

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
MAKROEKONOMSKI TEMELJI IZBORA
LASTNIŠKIH NALOŽB

Ljubljana, november 2005

IZTOK BOLTA

IZJAVA

Študent Iztok Bolta izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 9. 11. 2005

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1. ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA	2
<i>1.1. Gospodarska rast</i>	2
1.1.1. Dejavniki makroekonomske uspešnosti	2
1.1.1.1. Delo	2
1.1.1.2. Kapital	3
1.1.1.3. Človeški kapital	3
1.1.1.4. Stopnja varčevanja	3
1.1.1.5. Vladna regulativa	4
1.1.1.6. Naravni viri	5
2. ANALIZA DEJAVNOSTI	6
<i>2.1. Povezava med makroekonomskim okoljem in dejavnostjo</i>	6
<i>2.2. Poslovni cikel</i>	7
<i>2.3. Porterjev model konkurence v panogi</i>	8
2.3.1. Tekmovalnost med obstoječimi podjetji	9
2.3.2. Nevarnost vstopa novih podjetij	9
2.3.3. Pogajalska moč kupcev	10
2.3.4. Pogajalska moč dobaviteljev	11
2.3.4.1. Input/output analiza	11
2.3.5. Grožnje substitutov	11
<i>2.4. Spremembe v okusih potrošnikov</i>	12
2.4.1. Življenjski cikel proizvoda	12
2.4.2. Družbene spremembe	12
2.4.3. Demografske spremembe	13
<i>2.5. Izbor podjetij z ustreznimi generičnimi strategijami</i>	13
<i>2.6. Vpliv trženjskih prizadevanj na izbor podjetij</i>	14
3. IZBOR POSAMEZNIH PODJETIJ	15
<i>3.1. Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF metoda)</i>	16
3.1.1. Model določanja cen dolgoročnih naložb – CAPM model	17
3.2.1.1 CAPM model in praksa	18
<i>3.2. Računovodski modeli</i>	18
4. UPOŠTEVANJE MEDNARODNIH RAZMERIC IN OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA	20
<i>4.1. Analiza plačilne bilance</i>	22
<i>4.2. Paritetna razmerja v mednarodni menjavi</i>	24
4.2.1. Krita pariteta obrestnih mer	24
4.2.1.1. Krita pariteta obrestnih mer v praksi	24
4.2.2. Pariteta kupne moči	25
4.2.2.1. Pariteta kupne moči v praksi	26
4.2.3. Teorija in praksa mednarodne Fisherjeve enačbe	27

4.2.4. Nekrita pariteta obrestnih mer	28
4.2.5. Vpliv pričakovanj v mednarodni menjavi	28
4.2.6. Sistem povezanih paritet	30
4.3. Finančno tveganje	31
4.3.1. Ščitenje pred valutnim tveganjem	31
4.3.2. Ščitenje pred valutnim tveganjem z uporabo forward in futures pogodb	32
4.3.2.1. Ščitenje glavnice pred valutnim tveganjem	33
4.3.2.2. Količnik ščitenja pred valutnim tveganjem z minimalno varianco	34
4.3.3. Ščitenje pred valutnim tveganjem z uporabo valutnih opcij	35
4.3.3.1. Zavarovanje z opcijami	36
4.3.3.2. Dinamično ščitenje z opcijami	37
4.3.4. Druge metode upravljanja valutnega tveganja	38
4.4. ICAPM model	38
4.4.1. ICAPM model in praksa	39
5. SKLEP	39
LITERATURA	41
VIRI	43
SLOVAR	

UVOD

V zadnjem obdobju je mogoče opaziti velik porast obsega mednarodnih lastniških naložb. Zaznavanje in izkoriščanje razlik v mednarodni donosnosti v tem obdobju sta omogočila predvsem razvoj informacijske tehnologije, ki je omogočill bolj ažurno spremljanje dogajanj na svetovnih trgih vrednostnih papirjev, in večja mednarodna mobilnost kapitala. Ker pa je donosnost mednarodnih naložb veliko bolj kompleksna funkcija kot donosnost naložb v okviru domačega narodnega gospodarstva, je namen diplomskega dela predstaviti potencialnemu globalnemu vlagatelju spremeljivke, ki sovplivajo na donosnost mednarodnih lastniških naložb v njegovi domači valuti.

Diplomsko delo je organizirano po t. i. sistemu »od zgoraj navzdol« (ang. *top down approach*). Tako najprej obravnava makroekonomske okolje, nato osvetli pomen značilnosti dejavnosti, v tretjem delu navaja metode vrednotenja podjetij in na koncu zaključí z vplivom mednarodnih razlik na vrednotenje podjetij in načini ščitenja pred mednarodnim tveganjem.

V sklopu makroekonomskega okolja diplomsko delo razišče in ovrednosti dejavnike, ki vplivajo na potencialno privlačnost države za vlagatelje. Osvetljena je gospodarska rast in dejavniki, ki jo določajo.

V drugem sklopu diplomsko delo z makroekonomskega nivoja nadaljuje analizo na nivoju dejavnosti. V njem je obrazložena povezava med makroekonomskim okoljem in dejavnostjo v smislu vpliva makroekonomskega okolja na priložnosti za posamezne dejavnosti. Tako je tu predstavljena analiza poslovnega cikla, Porterjev model konkurence v panogi, analiza okusov potrošnikov, analiza trženjskih prizadevanj podjetij in analiza primernosti posameznih generičnih strategij glede na predhodne analize.

Sklop izbora posameznih naložb je zasnovan na sklepih postavljenih na sintezi sklepov prvih dveh sklopov – makroekonomskega okolja, za katerega je bilo poprej ugotovljeno, da je perspektivno, in dejavnosti. V tem delu sta obrazložena dva najpogostejša pristopa k vrednotenju podjetij. Prvi pristop temelji na diskontiranem denarnem toku – DCF (ang. *discounted cash flow*), kamor spada tudi model določanja cen dolgoročnih naložb CAPM, drugi pristop pa temelji na računovodskih podatkih. Najpogosteje uporabljena metoda drugega pristopa je metoda količnika med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico - P/E (ang. *price-to-earnings ratio*).

V zadnjem sklopu so obravnavane mednarodne razlike, ki vplivajo na vrednost naložbe. Najpomembnejša razlika oz. tveganje mednarodnih vlaganj je vprašanje menjalnega tečaja. Tako so v tem delu obravnavane silnice, ki sooblikujejo menjalne tečaje – stanje plačilne bilance in vpliv paritetnih razmerij ter smiselnost in načini ščitenja pred valutnim tveganjem.

1. ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA

Analiza makroekonomskega okolja zajema analizo posameznega narodnega gospodarstva preko njegovih določljivk in povezav z določljivkami drugih gospodarstev v sklopu svetovnega gospodarstva. Za globalnega vlagatelja predstavlja makroekonomska analiza prvi kriterij pri izboru naložb, ki v veliki meri vpliva tudi na kriterije v naslednjih fazah izbora. Nadvse pomembno je torej najprej opraviti temeljito analizo gospodarstva kot celote in šele na njeni podlagi sprejemati vse nadaljnje sklepe.

1.1. Gospodarska rast

Gospodarska rast je eden najpomembnejših signalov uspešnosti posameznega gospodarstva v določenem obdobju in predstavlja osnovo za primerjave med gospodarstvi. Višja stopnja rasti enega gospodarstva nasproti drugemu *ceteris paribus* pomeni signal, da je država z višjo stopnjo gospodarske rasti naložbeno bolj zanimiva. Ker je gospodarska rast tako pomembna, velja preučiti, kaj ekonomska rast sploh je in kateri dejavniki jo določajo.

Rihtarič (1992, str. 189) navaja, da je gospodarska rast identična rasti družbenega proizvoda in je merjena z naraščanjem družbenega proizvoda na prebivalca (*lat. per capita – p. c.*). Ekonomska rast je rezultat akumulacije proizvodnih dejavnikov, predvsem kapitala, in povečane produktivnosti. Med proizvodne dejavnike poleg kapitala spadajo še delo, naravni viri in človeški kapital. Kot pa je razvidno že iz opredelitve, pa ni pomembna zgolj količina dejavnikov, marveč tudi način njihove uporabe. Na uporabo in nadaljnje kopičenje teh virov pomembno vplivajo stopnje produktivnosti, varčevanja in investiranja ter učinkovitost vlaganj v okvirih, ki jih določa vladna regulativa oz. širša družbena infrastruktura.

