

Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov so prikazani v Tabeli 37. Ugotovimo lahko, da so bili v povprečju učinki obrestnih finančnih instrumentov višji od pozitivnih valutnih oziroma cenovnih instrumentov, zato so skupni učinki negativni. V povprečju so bili najvišji leta 2009 in najnižji leta 2014. Največje izgube so bile izkazane v letu 2009, najvišji dobički pa v letu 2014.

Tabela 37: Povzetek uporabe izvedenih finančnih instrumentov v obdobju 2009–2014, izkazanih v izkazu poslovnega izida v tisoč EUR

	Število	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Skupni učinki IFI 2014	19	-5.063	6.714	-122	2.554
Skupni učinki IFI 2013	18	-6.008	1.501	-521	1.856
Skupni učinki IFI 2012	16	-4.885	3.784	-460	2.076
Skupni učinki IFI 2011	15	-4.902	3.674	-165	2.119
Skupni učinki IFI 2010	17	-8.144	3.167	-770	2.549
Skupni učinki IFI 2009	16	-24.869	3.888	-1.410	6.521

Legenda: IFI – Izvedeni finančni instrumenti

Skupni učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov so v preučevanem obdobju negativni zaradi izrazitega negativnega vpliva izgub pri obrestnih izvedenih finančnih instrumentih, ki so posledica padanja obrestnih mer. Izgube so bile višje v letih po začetku finančne krize, a so z leti v povprečju manjše.

Podjetja se morajo pri odločitvah varovanja pred finančnimi tveganji zavedati zahtevnosti in kompleksnosti varovanja, spremljanja in računovodskega evidentiranja izvedenih finančnih instrumentov. Zavarovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti še ne zagotavlja popolnega varovanja pred nihanji obrestne mere, valutnih tečajev, borznih cen surovin ipd. Pri ugotavljanju uspešnosti varovanja pred finančnimi tveganji je treba upoštevati ne samo učinkov izkazanih v računovodskih izkazih podjetja in letnih poročilih temveč tudi oportunitetne stroške izgubljenih alternativ. V računovodskih izkazih in letnih poročilih izkazani negativni učinki še ne pomenijo neuspešne strategije varovanja pred tveganji, saj je treba za presojo uspešnosti upoštevati vse dejavnike, ki pogosto niso v celoti razkriti.

Izvedeni finančni instrumenti so primerni za varovanje pred finančnimi tveganji, strategijo njihove uporabe je treba redno preverjati glede na spremenjene tržne razmere in zahteve ter način računovodskega izkazovanja.

SKLEP

Obvladovanje vseh vrst tveganj je za delovanje in obstoj podjetja velikega pomena. Finančna tveganja so le del tveganj podjetja, ki lahko pomembno vplivajo na vse druge vrste tveganj in obratno. Ena od možnosti za obvladovanje finančnih tveganj je uporaba izvedenih finančnih instrumentov, ki pa sama po sebi še ne zagotavlja pozitivnih učinkov pri poslovanju podjetja

Za učinkovito obvladovanje finančnih tveganj z uporabo izvedenih finančnih instrumentov je pomembno dobro poznavanje specifik poslovanja podjetja, razumevanje učinkov in

vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov v finančnih izkazih podjetja ter spremljanje tržnih razmer, na katere se je treba ustrezno odzivati. Dobro poznavanje značilnosti izvedenih finančnih instrumentov, poznavanje računovodskih pravil in razumevanje metode obračunavanja varovanja pred tveganji lahko v veliki meri uravnovesijo tako pozitivne kot negativne učinke vrednotenja. Računovodenje varovanja pred tveganji je lahko zelo zahtevno, odvisno je od vrste in kompleksnosti izvedenega finančnega instrumenta in varovane postavke ter ustreznega dokumentiranja in vrednotenja.

V obdobju 2009–2014 ni bilo zaznati trenda večje oziroma manjše uporabe izvedenih finančnih instrumentov. V manjši meri je zaznati, da so v podjetjih, kjer so v nekem obdobju izkazali negativen učinek iz uporabe izvedenih finančnih instrumentov, te instrumente ukinili oziroma prenehali uporabljati (Krka in uporaba izvedenih finančnih instrumentov v primeru nakupa ruskih rubljev in HIT, ki izvedenih finančnih instrumentov kljub povečevanju zadolženosti več ne uporablja). V primeru Merkurja gre za ukinitve obrestnih izvedenih finančnih instrumentov zaradi finančnega prestrukturiranja podjetja.

Velikost in vrsta zadolževanja pomembno vplivata na uporabo obrestnih instrumentov. Podjetja, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za varovanje pred obrestnimi tveganji, so praviloma bolj zadolžena. Za dolgoročno zadolženost smo potrdili statistično povezavo, za kratkoročno obliko zadolženosti pa ne.

Izvozno naravnana podjetja pri svojem poslovanju v večji meri uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente. Geografska diverzifikacija prodaje pozitivno vpliva na uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumentov, na uporabo cenovnih izvedenih finančnih instrumentov pa vplivata dejavnost in vezanost na nabavo borznih surovin.

Lastniška struktura ne vpliva na uporabo izvedenih finančnih instrumentov, manjši delež podjetij svoja tveganja obvladuje preko skupine in tujega lastnika. Največjo uporabo izvedenih finančnih instrumentov je zaznati v podjetjih, ki tvorijo skupino podjetij: praviloma gre za uporabo valutnih oziroma cenovnih instrumentov.

Večja podjetja v večji meri uporabljajo izvedene finančne instrumente, kar smo potrdili s statističnimi testi tako glede na velikost prihodkov kot tudi na velikost aktive. Večja podjetja imajo vzpostavljen boljši sistem za spremljanje, nadzor, evidentiranje in merjenje učinkov izvedenih finančnih instrumentov, kar lahko sklepamo iz obsega in velikosti razkritij v letnih poročilih.

Slovenske raziskave ugotavljajo, da so finančna tveganja slabo obvladovana (Berk, 2010; Skočir, 2011), vendar je finančna kriza pozitivno vplivala na obseg in kakovost razkritij (Ravšelj, 2015). Iz preučevanja razkritij v letnih poročilih največjih slovenskih podjetij v obdobju 2009–2014 ugotavljamo, da se povečujeta obseg razkritij in zavedanje pomembnosti obvladovanja tveganj. Na področju valutnih oziroma cenovnih instrumentov

ugotavljamo izrazito pozitiven vpliv na poslovanje, medtem ko podjetja, ki uporabljajo obrestne izvedene instrumente, izkazujejo negativne učinke, izkazane v izkazu poslovnega izida.

Učinki kot posledica obvladovanja obrestnih in valutnih oziroma cenovnih tveganj so visoki v primerjavi s čistim dobičkom, kar lahko samo po sebi pomeni dodatno tveganje. Učinki v kapitalu, ki pomenijo uspešen del varovanja pred tveganji, ne izničijo učinkov izkazanih v poslovnem izidu. Negativni učinki pomenijo odvisnost od tržnih razmer, kar se je v analizi največjih slovenskih podjetij v obdobju 2009–2014 pokazalo, kajti ta podjetja v povprečju takih razmer ne obvladujejo dobro. Analiza učinkov v letnih poročilih se je izkazala kot zelo pomembna, saj med drugim vpliva na poslovni rezultat ter finančni položaj podjetja, zato bi bilo smiselno in potrebno učinke iz izvedenih finančnih instrumentov razkrivati še bolj podrobno in pregledno v smislu učinka na poslovni rezultat tekočega leta ter vpliv na prihodnje poslovanje preko učinkov, izkazanih v kapitalu.

LITERATURA IN VIRI

1. Acroni, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Acroni, d.o.o za leto 2009. Jesenice: Acroni, d.o.o.
2. Acroni, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Acroni, d.o.o za leto 2010. Jesenice: Acroni, d.o.o.
3. Acroni, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Acroni, d.o.o za leto 2011. Jesenice: Acroni, d.o.o.
4. Acroni, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Acroni, d.o.o za leto 2012. Jesenice: Acroni, d.o.o.
5. Acroni, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Acroni, d.o.o za leto 2013. Jesenice: Acroni, d.o.o.
6. Acroni, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Acroni, d.o.o za leto 2014. Jesenice: Acroni, d.o.o.
7. Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). *Exchange Rate Exposure, Hedging, and the Use of Foreign Currency against Static Trade-Off Theory on UK data*. Birmingham: Birmingham Business School.
8. Bank for International Settlements. (b.l.). Exchange-traded statistics. Najdeno 24. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6%7C32%7C616>
9. Banka Slovenije. (b.l.). Obrestne mere. Najdeno 17. junija 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/financni-podatki.asp?MapaId=1001>
10. Bartram, S.M. (2001). *Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation*. Maastricht: Maastricht University.
11. Berk, A. (2005). Mednarodna primerjava uporabe izvedenih finančnih inštrumentov v nefinančnih podjetjih. *Revizor, revija o reviziji*, 16(11/12), 67-93.
12. Berk, A. (2006). Uporaba izvedenih finančnih inštrumentov v slovenskih, ameriških in nemških nefinančnih podjetjih po vrstah finančnega tveganja. *Revizor, revizija o reviziji*, 17(1), 111-131.
13. Berk, A., Peterlin, J., & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganj: skrivnost celovitega pristopa*. Ljubljana: GV založba.
14. Berk, S. A. (2010). *Obvladovanje finančnega tveganja: razlogi, učinki in prihodnje potrebe*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Bodnar, G. M., & Gebhardt, G. (1999). Derivates Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. *Journal of International Management Accounting*, 19(3), 153-187.
16. Bodnar, G. M., Consolandi, C., Gabbi, G., & Jaiswal-Dale, A. (2013). Risk Management for Italian Non-Financial Firms: Currency and Interest Rate Exposure. *European Financial Management*, 19(5), 887-910.
17. Bodnar, G. M., De Jong, A., & Macrae, V. (2003) The Impact of Institutional Differences on Derivatives Usage: a Comparative Study of US and Dutch Firms. *European Financial Management*, 9(3), 271-297.

18. Bodnar, G. M., Hayt, C. S., & Marston, R. C. (1996). 1995 Wharton Survey of Financial Risk Management by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 25(4), 113-133.
19. Bodnar, G.M., Hayt, C.S., & Marston, R.C. (1998). 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 27(4), 153-187.
20. Bodnar, G.M., Hayt, G.S., Marston, R.C., & Smithson, C.W. (1995). Wharton Survey of Derivates Usage by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 24(2),
21. Boxmark Leather, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Boxmark Leather, d.o.o za leto 2009. Kidričevo: Boxmark Leather, d.o.o.
22. Boxmark Leather, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Boxmark Leather, d.o.o za leto 2010. Kidričevo: Boxmark Leather, d.o.o.
23. Boxmark Leather, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Boxmark Leather, d.o.o za leto 2011. Kidričevo: Boxmark Leather, d.o.o.
24. Boxmark Leather, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Boxmark Leather, d.o.o za leto 2012. Kidričevo: Boxmark Leather, d.o.o.
25. Boxmark Leather, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Boxmark Leather, d.o.o za leto 2013. Kidričevo: Boxmark Leather, d.o.o.
26. Boxmark Leather, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Boxmark Leather, d.o.o za leto 2014. Kidričevo: Boxmark Leather, d.o.o.
27. Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Daves, P. R. (1999). *Intermediate Financial Management*. Orlando: Dryden Press.
28. BSH hišni aparati, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja BSH hišni aparati, d.o.o. za leto 2009. Nazarje: BSH hišni aparati, d.o.o.
29. BSH hišni aparati, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja BSH hišni aparati, d.o.o. za leto 2010. Nazarje: BSH hišni aparati, d.o.o.
30. BSH hišni aparati, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja BSH hišni aparati, d.o.o. za leto 2011. Nazarje: BSH hišni aparati, d.o.o.
31. BSH hišni aparati, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja BSH hišni aparati, d.o.o. za leto 2012. Nazarje: BSH hišni aparati, d.o.o.
32. BSH hišni aparati, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja BSH hišni aparati, d.o.o. za leto 2013. Nazarje: BSH hišni aparati, d.o.o.
33. BSH hišni aparati, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja BSH hišni aparati, d.o.o. za leto 2014. Nazarje: BSH hišni aparati, d.o.o.
34. Chance, D.M. (2005). A Brief History of Derivates. Najdeno 26.februarja 2013 na spletnem naslovu <http://husky1.stmarys.ca/~gye/derivativeshistory.pdf>
35. Cinkarna Celje, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d. za leto 2009. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
36. Cinkarna Celje, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d. za leto 2010. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
37. Cinkarna Celje, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d. za leto 2011. Celje: Cinkarna Celje, d.d.