1.1.1. Dejavniki makroekonomske uspešnosti

1.1.1.1. Delo

Povečanje delovne sile pozitivno vpliva na celotni dohodek in negativno na dohodek na prebivalca. Ker trditev na prvi pogled utegne delovati kontradiktorno, si velja stvar nekoliko podrobneje ogledati:

$$\Delta Y/Y = [(1-\theta) \times \Delta N/N] + [\theta \times \Delta K/K] + \Delta A/A \quad (1)$$

Rast dohodka=(delež dela x rast dela)+(delež kapitala x rast kapitala)+tehnični napredek

Ob predpostavki, da delež dela kot produkcijskega faktorja znaša približno 0,75 (podatki za ZDA), je iz enačbe razvidno, da povečanje dela za en odstotek poveča celotni dohodek za $1-\theta$ odstotkov oz. približno 0,75 odstotka. Ker pa povečanje dela vpliva tudi na števec v količniku BDP per capita v višini 1 %, sledi, da povečanje dela za 1 % celo nekoliko zmanjša vrednost količnika BDP per capita (Dornbusch, Fischer, Startz, 2004, str. 54-55).

To dejstvo je mogoče obrazložiti s tem, da če se povečuje število delavcev brez proporcionalnega povečevanja števila strojev, bo povprečni delavec manj produktiven, ker ima na voljo manj delovnih sredstev za opravljanje svojega dela.

1.1.1.2. Kapital

Povečanje sklada kapitala pozitivno vpliva tako na celotni dohodek kot tudi na dohodek na prebivalca. Iz enačbe (1) sledi, da 1-odstotno povečanje kapitala poveča dohodek za približno 0,25 odstotka. Povečanje stoga kapitala ne vpliva na števec v količniku BDP per capita, tako sledi, da je povečanje v višini 0,25 odstotka mogoče zabeležiti tudi po kriteriju BDP per capita.

Zakaj je temu tako, je mogoče obrazložiti s spoznanjem, da če je enakemu številu delavcev omogočeno delo z več ali bolj učinkovitimi delovnimi sredstvi, bodo ti delavci v povprečju bolj učinkoviti.

1.1.1.3. Človeški kapital

Človeški kapital pozitivno vpliva tako na celotni dohodek kot tudi na dohodek na prebivalca. V razvitih državah je delo manj pomemben dejavnik, veliko pomembnejša je kakovost tega dela. Na kakovost dela vplivajo talenti in veščine, ki jih delavci posedujejo. Družbeni sklad teh veščin se povečuje na račun naložb v človeški kapital, tako kot se povečuje sklad kapitala na račun naložb v sklad kapitala. Med naložbe v človeški kapital spadajo predvsem različne vrste izobraževanja. V manj razvitih oz. revnih državah med naložbe v človeški kapital spadajo v prvi vrsti naložbe v zdravstvo v obliki priskrbe cepiv za preprečevanje bolezni in zagotavljanje zadostnega vnosa hrane (Dornbusch et al., 2004, str. 59-60).

1.1.1.4. Stopnja varčevanja

Kriekhausova študija (2000) je ena izmed študij, ki podpirajo trditev o pozitivnem vplivu stopnje varčevanja na celotni dohodek in posledično tudi na dohodek na prebivalca. Vpliv stopnje varčevanja na stopnjo gospodarske rasti pa skozi zgodovino ekonomske misli ni bil vseskozi smatran za pozitivnega oz. je tak postal šele z uveljavitvijo teorije endogene rasti.

Neoklasična teorija rasti je predvidevala, da stopnja varčevanja vpliva zgolj na končno ravnotežje (*ang. steady state equilibrium*), ki ga bo neko gospodarstvo doseglo, ne pa tudi na stopnjo rasti. Vprašanje dolgoročne rasti je ta teorija rešila s postavko tehničnega napredka, nikjer pa ni omenjala določljivk tega napredka.

Ob predpostavki dveh proizvodnih dejavnikov (dela in kapitala) in padajočega mejnega proizvoda kapitala je model neoklasične teorije rasti dokaj dobro ponazarjal dogajanja v gospodarstvu. Kasneje je bila, zaradi splošnega nezadovoljstva z interpretativno močjo neoklasične teorije rasti in posledičnih znanstvenih prizadevanj izboljšanja te interpretativne moči, potrjena pozitivna povezava med stopnjo varčevanja in stopnjo gospodarske rasti. Navedena povezava je bistveni del teorije endogene rasti, ki se je pojavila konec osemdesetih let prejšnjega stoletja, saj je teorija to povezavo vgradila v model produkcijske funkcije.

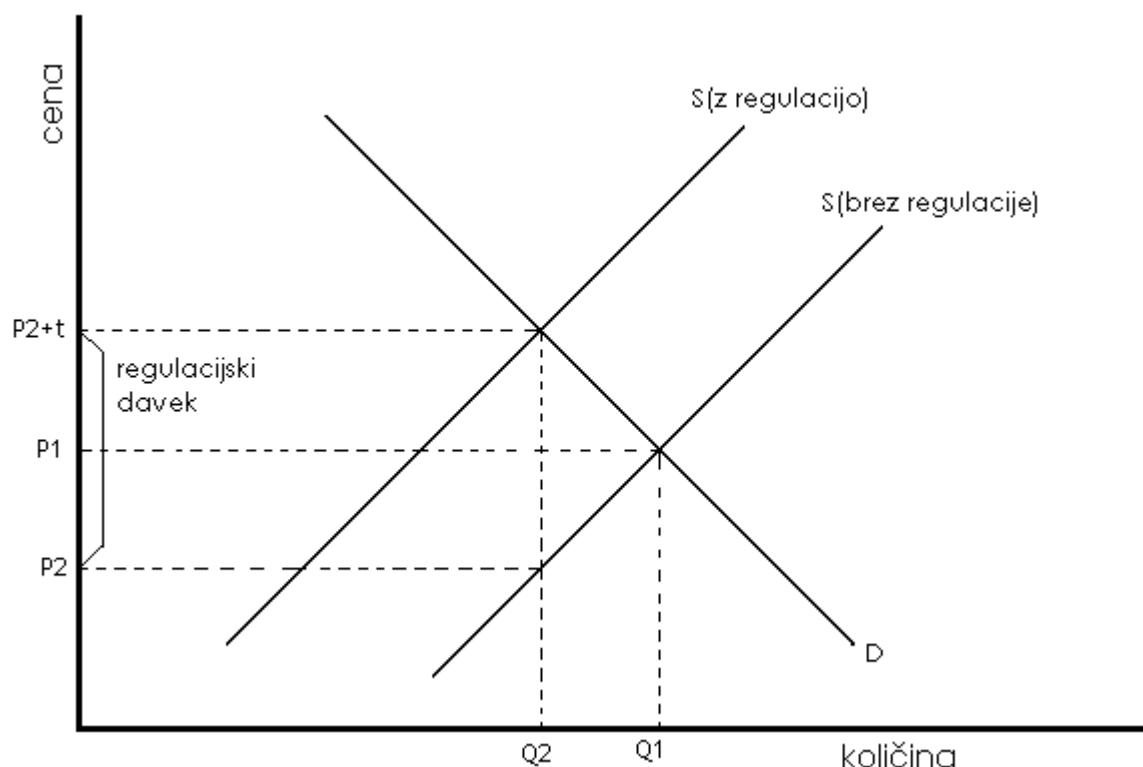
Teorija endogene rasti predvideva konstantne in ne padajočih donosov kapitala. To utemeljuje skozi družbene donose kapitala, predvsem skozi nove metode in znanja, ki jih podjetja le stežka obdržijo zase. Konstantni donosi kapitala pa so v modelu proporcionalni stopnji varčevanja, iz česar sledi, da višja stopnja varčevanja posledično omogoča višjo rast dohodka (Dornbusch et al., 2004, str. 774).

Stopnja varčevanja pozitivno vpliva na gospodarski razvoj, vendar pa se vpliv stopnje varčevanja z rastjo stopnje razvitosti države manjša. Tako Makin (2002) ugotavlja, da je stopnja varčevanja vsekakor pomemben dejavnik gospodarske rasti, da pa je v razvitih državah, ki imajo precej akumuliranega kapitala, za gospodarsko rast tehnični napredek pomembnejši dejavnik.

1.1.1.5. Vladna regulativa

S pojmom vladna regulativa se označujejo vsi ukrepi države, s katerimi ta vpliva na sestavo dejavnosti in uspešnost predstavnikov le-te. Osnovni obliki regulative sta ekonomska in zdravstvena. Namen ekonomske regulative je doseči in vzdrževati željeno sestavo panoge s strani države, tako da ta lahko sledi svojim ciljem. Namen zdravstvene regulative pa je vzpostavljanje in vzdrževanje takega procesa proizvodnje in samih proizvodov, da v čim manjši meri škodujejo oz. v čim večji meri koristijo zdravstvenemu stanju prebivalstva.

Slika 1: Porazdelitev stroška regulacije med proizvajalce in kupce



Vir: Gwartney et al., 2002, str. 776.