38. Cinkarna Celje, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d. za leto 2012. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
39. Cinkarna Celje, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d. za leto 2013. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
40. Cinkarna Celje, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d. za leto 2014. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
41. Culp, C.C. (2001). *The Risk Management Process: Business Strategy and Tactics*. New Jersey: John Wiley&Sons.
42. Dars, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Dars, d.d. za leto 2009. Celje: Dars, d.d.
43. Dars, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Dars, d.d. za leto 2010. Celje: Dars, d.d.
44. Dars, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Dars, d.d. za leto 2011. Celje: Dars, d.d.
45. Dars, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Dars, d.d. za leto 2012. Celje: Dars, d.d.
46. Dars, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Dars, d.d. za leto 2013. Celje: Dars, d.d.
47. Dars, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Dars, d.d. za leto 2014. Celje: Dars, d.d.
48. De Ceuster, M. J., Durink, E., Laveren, E., & Lodewyckx, J. (2000). A survey into the use of derivatives by large non-financial firms operating in Belgium. *European Financial Management*, 6(3), 301-318.
49. Deloitte, d.o.o. (2010). *Obračunovanje finančnih instrumentov in varovanja pred tveganjem* (interno gradivo). Ljubljana: Deloitte, d.o.o.
50. Deloitte, LLP. (2014). *IFRS in your pocket 2014*. London: Deloitte, LLP.
51. Dem, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Dem, d.o.o. za leto 2009. Maribor: Dem, d.o.o.
52. Dem, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Dem, d.o.o. za leto 2010. Maribor: Dem, d.o.o.
53. Dem, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Dem, d.o.o. za leto 2011. Maribor: Dem, d.o.o.
54. Dem, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Dem, d.o.o. za leto 2012. Maribor: Dem, d.o.o.
55. Dem, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Dem, d.o.o. za leto 2013. Maribor: Dem, d.o.o.
56. Dem, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Dem, d.o.o. za leto 2014. Maribor: Dem, d.o.o.
57. Droga Kolinska, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Droga Kolinska, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Droga Kolinska, d.d.
58. Droga Kolinska, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Droga Kolinska, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Droga Kolinska, d.d.
59. Droga Kolinska, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Droga Kolinska, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Droga Kolinska, d.d.
60. Droga Kolinska, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Droga Kolinska, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Droga Kolinska, d.d.
61. Droga Kolinska, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Droga Kolinska, d.d. za leto 2013. Ljubljana: Droga Kolinska, d.d.

62. Droga Kolinska, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Droga Kolinska, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Droga Kolinska, d.d.
63. Eitman, D.K., Stonehill, A.I., & Moffet, M.H. (2000). *Multinational Business Finance*. New Jersey: Prentice Hall.
64. Elektro Celje, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Elektro Celje, d.d. za leto 2009. Celje: Elektro Celje, d.d.
65. Elektro Celje, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Elektro Celje, d.d. za leto 2010. Celje: Elektro Celje, d.d.
66. Elektro Celje, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Elektro Celje, d.d. za leto 2011. Celje: Elektro Celje, d.d.
67. Elektro Celje, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Elektro Celje, d.d. za leto 2012. Celje: Elektro Celje, d.d.
68. Elektro Celje, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Elektro Celje, d.d. za leto 2013. Celje: Elektro Celje, d.d.
69. Elektro Celje, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Elektro Celje, d.d. za leto 2014. Celje: Elektro Celje, d.d.
70. Elektro Ljubljana, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Elektro Ljubljana, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Elektro Ljubljana, d.d.
71. Elektro Ljubljana, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Elektro Ljubljana, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Elektro Ljubljana, d.d.
72. Elektro Ljubljana, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Elektro Ljubljana, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Elektro Ljubljana, d.d.
73. Elektro Ljubljana, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Elektro Ljubljana, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Elektro Ljubljana, d.d.
74. Elektro Ljubljana, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Elektro Ljubljana, d.d. za leto 2013. Ljubljana: Elektro Ljubljana, d.d.
75. Elektro Ljubljana, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Elektro Ljubljana, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Elektro Ljubljana, d.d.
76. Elektro Maribor, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Elektro Maribor, d.d. za leto 2009. Maribor: Elektro Maribor, d.d.
77. Elektro Maribor, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Elektro Maribor, d.d. za leto 2010. Maribor: Elektro Maribor, d.d.
78. Elektro Maribor, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Elektro Maribor, d.d. za leto 2011. Maribor: Elektro Maribor, d.d.
79. Elektro Maribor, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Elektro Maribor, d.d. za leto 2012. Maribor: Elektro Maribor, d.d.
80. Elektro Maribor, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Elektro Maribor, d.d. za leto 2013. Maribor: Elektro Maribor, d.d.
81. Elektro Maribor, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Elektro Maribor, d.d. za leto 2014. Maribor: Elektro Maribor, d.d.
82. Eles, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Eles, d.o.o. za leto 2009. Ljubljana: Eles, d.o.o.

83. Eles, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Eles, d.o.o. za leto 2010. Ljubljana: Eles, d.o.o.
84. Eles, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Eles, d.o.o. za leto 2011. Ljubljana: Eles, d.o.o.
85. Eles, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Eles, d.o.o. za leto 2012. Ljubljana: Eles, d.o.o.
86. Eles, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Eles, d.o.o. za leto 2013. Ljubljana: Eles, d.o.o.
87. Eles, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Eles, d.o.o. za leto 2014. Ljubljana: Eles, d.o.o.
88. El-Masry, A. (2003). Derivatives use and risk management practices by UK nonfinancial companies. *Managerial Finance*, 32(2), 137-159.
89. Energetika Ljubljana, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Energetika Ljubljana, d.o.o. za leto 2009. Ljubljana: Energetika Ljubljana, d.o.o.
90. Energetika Ljubljana, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Energetika Ljubljana, d.o.o. za leto 2010. Ljubljana: Energetika Ljubljana, d.o.o.
91. Energetika Ljubljana, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Energetika Ljubljana, d.o.o. za leto 2011. Ljubljana: Energetika Ljubljana, d.o.o.
92. Energetika Ljubljana, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Energetika Ljubljana, d.o.o. za leto 2012. Ljubljana: Energetika Ljubljana, d.o.o.
93. Energetika Ljubljana, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Energetika Ljubljana, d.o.o. za leto 2013. Ljubljana: Energetika Ljubljana, d.o.o.
94. Energetika Ljubljana, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Energetika Ljubljana, d.o.o. za leto 2014. Ljubljana: Energetika Ljubljana, d.o.o.
95. European Central Bank (b.l.). Statistical datawarehouse, exchange rates. Najdeno 12. junija 2016 na spletnem naslovu <https://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=9691107>
96. Eurostat (b.l.). International trade. Najdeno 12. aprila 2016 na spletnem naslovu http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_introle&lang=en
97. Fabozzi, F.J. (1996). *Measuring and controlling interest rate risk*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates.
98. Finance. (2012, 30.5.2012). Top 101 – Liga največjih. *Finance*, str. 35-38.
99. Garmassi, J., Gross, D., & Micossi, S. (2009). The Global Financial Crisis: Causes and Cures. Najdeno 31. marca 2013 na spletnem naslovu <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-5965.2009.02031.x/pdf>
100. Gen, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Gen, d.o.o. za leto 2009. Ljubljana: Gen, d.o.o.
101. Gen, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Gen, d.o.o. za leto 2010. Ljubljana: Gen, d.o.o.
102. Gen, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Gen, d.o.o. za leto 2011. Ljubljana: Gen, d.o.o.
103. Gen, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Gen, d.o.o. za leto 2012. Ljubljana: Gen,

- d.o.o.
104. Gen, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Gen, d.o.o. za leto 2013. Ljubljana: Gen, d.o.o.
 105. Gen, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Gen, d.o.o. za leto 2014. Ljubljana: Gen, d.o.o.
 106. Gen-I, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Gen-I, d.o.o. za leto 2009. Ljubljana: Gen-I, d.o.o.
 107. Gen-I, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Gen-I, d.o.o. za leto 2010. Ljubljana: Gen-I, d.o.o.
 108. Gen-I, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Gen-I, d.o.o. za leto 2011. Ljubljana: Gen-I, d.o.o.
 109. Gen-I, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Gen-I, d.o.o. za leto 2012. Ljubljana: Gen-I, d.o.o.
 110. Gen-I, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Gen-I, d.o.o. za leto 2013. Ljubljana: Gen-I, d.o.o.
 111. Gen-I, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Gen-I, d.o.o. za leto 2014. Ljubljana: Gen-I, d.o.o.
 112. Geoplin, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Geoplin, d.o.o. za leto 2009. Ljubljana: Geoplin, d.o.o.
 113. Geoplin, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Geoplin, d.o.o. za leto 2010. Ljubljana: Geoplin, d.o.o.
 114. Geoplin, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Geoplin, d.o.o. za leto 2011. Ljubljana: Geoplin, d.o.o.
 115. Geoplin, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Geoplin, d.o.o. za leto 2012. Ljubljana: Geoplin, d.o.o.
 116. Geoplin, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Geoplin, d.o.o. za leto 2013. Ljubljana: Geoplin, d.o.o.
 117. Geoplin, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Geoplin, d.o.o. za leto 2014. Ljubljana: Geoplin, d.o.o.
 118. Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. za leto 2009. Kranj: Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o.
 119. Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. za leto 2010. Kranj: Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o.
 120. Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. za leto 2011. Kranj: Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o.
 121. Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. za leto 2012. Kranj: Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o.
 122. Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. za leto 2013. Kranj: Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o.
 123. Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o. za leto 2014. Kranj: Goodyear Dunlop Sava Tires, d.o.o.
 124. Gorenje, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d. za leto 2009. Velenje:

- Gorenje, d.d.
125. Gorenje, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d. za leto 2010. Velenje: Gorenje, d.d.
126. Gorenje, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d. za leto 2011. Velenje: Gorenje, d.d.
127. Gorenje, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d. za leto 2012. Velenje: Gorenje, d.d.
128. Gorenje, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d. za leto 2013. Velenje: Gorenje, d.d.
129. Gorenje, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d. za leto 2014. Velenje: Gorenje, d.d.
130. Guay, W., & Kothari, S.P. (2003). How Much do Firms Hedge with Derivates? *Journal of Financial Economics*, 70(3), 423-461.
131. Helios, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Helios, d.o.o. za leto 2009. Količevo: Helios, d.o.o.
132. Helios, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Helios, d.o.o. za leto 2010. Količevo: Helios, d.o.o.
133. Helios, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Helios, d.o.o. za leto 2011. Količevo: Helios, d.o.o.
134. Helios, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Helios, d.o.o. za leto 2012. Količevo: Helios, d.o.o.
135. Helios, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Helios, d.o.o. za leto 2013. Količevo: Helios, d.o.o.
136. Helios, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Helios, d.o.o. za leto 2014. Količevo: Helios, d.o.o.
137. Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. za leto 2009. Ljubljana: Hella Saturnus Slovenija, d.o.o.
138. Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. za leto 2010. Ljubljana: Hella Saturnus Slovenija, d.o.o.
139. Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. za leto 2011. Ljubljana: Hella Saturnus Slovenija, d.o.o.
140. Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. za leto 2012. Ljubljana: Hella Saturnus Slovenija, d.o.o.
141. Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. za leto 2013. Ljubljana: Hella Saturnus Slovenija, d.o.o.
142. Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Hella Saturnus Slovenija, d.o.o. za leto 2014. Ljubljana: Hella Saturnus Slovenija, d.o.o.
143. Hit, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Hit, d.d. za leto 2009. Nova Gorica: Hit, d.d.
144. Hit, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Hit, d.d. za leto 2010. Nova Gorica: Hit, d.d.
145. Hit, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Hit, d.d. za leto 2011. Nova Gorica: Hit, d.d.
146. Hit, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Hit, d.d. za leto 2012. Nova Gorica: Hit, d.d.
147. Hit, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Hit, d.d. za leto 2013. Nova Gorica: Hit, d.d.