Uvedba obeh tipov regulative deluje na podjetje obremenilno, kot nekakšen dodatni davek. Kdo plača to dodatno obremenitev, je odvisno od elastičnosti ponudbe in povpraševanja. Bolj

kot je elastično povpraševanje, večji del obremenitve plačajo proizvajalci in manjšega kupci, in bolj kot je elastična ponudba, večji del obremenitve plačajo kupci in manjšega proizvajalci (Gwartney et al., 2002, str. 774).

Vladna regulativa posredno in neposredno sooblikuje širšo družbeno infrastrukturo. S pojmom družbena infrastruktura se označuje naklonjenost splošnega ozračja podjetništvu v neki državi in posledično koliko je to ozračje zanimivo za vlagatelje. V to kategorijo spada poleg vladne regulative še cela množiča dejavnikov: v kakšnem obsegu je v državi prisotna korupcija, kako hitro je mogoče ustanoviti podjetje in podobno. Pojem družbene infrastrukture torej zajema pravne, ekonomske, družbene in kulturne dejavnike, ki vplivajo na gospodarsko ozračje v določenem gospodarstvu (Dornbusch et al., 2004, str. 89-90).

1.1.1.6. Naravni viri

Naravni viri največkrat pozitivno vplivajo na dohodek. Naravni viri namreč omogočajo množico gospodarskih dejavnosti vezanih na te vire. Tako lahko na posamezni surovini temelji celotno gospodarstvo nekega naroda, kot npr. kuvajtsko gospodarstvo na nafti. Odkritje nahajališč določenega vira lahko izredno pospeši hitrost gospodarske rasti, kot se je na primer zgodilo z Norveško v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja.

Način na katerega se uporabljajo dohodki naravnih virov, v veliki meri določa naravo vpliva teh virov na gospodarsko rast. Atkinson in Hamilton (2003) ugotavljata, da če se ustvarjeni dohodki od izkoriščanja virov uporabljajo predvsem za potrošnjo, obstaja celo negativna povezava med obiljem naravnih virov in stopnjo gospodarske rasti – gre za t. i. prekletstvo virov (*ang. resource curse*). Nasprotno pa obstaja pozitivna povezava v primeru, ko se dohodki od teh virov namenjajo pretežno za vlaganja v nadaljnji razvoj.

Način uporabe teh dohodkov v veliki meri določa lastništvo teh virov. Če je naravni vir v zasebni lasti, je pobuda za smotrno uporabo, zaščito in ohranitev vrednosti vira bistveno večja, kot če je vir v državni lasti. Primeri veliko slabšega upravljanja z naravnimi viri v primerih odsotnosti zasebne lastnine so se pokazali v mnogih primerih komunističnih držav. Tako je za vlagatelja, ki razmišlja o vlaganjih v določeno državo na podlagi obilja naravnih virov, vsekakor koristno preučiti razmerje med zasebno in državno lastnino naravnih virov.

Pri naravnih virih in državah, katerih gospodarstva temeljijo na njih, se pogosto pojavlja bojazen pred izčrpanjem le-teh. Gwartney et al. (2002, str. 790) navajajo naslednja poglobljena razloga, zakaj je bojazen pred izčrpanjem odveč:

1. Dokazane rezerve so količine, ki so do sedaj odkrite in jih je možno črpati ob dosednji tehnologiji in cenah. Toda tehnologija se lahko spremeni.
2. Vpliv cen naravnega vira. Če vir postaja redkejši cena vira raste. Potrošniki varčujejo pri potrošnji vira in proizvajalci iščejo nove načine odkrivanja in obnavljanja le-teh. Prav tako oboji iščejo nadomestila za naravne vire.

Kljub temu, da je bojazen pred izčrpanjem naravnih virov odveč, pa nikakor ne gre spregledati precejšnje odvisnosti posameznih gospodarstev od nekaterih virov – predvsem nafte. Gibanja cen nafte imajo na gospodarsko uspešnost nekaterih držav lahko zelo velik učinek. V primeru velike odvisnosti gospodarstva od svetovnih cen določenega vira velja preučiti razpoložljive substitute za naravni vir na globalnem trgu in posledično cenovno elastičnost povpraševanja po njem.

2. ANALIZA DEJAVNOSTI

V tem sklopu diplomskega dela je predstavljen vpliv dejavnosti na perspektivnost podjetja za potencialne vlagatelje skozi analizo medsebojne prepletnosti dejavnosti in širšega makroekonomskega okolja, v katerem podjetje deluje.

2.1. Povezava med makroekonomskim okoljem in dejavnostjo

Gibanja makroekonomskih kazalcev ne vplivajo na vse dejavnosti v enaki meri. Nekatere izmed dejavnosti so precej bolj odzivne na spremembe v vrednostih določenih kazalcev kot druge. Zaradi neenakomere odzivnosti gospodarskih dejavnosti na gibanja posameznih kazalcev velja preučiti moči in smeri povezav med kazalci in dejavnostmi.

Prvi korak k analizi povezave med makroekonomskim okoljem in dejavnostjo je analiza povezave med splošno gospodarsko aktivnostjo, merjeno z BDP p. c., in rastjo prodaje dejavnosti. Vlagatelj mora najprej najti najprimernejše merilo gospodarske aktivnosti. Pri tem se največkrat odloča med nivojem BDP-ja p. c. in stopnjo rasti le-tega. Ker je metoda analize povezave regresijska analiza, vlagatelj pride do najprimernejšega merila preko izračuna vseh korelacijskih koeficientov potencialnih meril gospodarske aktivnosti s prodajo dejavnosti in izbire najustreznjšega. V primeru preučevanja povezave med splošno gospodarsko aktivnostjo in prodajo avtomobilov je bila ugotovljena najvišja stopnja povezave med rastjo BDP p. c. in prodajo avtomobilov, zato je za merilo makroekonomske dejavnosti bolj smotno uporabiti stopnjo rasti BDP-ja p. c. kot nivo BDP-ja p. c. (Benninga in Sarig, 2004, str. 142). Ko je merilo izbrano je potrebno uporabljene podatke pred uporabo prilagoditi za inflacijo. Zbrane podatke vlagatelj zato preračuna v količinske podatke. Če pri regresijski analizi med omenjenima vrstama podatkov izračuna korelacijski koeficient 0,375 milijona več prodanih avtomobilov za vsak odstotek večji BDP, regresijska konstanta pa znaša 6,76 milijonov ($R^2=58,3$) sledi:

$$\text{Letna prodaja avtomobilov (v MIO)} = 6,76 + 0,375 \times \text{rast BDP-ja p. c. (\%)} \quad (2)$$

Rezultat enačbe pove količino prodanih avtomobilov. Če bi bil rezultat enačbe vrednost 7,51 MIO prodanih avtomobilov, glede na pričakovano gospodarsko rast za naslednje leto, je potrebno podatke o pričakovani količinski prodaji še denarno ovrednotiti. Kadar se napovedujejo vrednostni podatki o prodaji dejavnosti za prihodnja obdobja, se vedno vzamejo

podatki sedanjega leta, prilagojeni za pričakovano inflacijo. To v konkretnem primeru pomeni 7.51 pomnoženo s povprečno ceno avtomobila, vlagatelj pa bi moral rezultat prirediti še za pričakovano inflacijo (Benninga et al., 2004, str. 143-144).

2.2. Poslovni cikel

Vsako gospodarstvo v času prehaja skozi različne faze svojega razvoja, te faze pa si sledijo ciklično. En cikel vsebuje štiri faze. Gospodarstvo najprej raste, potem doseže vrh in začne prehajati v obdobje recesije, doseže dno, temu pa sledi ponovno obdobje rasti.

Pri izboru primernih lastniških naložb se jemljeta v zakup dva vidika poslovnih ciklov. Najprej je smotno preučiti splošne zakonitosti primernosti lastniških naložb v posamezni fazi gospodarskega oz. poslovnega cikla, potem pa še vidik odziva posamezne dejavnosti na gibanje poslovnega cikla.

V vsaki od faz poslovnega cikla veljajo neka splošna pravila primernosti posameznih vrst naložb. Lastniške naložbe veljajo za najbolj privlačne v obdobju kmalu po končani gospodarski krizi, ko se vzpostavlja proces ponovnega oživljanja gospodarstva. Takrat so P/E količniki podjetij na vrednosti nekje okoli 10, kar daje vedeti, da so delnice podjetij podcenjene in da je verjetnost povečanja vrednosti zelo visoka. Pri tem velja pravilo, da se najprej poberejo podjetja, ki trgujejo z izdelki za široko potrošnjo, najkasneje pa podjetja, ki proizvajajo investicijske dobrine, ki jih kupujejo druga podjetja. Najprimernejši čas za prodajo lastniških naložb pa je v obdobju polne gospodarske konjunktore, ko so rasti dobičkov visoke, na borzi vlada navdušenje in so tečajji delnic povečini precenjeni. Tako lahko v takih časih P/E količniki znašajo tudi 100 in več. V obdobju recesije so delnice precej neprimerna naložba, zato je bolj smotno vlagati v obveznice (Turkovic, 2003).

Vse dejavnosti pa ne odreagirajo na gibanja gospodarske aktivnosti enako. Glede na odziv dejavnosti na dogajanja v gospodarstvu obstajajo tri vrste dejavnosti (Hooke, 1999, str. 85-86):

- dejavnosti rasti
Zanje je značilna nadpovprečna rast prodaje in dobičkov, ne glede na fazo v poslovnem ciklu. Gre predvsem za nove proizvode in nove dejavnosti. Dober primer take dejavnosti je programska industrija med recesijo v letih 1990-1991.
- defenzivne dejavnosti
Zanje je značilna stabilnost med fazami poslovnega cikla. Med obdobji recesije je značilen rahel upad in rahla rast v obdobjih rasti. Ponavadi gre za dejavnosti v obdobju zrelosti. Sem spadajo energijska infrastruktura (elektrika in zemeljski plin), industrija prehrane, pijače in tobaka (velika neelastičnost povpraševanja po teh produktih) in podjetja, ki imajo pogodbe za opravljanje storitev ali prodajo dobrin državi.

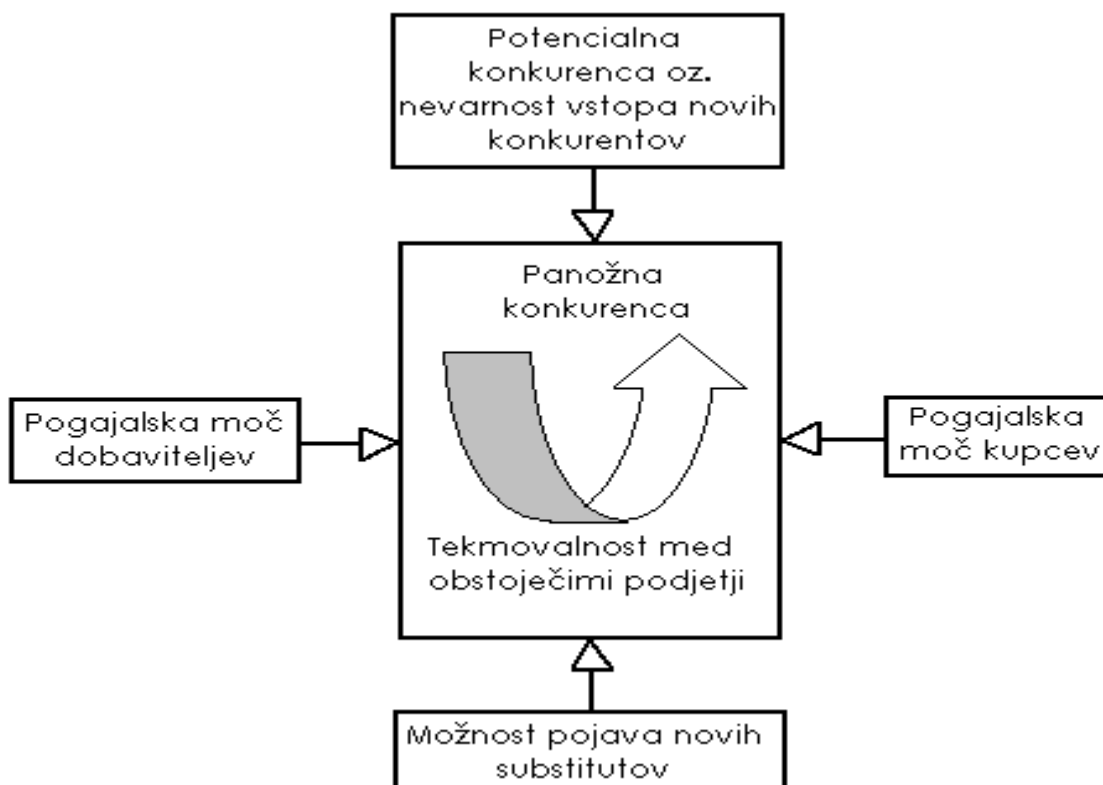
- ciklične dejavnosti

Donosnost panoge sledi poslovnemu ciklu, pogosto tudi poudarjeno, kar pomeni, da so krize dejavnosti večje kot krize gospodarstva, so pa tudi faze rasti višje od povprečnih v gospodarstvu. Med ciklične dejavnosti spadajo dejavnosti, ki proizvajajo proizvode, katerih potrošnja je odvisna od ekonomskega optimizma: avtomobilska industrija, težka industrija ipd. Obstajajo pa tudi podjetja, ki so po svojem vedenju ciklična, a niso povezana s splošnimi ekonomskimi pogoji, marveč so vezana na neke druge kazalce. Tako uspešnost borzno-posredniških hiš sledi cikličnosti cen delnic.

2.3. Porterjev model konkurence v panogi

Porterjev model je shema ocenjevanja stopnje konkurence znotraj gospodarske dejavnosti. Stopnja konkurence je odvisna od petih konkurenčnih sil, in sicer: panožne konkurence (obstoječa podjetja v panogi), potencialne konkurence, pogajalske moči kupcev, pogajalske moči dobaviteljev in možnosti pojava substitutov. Za vlagatelja bi bilo idealno najti dejavnost, v kateri so vse sile čim šibkejše in je tako stopnja konkurence čim nižja.

Slika 2: Porterjev model konkurence v panogi s petimi silami



Vir: Jaklič, 2005, str. 322.

2.3.1. Tekmovalnost med obstoječimi podjetji

Na tej točki vlagatelj preučuje medsebojno odvisnost podjetij preko reakcij na poteze konkurentov. Intenzivnost konkurence je odvisna predvsem od (Jaklič, 2005, str. 323):

- Števila konkurentov. Največ rivalstva je v dejavnostih z manjšim številom podjetij, ki so si po velikosti in moči enakovredna. Nasprotno pa je v dejavnostih z veliko konkurenti, ki so med seboj precej različni, zato je prostora za različne strategije dovolj.
- Stopnje rasti dejavnosti. Višja kot je stopnja rasti dejavnosti, več je prostora za vse konkurente in manjši je boj za tržni delež in obratno.
- Značilnosti proizvoda oz. storitve. Najbolj intenzivna je konkurenca v dejavnostih, ki proizvajajo nediferencirane proizvode ali opravljajo take storitve. V takem primeru je najbolj odločilna cena proizvoda. To velja tudi za primere, ko so stroški zamenjave dobavitelja (*ang. switching costs*) nizki.
- Deleža stalnih stroškov. Konkurenca je močnejša v dejavnostih z visokimi stalnimi stroški, saj to dejstvo sili podjetja v zapolnitev kapacitet, kar lahko vodi do zniževanja cen. Do tega lahko pride tudi v primeru težavnega ali dragega skladiščenja proizvodov.
- Omejitve zmogljivosti. Omejitve zmogljivosti so pomemben dejavnik v dejavnostih ekonomije obsega. Tam podjetja lahko povečajo proizvodnjo le v velikem obsegu (gradnja novega obrata). To pa občutno poruši ravnotežje med ponudbo in povpraševanjem. Tako se periodično pojavljajo obdobja s presežnimi zmogljivostmi in ponudbo in posledičnim zniževanjem cen ter obdobja s premajhnimi zmogljivostmi in zviševanjem cen.
- Višine izstopnih ovir. Pod pojem izstopne ovire spadajo vsi ekonomski, strateški in emocionalni faktorji, ki podjetja silijo k vztrajanju v določeni dejavnosti kljub zmanjševanju dobičkov ali celo ustvarjanju izgube. Tako med izstopne ovire spadajo naslednji dejavniki: tradicija, specializirana sredstva in znanje, visoki fiksni stroški izhoda (odpravnine), državne in družbene omejitve.
- Raznolikost konkurentov. V primeru nepoznavanja konkurence lahko podjetje nehote zaide na področja konkurentov, kar sproži večjo tekmovalnost med njimi.

2.3.2. Nevarnost vstopa novih podjetij

Nova podjetja v dejavnosti največkrat vplivajo na zniževanje cen v dejavnosti ali na kakšno od oblik necenovne konkurence. Posledice tega se skoraj vedno kažejo v zniževanju donosnosti kapitala podjetij v dejavnosti.