148. Hit, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Hit, d.d. za leto 2014. Nova Gorica: Hit, d.d.
149. Hse, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Hse, d.o.o. za leto 2009. Ljubljana: Hse, d.o.o.
150. Hse, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Hse, d.o.o. za leto 2010. Ljubljana: Hse, d.o.o.
151. Hse, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Hse, d.o.o. za leto 2011. Ljubljana: Hse, d.o.o.
152. Hse, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Hse, d.o.o. za leto 2012. Ljubljana: Hse, d.o.o.
153. Hse, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Hse, d.o.o. za leto 2013. Ljubljana: Hse, d.o.o.
154. Hse, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Hse, d.o.o. za leto 2014. Ljubljana: Hse, d.o.o.
155. Hull, J.C. (2009). *Option, Futures and other Derivates*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
156. Hull, J.C. (2010). *Risk Management and Financial Institutions*. Boston: Prentice Hall.
157. Impol 2000, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Impol 2000, d.d. za leto 2009. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
158. Impol 2000, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Impol 2000, d.d. za leto 2010. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
159. Impol 2000, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Impol 2000, d.d. za leto 2011. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
160. Impol 2000, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Impol 2000, d.d. za leto 2012. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
161. Impol 2000, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Impol 2000, d.d. za leto 2013. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
162. Impol 2000, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Impol 2000, d.d. za leto 2014. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
163. Intereuropa, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d. za leto 2009. Koper: Intereuropa, d.d.
164. Intereuropa, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d. za leto 2010. Koper: Intereuropa, d.d.
165. Intereuropa, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d. za leto 2011. Koper: Intereuropa, d.d.
166. Intereuropa, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d. za leto 2012. Koper: Intereuropa, d.d.
167. Intereuropa, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d. za leto 2013. Koper: Intereuropa, d.d.
168. Intereuropa, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d. za leto 2014. Koper: Intereuropa, d.d.
169. Judge, A. (2006). Why and How UK Firms Hedge. *European Financial*

Management, 12(3), 407-441.

170. Kapitsinas, S. (2008). The Impact of Derivatives Usage on Firm Value: Evidence from Greece. *Journal of Finance*, 61(2), 893-919.
171. Knight, F.H. (2005). *Risk, Uncertainty and Profit*. New York: Cosimo.
172. Kolb, R.W. & Overdahl, J.A. (2003). *Financial derivatives*. New Jersey: John Wiley & Sons.
173. Komisija evropskih skupnosti. (2013, 26. junij). Direktiva 2013/34/EU Evropskega parlamenta in sveta z dne 26. junija 2013 o letnih računovodskih izkazih, konsolidiranih računovodskih izkazih in povezanih poročilih nekaterih vrst podjetij. Najdeno 29. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=CELEX:32013L0034>
174. Krka, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka, d.d. za leto 2009. Novo mesto: Krka, d.d.
175. Krka, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Krka, d.d. za leto 2010. Novo mesto: Krka, d.d.
176. Krka, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Krka, d.d. za leto 2011. Novo mesto: Krka, d.d.
177. Krka, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Krka, d.d. za leto 2012. Novo mesto: Krka, d.d.
178. Krka, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Krka, d.d. za leto 2013. Novo mesto: Krka, d.d.
179. Krka, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Krka, d.d. za leto 2014. Novo mesto: Krka, d.d.
180. Lek, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Lek, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Lek, d.d.
181. Lek, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Lek, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Lek, d.d.
182. Lek, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Lek, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Lek, d.d.
183. Lek, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Lek, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Lek, d.d.
184. Lek, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Lek, d.d. za leto 2013. Ljubljana: Lek, d.d.
185. Lek, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Lek, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Lek, d.d.
186. Loderer, C., & Pichler, K. (2000). Firms, Do You Know Your Currency Risk Exposure? *Journal of Empirical Science*, 7(3-4), 317-344.
187. LTH Castings, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja LTH Castings, d.o.o. za leto 2009. Škofja Loka: LTH Castings, d.o.o.
188. LTH Castings, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja LTH Castings, d.o.o. za leto 2010. Škofja Loka: LTH Castings, d.o.o.
189. LTH Castings, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja LTH Castings, d.o.o. za leto 2011. Škofja Loka: LTH Castings, d.o.o.
190. LTH Castings, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja LTH Castings, d.o.o. za leto 2012. Škofja Loka: LTH Castings, d.o.o.
191. LTH Castings, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja LTH Castings, d.o.o. za leto 2013. Škofja Loka: LTH Castings, d.o.o.
192. LTH Castings, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja LTH Castings, d.o.o. za leto

2014. Škofja Loka: LTH Castings, d.o.o.
193. Luka Koper, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d. za leto 2009. Koper: Luka Koper, d.d.
194. Luka Koper, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d. za leto 2010. Koper: Luka Koper, d.d.
195. Luka Koper, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d. za leto 2011. Koper: Luka Koper, d.d.
196. Luka Koper, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d. za leto 2012. Koper: Luka Koper, d.d.
197. Luka Koper, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d. za leto 2013. Koper: Luka Koper, d.d.
198. Luka Koper, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d. za leto 2014. Koper: Luka Koper, d.d.
199. Mahle Letrika, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Mahle Letrika, d.o.o. za leto 2009. Šempeter pri Gorici: Mahle Letrika, d.o.o.
200. Mahle Letrika, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Mahle Letrika, d.o.o. za leto 2010. Šempeter pri Gorici: Mahle Letrika, d.o.o.
201. Mahle Letrika, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Mahle Letrika, d.o.o. za leto 2011. Šempeter pri Gorici: Mahle Letrika, d.o.o.
202. Mahle Letrika, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Mahle Letrika, d.o.o. za leto 2012. Šempeter pri Gorici: Mahle Letrika, d.o.o.
203. Mahle Letrika, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Mahle Letrika, d.o.o. za leto 2013. Šempeter pri Gorici: Mahle Letrika, d.o.o.
204. Mahle Letrika, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Mahle Letrika, d.o.o. za leto 2014. Šempeter pri Gorici: Mahle Letrika, d.o.o.
205. Malin, C., Ow-Yong, K., & Reynold, M. (2001). Derivatives usage in UK non-financial listed companies. *The European Journal of Finance*, 7(1), 63-91.
206. Mednarodni računovodski standardi poročanja – MSRP. MSRP 32, Finančni instrumenti: predstavljanje. *Uradni list EU* št. 320/2008.
207. Mednarodni računovodski standardi poročanja – MSRP. MSRP 39 – Finančni instrumenti: pripoznavanje in merjenje. *Uradni list EU* št. 320/2008.
208. Mednarodni standardi računovodskega poročanja – MSRP. MSRP 13, Merjenje poštene vrednosti. *Uradni list EU* št. 360/2012.
209. Mercator, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Mercator, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Mercator, d.d.
210. Mercator, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Mercator, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Mercator, d.d.
211. Mercator, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Mercator, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Mercator, d.d.
212. Mercator, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Mercator, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Mercator, d.d.
213. Mercator, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Mercator, d.d. za leto 2013. Ljubljana:

- Mercator, d.d.
214. Mercator, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Mercator, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Mercator, d.d.
215. Merkur trgovina, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Merkur trgovina, d.d. za leto 2014. Naklo: Merkur trgovina, d.d.
216. Merkur, d.d. - v stečaju (2010). Letno poročilo podjetja Merkur, d.d. - v stečaju za leto 2010. Naklo: Merkur, d.d. - v stečaju
217. Merkur, d.d. - v stečaju (2011). Letno poročilo podjetja Merkur, d.d. - v stečaju za leto 2011. Naklo: Merkur, d.d. - v stečaju
218. Merkur, d.d. - v stečaju (2012). Letno poročilo podjetja Merkur, d.d. - v stečaju za leto 2012. Naklo: Merkur, d.d. - v stečaju
219. Merkur, d.d. - v stečaju (2013). Letno poročilo podjetja Merkur, d.d. - v stečaju za leto 2013. Naklo: Merkur, d.d. - v stečaju
220. Merkur, d.d. - v stečaju. (2009). Letno poročilo podjetja Merkur, d.d. - v stečaju za leto 2009. Naklo: Merkur, d.d. - v stečaju
221. Metal Ravne, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Metal Ravne, d.o.o. za leto 2009. Ravne na Koroškem: Metal Ravne, d.o.o.
222. Metal Ravne, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Metal Ravne, d.o.o. za leto 2010. Ravne na Koroškem: Metal Ravne, d.o.o.
223. Metal Ravne, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Metal Ravne, d.o.o. za leto 2011. Ravne na Koroškem: Metal Ravne, d.o.o.
224. Metal Ravne, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Metal Ravne, d.o.o. za leto 2012. Ravne na Koroškem: Metal Ravne, d.o.o.
225. Metal Ravne, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Metal Ravne, d.o.o. za leto 2013. Ravne na Koroškem: Metal Ravne, d.o.o.
226. Metal Ravne, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Metal Ravne, d.o.o. za leto 2014. Ravne na Koroškem: Metal Ravne, d.o.o.
227. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
228. Nek, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Nek, d.o.o. za leto 2009. Krško: Nek, d.o.o.
229. Nek, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Nek, d.o.o. za leto 2010. Krško: Nek, d.o.o.
230. Nek, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Nek, d.o.o. za leto 2011. Krško: Nek, d.o.o.
231. Nek, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Nek, d.o.o. za leto 2012. Krško: Nek, d.o.o.
232. Nek, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Nek, d.o.o. za leto 2013. Krško: Nek, d.o.o.
233. Nek, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Nek, d.o.o. za leto 2014. Krško: Nek, d.o.o.
234. NLB, d.d. (2016). Zavarovanje valutnega tveganja. Najdeno 10. junija 2016 na spletnem naslovu <https://www.nlb.si/valutni-izvedeni-financni-instrumenti>

235. Odar, M. (2003). *Predpostavka previdnosti ter vrednotenje sredstev in dolgov po pošteni vrednosti*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
236. OMV Slovenija, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja OMV Slovenija, d.o.o. za leto 2009. Koper: OMV Slovenija, d.o.o.
237. OMV Slovenija, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja OMV Slovenija, d.o.o. za leto 2010. Koper: OMV Slovenija, d.o.o.
238. OMV Slovenija, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja OMV Slovenija, d.o.o. za leto 2011. Koper: OMV Slovenija, d.o.o.
239. OMV Slovenija, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja OMV Slovenija, d.o.o. za leto 2012. Koper: OMV Slovenija, d.o.o.
240. OMV Slovenija, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja OMV Slovenija, d.o.o. za leto 2013. Koper: OMV Slovenija, d.o.o.
241. OMV Slovenija, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja OMV Slovenija, d.o.o. za leto 2014. Koper: OMV Slovenija, d.o.o.
242. Perutnina Ptuj, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Perutnina Ptuj, d.d. za leto 2009. Ptuj: Perutnina Ptuj, d.d.
243. Perutnina Ptuj, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Perutnina Ptuj, d.d. za leto 2010. Ptuj: Perutnina Ptuj, d.d.
244. Perutnina Ptuj, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Perutnina Ptuj, d.d. za leto 2011. Ptuj: Perutnina Ptuj, d.d.
245. Perutnina Ptuj, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Perutnina Ptuj, d.d. za leto 2012. Ptuj: Perutnina Ptuj, d.d.
246. Perutnina Ptuj, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Perutnina Ptuj, d.d. za leto 2013. Ptuj: Perutnina Ptuj, d.d.
247. Perutnina Ptuj, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Perutnina Ptuj, d.d. za leto 2014. Ptuj: Perutnina Ptuj, d.d.
248. Peterlin, J. (2005). *Obvladovanje finančnih tveganj: vrednotenje, računovodenje in nadziranje uporabe izpeljanih finančnih instrumentov in varovalnih razmerij v praksi*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
249. Petrol, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Petrol, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Petrol, d.d.
250. Petrol, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Petrol, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Petrol, d.d.
251. Petrol, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Petrol, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Petrol, d.d.
252. Petrol, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Petrol, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Petrol, d.d.
253. Petrol, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Petrol, d.d. za leto 2013. Ljubljana: Petrol, d.d.
254. Petrol, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Petrol, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Petrol, d.d.
255. Pivovarna Laško, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d. za leto