Nevarnost vstopa novih podjetij je odvisna od obstoja vstopnih ovir in pričakovanih odzivov obstoječih konkurentov. V primeru visokih ovir in pričakovanega močnega nasprotovanja obstoječih konkurentov je nevarnost vstopa nizka. Najpogostejše vstopne ovire so:

- Ekonomija obsega. V tem primeru obstoja ekonomije obsega je vstopajoče podjetje soočeno z dilemo vstopa z velikim obsegom, kar je povezano z velikimi stroški ali z manjšim obsegom, kar pomeni, da bo manj konkurenčno. Nobena od opcij ni posebej privlačna.
- Diferenciacija proizvodov. Obstoječe blagovne znamke in lojalnost kupcev zahteva od vstopajočih podjetij veliko prizadevanj in sredstev, če želijo privabiti kupce.
- Zahteve po kapitalu. Visoka začetna sredstva v obliki velikih in tveganih začetnih naložb (naložbe v raziskovanje in razvoj ali oglaševanje) so lahko pomemben dejavnik privlačnosti panoge.
- Stroški zamenjave. To so stroški, ki se pojavijo pri podjetju, če zamenja dobavitelja. Če so ti visoki, mora potencialni konkurent ceno svojega proizvoda ali storitve prilagoditi ceno tako, da pokrije stroške zamenjave.
- Dostop do prodajnih poti. Če so prodajne poti že dodobra zasedene s strani obstoječih podjetij v dejavnosti, mora vstopajoče podjetje prepričati odjemalce, kar pa zahteva dodatne stroške promocije.
- Stroškovne prednosti, ki so neodvisne od obsega. Gre za proizvode, ki so zaščiteni s patenti, za ugodne dostope do surovin, ugodne lokacije ali državne subvencije.
- Zakonodaja. Zakonodaja omejuje vstop v dejavnost s podeljevanjem licenc ali s kakšno drugo regulativo.

Poleg ovir za vstop v dejavnost pa vpliva na potencialno konkurenco tudi pričakovana reakcija obstoječih podjetij. Dejavniki, ki najbolj vplivajo na možen negativen odziv obstoječih podjetij, so:

- obstoječa podjetja imajo presežna denarna sredstva, kapacitete ipd., kar jim omogoča, da novinca hitro izločijo iz igre,
- podjetja imajo dolgo tradicijo in velika angažirana fiksna sredstva, in
- nizka stopnja rasti panoge, kar omejuje absorbcijo novih podjetij brez zmanjšanja prodaje obstoječih podjetij.

Tako pri analizi obstoječih kot tudi pri analizi potencialnih konkurentov je smiselno opraviti primerjavo osrednjih sposobnosti. Pri tem vlagatelj gleda predvsem, kdo je lastnik osrednje sposobnost v podjetju, kako trajne so te sposobnosti, ali so prenosljive in kako hitro jih konkurenca lahko posnema (Jaklič, 2005, str. 324).

2.3.3. Pogajalska moč kupcev

Potencialno pogajalsko moč kupci lahko izkoriščajo predvsem za nižanje cen in povečanje kakovosti in dodatnih storitev. S tem kupci zmanjšujejo dobičkonosnost panoge. Pogosto tako povzročijo, da podjetja v panogi cenovno tekmujejo za pridobitev posla. Pogajalska moč kupca ali skupine kupcev je velika, kadar (Jaklič, 2005, str. 328):

- ima kupec velik delež v prodaji podjetja,
- imajo proizvođači panoge v strukturi kupčevih stroškov velik delež, zato je nakup po nižji ceni še toliko bolj pomemben,
- gre za standardizirane in homogene proizvode, tako da kupec zlahka najde novega dobavitelja,
- so stroški zamenjave dobaviteljev nizki,
- so kupci popolnoma informirani o dogajanju na trgu,
- proizvod panoge ni pomemben za kakovost kupčevih proizvodov ali storitev,
- kupec ima nizke dobičke, zato je pri nakupih cenovno zelo občutljiv, in
- lahko kupci sami proizvajajo izdelek ali opravljajo storitev (možnost vertikalne integracije nazaj).

2.3.4. Pogajalska moč dobaviteljev

Tako kot kupci, tudi dobavitelji izrabljajo svojo potencialno moč. V primeru da je njihova pogajalska moč visoka lahko spreminjajo cene ali kakovost svojih proizvodov. Oboje vpliva na dobičkonosnost podjetij v panogi. Dobavitelji so močni kadar (Jaklič, 2005, str. 328):

- je v dejavnosti dobavitelja nekaj velikih proizvajalcev, v proučevani panogi pa je veliko število podjetij,
- bližnjih substitutov za dobaviteljev proizvod ni na voljo,
- ima panoga relativno majhen delež v skupni prodaji dobavitelja,
- ima proizvod dobavitelja ključno vlogo za kakovost kupčevih proizvodov ali storitev,
- so proizvodi dobaviteljev diferencirani ali pa so stroški zamenjave dobavitelja visoki, in
- ima dobavitelj možnost obiti kupca in sam proizvajati proizvod ali storitev kupca (možnost vertikalne integracije naprej).

2.3.4.1. Input/output analiza

Pri analizi dobaviteljev je zelo smotno opraviti tudi input-output analizo. Input-output analiza opazuje tok dobrin in storitev skozi proizvodni proces in vključuje vse vmesne korake, v katerih se iz surovin izdelajo končne izdelke. Tako lahko vlagatelj sklepa, da če se je povečalo povpraševanje po izdelkih končne potrošnje, se bo povečalo tudi povpraševanje po surovinah in materialu in posledično tudi prihodki podjetij, ki proizvajajo te izdelke. Večje povpraševanje po osebnih računalnikih bo sprožilo tudi večje povpraševanje po procesorjih, ki so njihova pomembna komponenta. Če je ena dejavnost velik potrošnik neke druge dejavnosti, velja narediti input-output analizo, da vlagatelj oceni delno povpraševanje po izdelkih druge dejavnosti (Hooke, 1999, str. 102).

2.3.5. Grožnje substitutov

Konkurenca v dejavnosti ni omejena zgolj na podjetja znotraj te panoge in na potencialna nova podjetja, ampak vanjo spadajo tudi podjetja, ki proizvajajo substitute. Substituti so

proizvodi oz. storitve, ki so sicer različni od tistih, ki jih proizvajajo podjetja v tej dejavnosti, vendar zadovoljujejo isto potrebo. Substituti omejujejo dobičkonosnost panoge s tem, da določajo maksimalne cene proizvodov dejavnosti. Stopnja konkurenčnosti je odvisna od stroškov kupca pri prehodu na nadomestni izdelek in od stopnje nadomestljivosti, ki je odvisna od percepcije kupcev. Če so stroški prehoda nizki in če je nadomestljivost popolna, je vpliv substitutov na panogo velik (Jaklič, 2005, str. 329).

2.4. Spremembe v okusih potrošnikov

Ko je ugotovljena silnice, ki določajo dejavnost po Porterjevem modelu, se je potrebno zavedati, da povpraševanje po proizvodih ali storitvah neke dejavnosti ni stabilno, marveč je do neke mere pogojeno tudi s spremenljivimi okusi potrošnikov.

2.4.1. Življenjski cikel proizvoda

Na privlačnost naložbe v določeno dejavnost oz. preko dejavnosti v najpomembnejši izdelek te dejavnosti vpliva tudi faza v življenjskem ciklu proizvoda, v kateri se ta proizvod nahaja. Ideja življenjskega cikla proizvoda temelji na predpostavki, da gredo vsi izdelki v svoji življenjski dobi skozi več faz, vsaka od faz pa ima svoje značilnosti. Štiri faze življenjskega cikla proizvoda so: rojstvo, rast, zrelost in upad. Značilnosti vsake od faz so sledeče (Hooke, 1999, str. 148-149):

- Rojstvo. Sprejetje proizvoda je vprašljivo in implementacija poslovne strategije je nejasna. Obstaja visoko tveganje in veliko spodletelih poskusov.
- Rast. Sprejetje proizvoda je vzpostavljeno. Začne se proces rasti v prodaji in zaslužkih. Pravilna izvršitev strategije ostaja pomembna.
- Zrelost. Trendna linija proizvoda sovпада z gibanjem gospodarstva. Pojavlja se pojav konkurence znotraj obstoječe stabilne dejavnosti.
- Upad. Spreminjanje okusov ali tehnologij je preplavilo dejavnost in zanimanje za proizvod počasi upada.

Največja težava tega koncepta je dejstvo, da večina podjetij proizvaja več proizvodov in ne le enega, življenjski cikli teh proizvodov pa niso nujno usklajeni. Pri uporabi koncepta se ponavadi analizira življenjski cikel najpomembnejšega izdelka dejavnosti in faza v življenjskem ciklu le-tega. Gre za ključni proizvod, ki je gibalno celotne dejavnosti, kot npr. mikroprocesor v dejavnosti proizvajalcev osebnih računalnikov. Pri izboru naložb je tako smiselno najti gospodarsko dejavnost, ki je v fazi rasti. Sicer pa je mogoče tudi med podjetji, ki delujejo v zreli dejavnosti, najti kakšnega, ki je v obdobju rasti. Do tega pride zaradi: a) izboljšane kakovosti proizvoda ali b) preko kupovanja oz. prevzemanja konkurence (Hooke, 1999).

2.4.2. Družbene spremembe

Družbene spremembe vplivajo na okuse potrošnikov predvsem na dva načina: preko vpliva trenda življenjskega stila in vpliva modnih ciklov na preference potrošnikov. Od obeh je vpliv

modnih trendov manj predvidljiv in ponavadi kratkotrajnejši. Zato se tukaj pojavlja problem sledenja oz. raziskovanja trendnih podjetij. Vpliv modnih ciklov je opazen predvsem v modni industriji, v manjši meri pa tudi pri proizvodnji igrač, rekreacijskih rekvizitov, v glasbeni in filmski industriji.

Spremembe v življenjskem stilu pa nasprotno trajajo dlje časa. Tako je sprememba v večji zdravstveni osveščenosti ljudi sčasoma povzročila padec v potrošnji žganih alkoholnih pijač med ljudmi, hkrati pa se je v istem obdobju povečala potrošnja vina.

Težave se pojavljajo pri ločevanju obeh pojavov, saj je v praksi težko ločiti pojav dolgoročnega trenda od pojava modnega cikla, v primeru vlaganj pa je to predvsem v primeru, ko gre za dolgoročna vlaganja, lahko zelo pomemben podatek (Hooke, 1999, str. 81).

2.4.3. Demografske spremembe

Demografska slika prebivalstva lahko določa, katera podjetja proizvajajo potencialno zanimive proizvode in katera bi bila posledično zanimiva za vlaganja. Tako lahko vlagatelj s spremljanjem statistike o starosti, distribuciji dohodkov in podobnih podatkih sklepa o prihodnjih oz. naraščajočih potrebah po konkretnih proizvodih oz. storitvah. Ob prehodu generacije baby-boomerjev v njihova 40-ta oz. 50-ta je bilo mogoče opaziti veliko povečanje povpraševanja po pokojninskem varčevanju. Posledice so se odrazile v večjih dohodkih podjetij za upravljanje z denarjem, ker so baby-boomerji vlagali sredstva v sklade. Do podobnega je prišlo v Maleziji, kjer je bila polovica populacije mlajša od 21. leta in so tako vlagatelji začeli preučevati lokalne pivovarne v pričakovanju povečanega povpraševanju po tovrstnem blagu (Hooke, 1999, str. 92).

Demografski trendi se razvijajo skozi dolgo obdobje in jih je zato lažje opaziti in jim slediti. Težko pa je določiti obseg njihovega vpliva na panogo.

2.5. Izbor podjetij z ustreznimi generičnimi strategijami

Ko je enkrat ugotovljena primernost dejavnosti za vlaganja, je smotno opredeliti strukturo dejavnosti in razdeliti podjetja glede na izbrane generične strategije. Usklajenost generičnih strategij izbranih podjetij s fazo v gospodarskem ciklu in drugimi dogajanja v gospodarstvu v veliki meri določa njegovo uspešnost, zato mora biti vlagatelj pozoren in izbrati podjetja z najustreznejšo strategijo. Vrste generičnih strategij so (Porter, 1998, str. 11):

- Stroškovno vodstvo. Pri tej strategiji se podjetje odloči pridobiti stroškovno prednost pred konkurenco in tako ponujati izdelke po nižji ceni kot konkurenca.
- Strategija diferenciacije. Podjetje se odloči, da bo njihov izdelek ali storitev po nekem parametru, ki ga kupci cenijo, boljši kot izdelki konkurence. Posledično lahko zanj zato zaračuna tudi višjo ceno.

- Strategija s fokusom na stroških. Podjetje, ki se poslužuje te strategije, si izbere ozek del trga in tu poskuša postati stroškovni vodja.
- Strategija s fokusom na diferenciaciji. Gre za strategijo, ki je osredotočena na ozek del trga, na katerem skuša podjetje diferencirati svoj proizvod od proizvodov konkurence in posledično lahko zanj postavi višjo ceno.

Pomen izbora podjetja z ustrežno generično strategijo za posamezno fazo v gospodarskem ciklu je zelo velik. Tako bi bilo denimo v fazi recesije gospodarstva zelo smotrno izbrati podjetja, ki vodijo strategijo stroškovnega vodstva, saj je upravičeno pričakovati porast tržnega deleža teh podjetij v panogi. V fazi gospodarske rasti pa so delnice podjetij, ki vodijo strategijo diferenciacije v smeri luksuznih dobrin, bolj privlačne naložbe. Prav tako je pomembno spremljati velikosti zanimivih tržnih segmentov in v kombinaciji s fazo v življenjskem ciklu izbrati bodisi podjetja s strategijo fokusa na stroških bodisi strategijo fokusa na diferenciaciji za zanimiv segment trga (Benninga et al., 1997, str. 145).

2.6. Vpliv trženjskih prizadevanj na izbor podjetij

Na prihodnje tržne deleže vplivajo tudi trženjska prizadevanja podjetij. Poznanih je več modelov merjenja razmerja med trženjskimi prizadevanji in pričakovanimi tržnimi deleži podjetij v panogi. Najosnovnejši je enostaven model, pri katerem je učinek trženja sorazmeren vloženim sredstvom (Benninga et al., 1997, str. 152):

$$\lambda_i = \frac{M_i}{\sum_{j=1}^N M_j} \quad (3)$$

V modelu (3) je N število podjetij v panogi, M predstavlja sredstva namenjena trženju in seštevek M -ov označuje trženjska prizadevanja dejavnosti.

Ker pa vsa trženjska prizadevanja niso enako učinkovita, je ta model v praksi manj uporaben. Bolj je uporaben model, ki poleg velikosti trženjskih prizadevanj upošteva tudi učinkovitost le-teh (κ):

$$\lambda_i = \frac{\kappa_i M_i}{\sum_{j=1}^N \kappa_j M_j} \quad (4)$$

Za ocenjevanje bodočih tržnih deležev je tako pomembna aplikacija modela (4) ta, da je odstotna sprememba v tržnem deležu podjetja sorazmerna odstotni spremembi v trženjskih prizadevanjih (Benninga et al., 1997, str. 152):

$$\frac{\Delta \lambda_i}{\lambda_i} \propto \frac{\Delta M_i}{M_i} \quad (5)$$

Iz zveze (5) sledi, da nedavne spremembe v trženjskih prizadevanjih neizbežno povzročijo spremembe v tržnih deležih in da je za projekcije bodočih sprememb v tržnih deležih potrebno izdelati tako projekcije trženjskih strategij obstoječih podjetij v panogi kot tudi potencialnih novih konkurentov.

Pozornost pri proučevanju sprememb tržnih deležev je usmerjena v mejne vrednosti in ne v nivoje. Tako je povezava med rastjo prodaje podjetja, rastjo prodaje dejavnosti in spremembo tržnega deleža enaka:

$$(1 + \text{rast prodaje podjetja}) = (1 + \text{rast prodaje dejavnosti})(1 + \text{sprememba tržnega deleža}) \quad (6)$$

Ob predvideni 20 % rasti prodaje v določeni dejavnosti se bo število konkurentov povečalo in posledično se pričakuje zmanjšanje tržnega deleža preučevanega podjetja iz 8 na 7 odstotkov. Če se vrednosti vstavi v enačbo (6):

$$1 + \text{rast} = (1 + 20\%)(1 + (7\% - 8\%/8\%)) = 1 + 5\% \quad (7)$$

Iz tega sledi, da se bo rast prodaje podjetja glede na lansko leto povečala za 5 %. Ker se analiza vedno začne v preteklosti, je najbolje začeti analizo z izločitvijo vpliva cen oz. preračunom vrednostnih podatkov v količinske (Benninga et al., 1997, str. 153).

Pogosto se pri projekciji rasti uporablja 3-stopenjski model rasti. V tem modelu se izdelajo projekcije prodaje za kratki, srednji in dolgi rok. Za kratkoročne prognoze so na voljo podatki o dogajanju na trgu, iz katerih je možno izdelati kratkoročno projekcijo. Na dolgi rok se pričakuje vrnitev k srednjim vrednostim (*ang. mean reversion*), medtem ko se na srednji rok jemljejo vmesne vrednosti med vrednostmi za kratki in dolgi rok (Benninga et al., 1997, str. 154).

3. IZBOR POSAMEZNIH PODJETIJ

Ko vlagatelj z analizama makroekonomskega okolja in dejavnosti, znotraj določenega gospodarstva, najde perspektivno dejavnost, začne znotraj dejavnosti iskati naložbeno najbolj zanimive predstavnike.