2009. Laško: Pivovarna Laško, d.d.
256. Pivovarna Laško, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d. za leto 2010. Laško: Pivovarna Laško, d.d.
257. Pivovarna Laško, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d. za leto 2011. Laško: Pivovarna Laško, d.d.
258. Pivovarna Laško, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d. za leto 2012. Laško: Pivovarna Laško, d.d.
259. Pivovarna Laško, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d. za leto 2013. Laško: Pivovarna Laško, d.d.
260. Pivovarna Laško, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d. za leto 2014. Laško: Pivovarna Laško, d.d.
261. Pivovarna Union, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Pivovarna Union, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Pivovarna Union, d.d.
262. Pivovarna Union, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Pivovarna Union, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Pivovarna Union, d.d.
263. Pivovarna Union, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Pivovarna Union, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Pivovarna Union, d.d.
264. Pivovarna Union, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Pivovarna Union, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Pivovarna Union, d.d.
265. Pivovarna Union, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Pivovarna Union, d.d. za leto 2013. Ljubljana: Pivovarna Union, d.d.
266. Pivovarna Union, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Pivovarna Union, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Pivovarna Union, d.d.
267. Plinovodi, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Plinovodi, d.o.o. za leto 2009. Ljubljana: Plinovodi, d.o.o.
268. Plinovodi, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Plinovodi, d.o.o. za leto 2010. Ljubljana: Plinovodi, d.o.o.
269. Plinovodi, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Plinovodi, d.o.o. za leto 2011. Ljubljana: Plinovodi, d.o.o.
270. Plinovodi, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Plinovodi, d.o.o. za leto 2012. Ljubljana: Plinovodi, d.o.o.
271. Plinovodi, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Plinovodi, d.o.o. za leto 2013. Ljubljana: Plinovodi, d.o.o.
272. Plinovodi, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Plinovodi, d.o.o. za leto 2014. Ljubljana: Plinovodi, d.o.o.
273. Pošta Slovenije, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Pošta Slovenije, d.o.o. za leto 2009. Maribor: Pošta Slovenije, d.o.o.
274. Pošta Slovenije, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Pošta Slovenije, d.o.o. za leto 2010. Maribor: Pošta Slovenije, d.o.o.
275. Pošta Slovenije, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Pošta Slovenije, d.o.o. za leto 2011. Maribor: Pošta Slovenije, d.o.o.
276. Pošta Slovenije, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Pošta Slovenije, d.o.o. za leto

2012. Maribor: Pošta Slovenije, d.o.o.
277. Pošta Slovenije, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Pošta Slovenije, d.o.o. za leto 2013. Maribor: Pošta Slovenije, d.o.o.
278. Pošta Slovenije, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Pošta Slovenije, d.o.o. za leto 2014. Maribor: Pošta Slovenije, d.o.o.
279. Pozen, R.C. (2009). Is It Fair to Blame Fair Value Accounting for the Financial Crisis? *Harvard Business Review*, 87(11), 85-92.
280. Premogovnik Velenje, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Premogovnik Velenje, d.d. za leto 2009. Velenje: Premogovnik Velenje, d.d.
281. Premogovnik Velenje, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Premogovnik Velenje, d.d. za leto 2010. Velenje: Premogovnik Velenje, d.d.
282. Premogovnik Velenje, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Premogovnik Velenje, d.d. za leto 2011. Velenje: Premogovnik Velenje, d.d.
283. Premogovnik Velenje, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Premogovnik Velenje, d.d. za leto 2012. Velenje: Premogovnik Velenje, d.d.
284. Premogovnik Velenje, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Premogovnik Velenje, d.d. za leto 2013. Velenje: Premogovnik Velenje, d.d.
285. Premogovnik Velenje, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Premogovnik Velenje, d.d. za leto 2014. Velenje: Premogovnik Velenje, d.d.
286. Ravšelj, D. (2015). *Analiza politik obvladovanja tveganj na podlagi razkritij v letnih poročilih* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
287. Revoz, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Revoz, d.d. za leto 2009. Novo mesto: Revoz, d.d.
288. Revoz, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Revoz, d.d. za leto 2010. Novo mesto: Revoz, d.d.
289. Revoz, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Revoz, d.d. za leto 2011. Novo mesto: Revoz, d.d.
290. Revoz, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Revoz, d.d. za leto 2012. Novo mesto: Revoz, d.d.
291. Revoz, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Revoz, d.d. za leto 2013. Novo mesto: Revoz, d.d.
292. Revoz, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Revoz, d.d. za leto 2014. Novo mesto: Revoz, d.d.
293. Ribnikar, I. (1994). *Od denarja do medvedjega trenda*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
294. Sandler, K. (2001). Three types of foreign exchange exposure. Najdeno 22. marca 2014 na spletnem naslovu http://www.ehow.com/list_6651707_three-types-foreign-exchange-exposure.html
295. Savatech, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Savatech, d.o.o. za leto 2009. Kranj: Savatech, d.o.o.
296. Savatech, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Savatech, d.o.o. za leto 2010. Kranj: Savatech, d.o.o.

297. Savatech, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Savatech, d.o.o. za leto 2011. Kranj: Savatech, d.o.o.
298. Savatech, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Savatech, d.o.o. za leto 2012. Kranj: Savatech, d.o.o.
299. Savatech, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Savatech, d.o.o. za leto 2013. Kranj: Savatech, d.o.o.
300. Savatech, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Savatech, d.o.o. za leto 2014. Kranj: Savatech, d.o.o.
301. Seng, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Seng, d.o.o. za leto 2009. Nova Gorica: Seng, d.o.o.
302. Seng, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Seng, d.o.o. za leto 2010. Nova Gorica: Seng, d.o.o.
303. Seng, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Seng, d.o.o. za leto 2011. Nova Gorica: Seng, d.o.o.
304. Seng, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Seng, d.o.o. za leto 2012. Nova Gorica: Seng, d.o.o.
305. Seng, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Seng, d.o.o. za leto 2013. Nova Gorica: Seng, d.o.o.
306. Seng, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Seng, d.o.o. za leto 2014. Nova Gorica: Seng, d.o.o.
307. Simobil, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Simobil, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Simobil, d.d.
308. Simobil, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Simobil, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Simobil, d.d.
309. Simobil, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Simobil, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Simobil, d.d.
310. Simobil, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Simobil, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Simobil, d.d.
311. Simobil, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Simobil, d.d. za leto 2013. Ljubljana: Simobil, d.d.
312. Simobil, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Simobil, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Simobil, d.d.
313. Skočir, M. (2011). *The evolution of the use of derivatives in Slovenian non-financial companies in the period 2004-2009* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
314. Slovenski računovodski standardi 2016. (2016). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
315. Statistični urad Republike Slovenije (2016). Cene energentov, Slovenija, 2. četrletje 2014 – začasni podatki. Najdemo 19. julija 2014 na spletnem naslovu: <http://www.stat.si/StatWeb/glavnanavigacija/podatki/prikazistaronovico?IdNovice=6474>
316. Statistični urad Republike Slovenije (b.l.). Bruto domači proizvod. Najdeno 12. junija 2016 na spletnem naslovu <http://pxweb.stat.si/pxweb/Dialog/viewplus.asp?ma=>