Pri izboru posameznih podjetij se uporabljajo različne metode vrednotenja podjetij, od zelo enostavnih do zelo zapletenih. Damodaran (2004) med najpomembnejše koncepte uvršča:

- Vrednotenje podjetij na podlagi ocene diskontiranega denarnega toka.
- Vrednotenje podjetij glede na primerjavo ocenjenega premoženja v primerjavi z neko skupno spremenljivko (dohodki, knjižna vrednost, prodaja, denarni tok).

- Vrednotenje podjetij z modeli opcijske cennitve za imetja, ki imajo lastnosti opcij. Sem spadajo finančna imetja, s katerimi se trguje (garancije), in realna imetja oz. realne opcije, s katerimi se ne trguje (projekti, patenti in naftne rezerve).

3.1. Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF metoda)

Pri tej metodi se vrednost premoženja podjetja izračuna kot neto sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov na to premoženje in se jo primerja s tržno vrednostjo. Pri tem modelu se vrednost podjetja oceni kot sedanja vrednost operativnega prostega denarnega toka minus sedanja vrednost prejetega in plačanega denarja posojilodajalcem podjetja. Če diskontne stopnje odražajo pravo tveganost vsakega od denarnih tokov, potem se po tej metodi dobi enak rezultat kot z metodo diskontiranih vrednosti dividend in ostalih denarnih tokov delničarjem (Copeland, Koller, Mullin, 1990, str.99).

Obstaja mnogo različic tega modela, največkrat se uporablja model komponent. Pri tem modelu je vrednost podjetja enaka vsoti sedanjih vrednosti različnih denarnih tokov oz. denarnih tokov različnih komponent podjetja, ki skupaj tvorijo sedanjo vrednost podjetja (dividende, deleži itd.). Komponentni pristop je zelo uporaben pri podjetjih, ki se ukvarjajo z večimi dejavnostmi, tam je vrednost podjetja enaka vrednosti vsoti sedanjih vrednosti vseh njenih delov plus vrednost korporacijskega premoženja, ki prinaša denarni tok, minus stroški delovanja centrale podjetja in vrednost dolga podjetja. Prednost tega pristopa se kaže predvsem v boljšem pregledu nad učinkovitostjo in uspešnostjo posameznih poslovnih enot in naložb in ne le podjetja kot celote.

Diskontna stopnja imetja mora odražati oportunitetne stroške vseh virov kapitala tehtane z njihovim relativnim deležem v celotnem kapitalu podjetja. Ta stopnja se imenuje tehtani povprečni strošek kapitala -WACC. Zapišemo jo kot:

$$WACC = k_b(1 - T_c)(B/V) + k_p(P/V) + k_s(S/V) \quad (8)$$

Pri čemer je:

k_b - pričakovani donos do dospelja na dolg pred obračunom davka,

T_c - mejna davčna stopnja davka na dobiček podjetja,

B – tržna vrednost dolga,

V - tržna vrednost podjetja ($V = B + P + S$),

k_p – strošek kapitala na prednostne delnice,

P – tržna vrednost prednostnih delnic po obračunu davka,

k_s – tržno določeni oportunitetni stroški navadnega lastniškega kapitala,

S - tržna vrednost lastnega kapitala.

Vrednost dolga podjetja je enaka sedanji vrednosti denarnega toka dolžnikom, diskontirani po stopnji ustrezne tveganosti tega denarnega toka. Ta stopnja mora biti enaka trenutni tržni vrednosti enakega tveganja s primerljivimi pogoji. Pri izračunu se upoštevajo samo obstoječi

dolgovi, za vse prihodnje dolgove se predvideva, da bo njihova sedanja vrednost enaka 0. Predpostavlja se namreč enakost med sedanjo vrednostjo denarnih tokov, ki izvirajo iz bodočih dolgov, in sedanjo vrednostjo bodočih poplačil dolgov.

Poleg te metode obstajajo še mnoge druge metode vrednotenja podjetja na osnovi denarnega toka, kot so: direktno diskontiranje glavnice in dividend, diskontiranje realnega denarnega toka z realno obrestno mero, metoda diskontiranja denarnega toka pred obračunom davkov in še druge metode. Vendar pa so vse te metode bodisi v praksi težje izvedljive bodisi dajejo manj natančne rezultate.

3.1.1. Model določanja cen dolgoročnih naložb – CAPM model

V primeru, da namerava vlagatelj sestaviti portfelj iz večih naložb, je smotrno uporabiti CAPM model. CAPM (*ang. Capital Asset Pricing Model*) je model za določanje zahtevane donosnosti posamezne naložbe. Model podaja razmerje med tveganjem, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju premoženja (portfelja), in zahtevano donosnostjo te naložbe (Berk, Lončarski, Zajc, 2002, str. 64):

$$E(R_i) = R_0 + \beta_i \times RP_m \quad (9)$$

Pri čemer je:

$E(R_i)$ -pričakovan donos na imetje i ,

$E(R_m)$ -pričakovan donos na tržni portfelj,

R_0 -netvegana obrestna mera,

β_i -občutljivost imetja i na tržna gibanja in predstavlja tveganost naložbe i , in

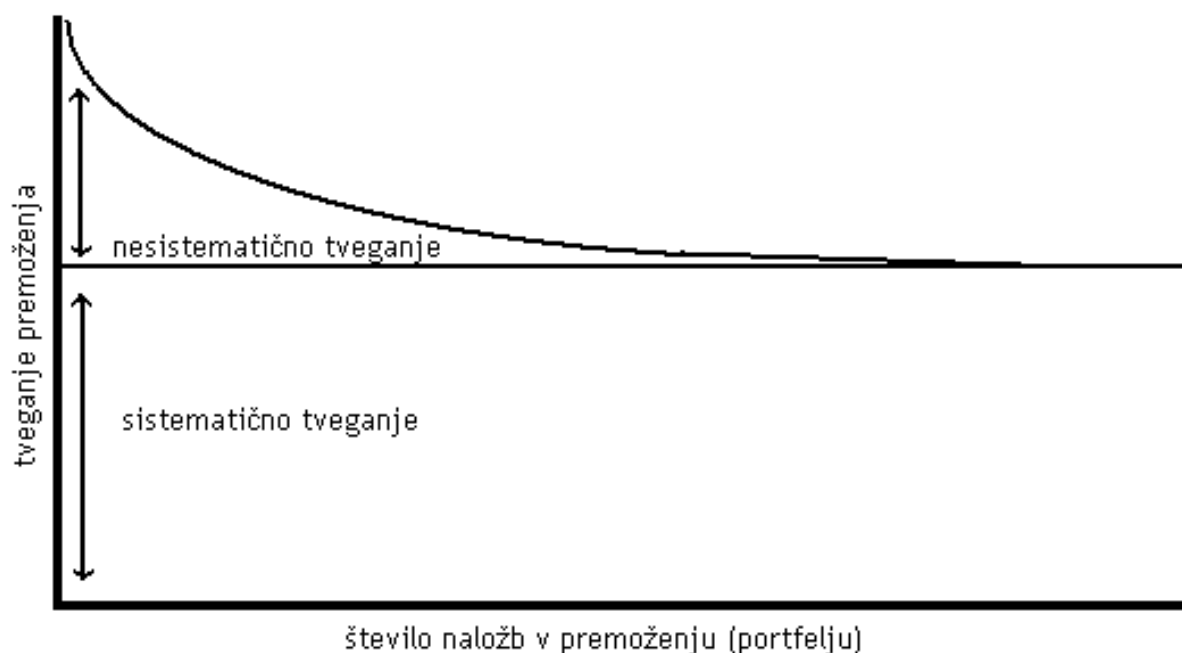
RP_m -tržna premija za tveganje in je enaka $E(R_m) - R_0$.

Model CAPM vrednost imetja ocenjuje glede na diskontirani pričakovani denarni tok, prilagojen za tveganje. Model loči dve vrsti tveganja, in sicer tveganje, ki je neizogibno (sistematično tveganje), in tveganje, ki ga je z diverzifikacijo mogoče odpraviti (nesistematično). Sistematično tveganje nam v modelu pokrije netvegana obrestna mera, nesistematično tveganje pa krijejo premije za tveganje. Iz enačbe (9) je razvidno, da večje kot je tveganje, večja mora biti premija za tveganje, da so ljudje pripravljeni prevzeti to tveganje (Solnik, 2004, str. 144).

Model CAPM temelji na naslednjih predpostavkah (Solnik, 2004, str. 143):

- vlagatelji se zavedajo tveganja in donosov in imajo raje manj tveganja in večje pričakovane donose,
- vsi vlagatelji se strinjajo o pričakovanih donosih in tveganjih vseh imetij,
- vlagatelje zanima donos v njihovi domači valuti,
- obstoj netvegane obrestne mere z neomejeno kapaciteto izposojanja po tej meri, in ni transakcijskih stroškov ali davkov.