317. Stephens, J.J. (2002). *Managing Interest Rate Risk: Using Financial Derivates*. New York: John Wiley & Sons.
318. Tab, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Tab, d.d. za leto 2009. Mežica: Tab, d.d.
319. Tab, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Tab, d.d. za leto 2010. Mežica: Tab, d.d.
320. Tab, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Tab, d.d. za leto 2011. Mežica: Tab, d.d.
321. Tab, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Tab, d.d. za leto 2012. Mežica: Tab, d.d.
322. Tab, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Tab, d.d. za leto 2013. Mežica: Tab, d.d.
323. Tab, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Tab, d.d. za leto 2014. Mežica: Tab, d.d.
324. Talum, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Talum, d.d. za leto 2009. Kidričevo: Talum, d.d.
325. Talum, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Talum, d.d. za leto 2010. Kidričevo: Talum, d.d.
326. Talum, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Talum, d.d. za leto 2011. Kidričevo: Talum, d.d.
327. Talum, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Talum, d.d. za leto 2012. Kidričevo: Talum, d.d.
328. Talum, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Talum, d.d. za leto 2013. Kidričevo: Talum, d.d.
329. Talum, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Talum, d.d. za leto 2014. Kidričevo: Talum, d.d.
330. Telekom Slovenije, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
331. Telekom Slovenije, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
332. Telekom Slovenije, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
333. Telekom Slovenije, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
334. Telekom Slovenije, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d. za leto 2013. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
335. Telekom Slovenije, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
336. Teš, d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja Teš, d.o.o. za leto 2009. Šoštanj: Teš, d.o.o.
337. Teš, d.o.o. (2010). Letno poročilo podjetja Teš, d.o.o. za leto 2010. Šoštanj: Teš, d.o.o.
338. Teš, d.o.o. (2011). Letno poročilo podjetja Teš, d.o.o. za leto 2011. Šoštanj: Teš, d.o.o.
339. Teš, d.o.o. (2012). Letno poročilo podjetja Teš, d.o.o. za leto 2012. Šoštanj: Teš, d.o.o.
340. Teš, d.o.o. (2013). Letno poročilo podjetja Teš, d.o.o. za leto 2013. Šoštanj: Teš, d.o.o.

341. Teš, d.o.o. (2014). Letno poročilo podjetja Teš, d.o.o. za leto 2014. Šoštanj: Teš, d.o.o.
342. Trombley, M.A. (2003). *Accounting for Derivates and Hedging*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
343. Unior, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Unior, d.d. za leto 2009. Zreče: Unior, d.d.
344. Unior, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Unior, d.d. za leto 2010. Zreče: Unior, d.d.
345. Unior, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Unior, d.d. za leto 2011. Zreče: Unior, d.d.
346. Unior, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Unior, d.d. za leto 2012. Zreče: Unior, d.d.
347. Unior, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Unior, d.d. za leto 2013. Zreče: Unior, d.d.
348. Unior, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Unior, d.d. za leto 2014. Zreče: Unior, d.d.
349. Veselinovič, D. (2001). *Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
350. World Bank (2016). Commodity Markets Review. Najdeno 12. junija 2016 na spletnem naslovu [http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=global-economic-monitor-\(gem\)-commodities#](http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=global-economic-monitor-(gem)-commodities#)
351. World Federation Exchanges (2016). Statistics. Najdeno 23. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics>
352. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju. *Uradni list RS* št. 13/2014 – UPB, 10/2015 popr., 27/2016, 31/2016; *Odl. US*: U-I-57/15-13, 38/2016; *Odl. US*: U-I-179/15-8.
353. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). *Uradni list RS* št. 15/2005-UPB, 42/2016.
354. Zakon od davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2). *Uradni list RS* št. 117/2006, 56/2008, 76/2008, 5/2009, 96/2009, 110/2009-ZDavP-2B, 1/2010 popr., 43/2010, 59/2011, 24/2012, 30/2012, 94/2012, 81/2013, 50/2014, 23/2015, 82/2015.
355. Zbašnik, D. (2001). *Mednarodne poslovne finance*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
356. Žito, d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Žito, d.d. za leto 2009. Ljubljana: Žito, d.d.
357. Žito, d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Žito, d.d. za leto 2010. Ljubljana: Žito, d.d.
358. Žito, d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Žito, d.d. za leto 2011. Ljubljana: Žito, d.d.
359. Žito, d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Žito, d.d. za leto 2012. Ljubljana: Žito, d.d.
360. Žito, d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Žito, d.d. za leto 2013. Ljubljana: Žito, d.d.
361. Žito, d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Žito, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Žito, d.d.

PRILOGA

PRILOGA: 50 največjih slovenskih podjetij v letu 2011 po metodologiji Financ

Tabela 1: 50 največjih slovenskih podjetij v letu 2011 po metodologiji Financ

Št.	Podjetje
1	Krka
2	Dars
3	Mercator
4	Telekom
5	Petrol
6	Lek
7	HSE
8	Revoz
9	Gorenje
10	Pošta Slovenije
11	Nuklearna elektrarna Krško
12	BSH Hišni aparati
13	Termoelektrarna Šoštanj
14	OMV Slovenija
15	Simobil
16	Acroni
17	Cinkarna Celje
18	Merkur
19	Dravske elektrarne
20	Elektro Slovenija
21	Hella
22	Goodyear Dunlop Sava Tires
23	GEN-I
24	Luka Koper
25	Elektro Ljubljana
26	GEN Energija
27	Geoplin
28	Unior
29	Impol
30	Elektro Maribor
31	Metal Ravne
32	Energetika Ljubljana
33	Hit
34	Premogovnik Velenje
35	Iskra Avtoelektrika/Letrika
36	Elektro Celje
37	Boxmark Leather
38	Pivovarna Union
39	Perutnina Ptuj
40	LTH Ulitki
41	Helios

se nadaljuje

Tabela 1: 50 največjih slovenskih podjetij v letu 2011 po metodologiji Financ (nadaljevanje)

Št.	Podjetje
42	Soške elektrarne
43	Plinovodi
44	Savatech
45	Pivovarna Laško
46	Intereuropa
47	Droga Kolinska
48	TAB
49	Talum
50	Žito

Vir: Finance, Top 101 – Liga največjih, 2012, str. 35-38.