Slika 3 : Tveganje premoženja



Vir: Ross, Westerfeld, Jaffe, 1993, str. 381

3.2.1.1 CAPM model in praksa

Veljavnost modela CAPM je v praksi težko preverljiva. Vzroke temu gre iskati v slabi razpoložljivosti zgodovinskih podatkov in težavah pri izboru primerne metodologije testiranja. Pri metodologiji testiranja se pojavlja težava natančnega določanja optimalnega tržnega portfelja (Roll, 1977). Pri tem je največji problem vprašanje pričakovanih donosov, ki jih ni zlahka določiti. Zagato se običajno rešuje tako, da se namesto pričakovanih jemlje dejanske pretekle donose, kar pa zlahka pripelje do napačnih zaključkov, saj preteklosti ne moremo predpostaviti za nadaljni razvoj prihodnjih dogodkov.

CAPM model tudi predpostavlja, da dejavniki, ki nimajo povezave z v enačbi omejenimi tipi tveganj, ne bi smeli vplivati na oceno naložbe. Ta predpostavka je precej kontroverzna, kajti Fama in French (1992, 1996) sta dokazala, da obstajata višji stopnji povezave med razlikami v donosih podjetij in velikostjo podjetij ter razlikami v donosih podjetij in razmerjem med knjižno in tržno vrednostjo podjetij (*ang. book-to-market ratio*) kot pa med razlikami v donosih in beto.

3.2. Računovodski modeli

Računovodski modeli vrednotenja podjetij so modeli, ki primerjajo tržno vrednost podjetja z neko računovodsko kategorijo (dividende, denarni tok, knjižna vrednost). Najpogosteje uporabljeni računovodski model za vrednotenje podjetij je količnik med tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico – P/E količnik.

P/E je najpogosteje uporabljen sistem za vrednotenje podjetij. To razmerje je podlaga za sklepanje o prihodnjih donosih. Največji problem tega koncepta so računovodske zlorabe časovnih knjiženj posameznih vrednosti s ciljem povečati trenutno vrednost oz. priti do željene vrednosti v določenem času. Podjetje lahko s knjiženjem določenih prihodkov v letu 1, namesto v letu 2, precej izboljša svoj P/E v letu 1 na račun P/E-ja v letu 2, čeprav dejanski denarni tok podjetja skozi obe leti ostaja enak (Copeland et al., 1990, str. 78).

Naslednja težava tega koncepta je neupoštevanje življenjske dobe podjetij. Podjetja z daljšo življenjsko dobo ponavadi zahtevajo večje začetne naložbe, kar seveda vpliva na to, da imajo nižja P/E razmerja. Tako so podjetja s krajšo življenjsko dobo po tem kriteriju vredna več kot tista z daljšo, čeprav bi z metodo diskontiranega denarnega toka lahko prišli do drugačnih zaključkov (Copeland et al., 1990, str. 75).

Težave P/E koncepta torej izvirajo predvsem iz zanemarjanja diskontiranega denarnega toka. Izhajajoč iz tega je bil razvit model, ki v določenih okoliščinah precej dobro odraža tudi DCF. To pomeni, da ta prilagojeni model upošteva tudi kvaliteto prihodka, saj omogoča razlikovanje med podjetji z identičnimi prihodki, a različnimi denarnimi tokovi in tveganji (Copeland et al., 1990, str. 78):

$$P/E \text{ razmerje} = (1 - g/r) / (k - g) \quad (10)$$

pri čemer je:

g -dolgoročna stopnja rast prihodkov in denarnega toka,
 r -stopnja donosa na nove investicije, in
 k -diskontna stopnja.

Model prilagojenega P/E razmerja veliko bolje odraža vrednost kot osnovni P/E model, saj upošteva tveganje in naložbe. Kljub temu pa še vedno ostajajo težave z merjenjem in upoštevanjem ciklične narave poslovanja, knjiženjem vrednosti inventarja in deprecijacije, upoštevanjem inflacije in poenostavitvijo določenih predpostavk. Tako je model diskontiranega denarnega toka še vedno bolj natančen in tudi bolj prijazen uporabniku, kajti če bi uporabnik želel s prilagojenim P/E modelom priti do primerljivih rezultatov, bi ta preprosta enačba dobila obliko zelo kompleksne funkcije.

Tako je na mestu vprašanje, zakaj je trg tako naiven, da verjame v P/E razmerje, če je DCF model tako konceptualno superioren. Razlog tiči predvsem v tem, da je P/E razmerje lahko merljivo in razkriva pomembne informacije o podjetju. Tako lahko zaradi pozitivne povezave med P/E in ROE (*ang. return on equity*) količnikoma, višje stopnje ROE vodijo do višje vrednosti podjetja, saj višje stopnje ROE omogočajo podjetju več možnosti za nove naložbe in posledično rast (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 545).

Ker so bile zlorabe P/E modela že omenjene, je zanimivo, da Copeland et. al (1990, str. 81) navajajo, da je trg precej neodziven na kozmetične popravke vrednosti P/E razmerja in reagira

predvsem na spremembe P/E razmerja, ki so posledice povečanja dolgoročnega denarnega toka.

4. UPOŠTEVANJE MEDNARODNIH RAZMERIJ IN OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA

Ko se prostor za iskanje potencialno donosnih naložb iz narodnega razširi v svetovni prostor, se vlagatelj začne soočati z dodatnimi tveganji in problemi, ki jih poprej ni poznal. Ti problemi se kažejo predvsem kot tveganje menjalnega tečaja, razlike v obdavčitvi med državami, pomanjkanje dobrih podatkov, politično tveganje in določanje primerne stroška kapitala (Copeland et al., 1990, str. 281).

Postopek vrednotenja je podoben vrednotenju domačih naložb. Osnova je še vedno bodisi denarni tok bodisi P/E količnik v lokalni valuti, ki pa se ga prilagaja raznim značilnostim konkretnega primera, z namenom pridobiti realno sliko vrednosti primerljivo v mednarodnih okvirih.

Najprej je potrebno vse podatke prilagoditi za inflacijo, kajti inflacija lahko precej zamegli sliko realnega stanja. V državah z zmerno inflacijo vlagatelj vrednosti enostavno diskontira, v državah z višjo inflacijo pa je vrednosti denarnega toka smiselno izračunati tako po diskontiranih nominalnih kot tudi po realnih vrednostih. Izračun zgolj po realni vrednosti lahko namreč onemogoča pravilen izračun progresivnih davkov, tako pa ima vlagatelj možnost nadzora nad pravilnim ovrednotenjem inflacije in drugih dejavnikov (Copeland, Koller, Mullin, 2000, str. 375).

Naslednja prilagoditev oz. dejavnik, na katerega mora biti vlagatelj pozoren pri primerjavah podatkov za podjetja iz različnih držav, so različni računovodski standardi. Copeland et al. (2000, str. 354) navajajo primer nemškega kemičnega podjetja Hoechst, ki je leta 1996 po nemških računovodskih standardih zabeležil 2,1 milijardi DEM neto dohodka (*ang. net income*; neto dohodek je dohodek po odbitju davka na dividende in obresti po poplačilu davkov), medtem ko se je znesek spremenil na 1,1 milijardo DEM, ko so dohodek obračunali po ameriških računovodskih standardih (*GAAP - ang. generally accepted accounting principles*). Po obračunu in preračunu v neto operativni dobiček po odbitju davkov (*NOPLAT - ang. net operating profits less adjusted taxes*) po nemških računovodskih standardih pridemo do vrednosti 2,3 milijardi DEM, medtem ko so po GAAP standardih prišli do vrednosti 2,0. Razlika se sicer zmanjša iz 100 % na 13 %, vendar se ne izloči!

Aktivne časovne razmejitev predstavljajo eno večjih razlik v računovodskih standardih. Aktivne časovne razmejitev so sredstva, ki jih podjetje hrani za prihodnje izdatke. Nekateri sistemi take časovne razmejitev dopuščajo le za predvidljive izdatke, medtem ko je v državah z bolj ohlapnimi pravili mogoče s temi sredstvi tudi manipulirati višino dohodka - povečevati v slabih in zmanjševati v dobrih letih.

Razlike se pojavljajo tudi v različnem knjiženju dobrega imena podjetja – v nekaterih računovodskih sistemih, kjer so v uporabi MSRP (mednarodni standardi računovodskega poročanja), je direktno odpisano, v nekaterih drugih pa je kapitalizirano in amortizirano. Pri dobrem imenu je zato smiselno izračunati vrednost podjetja po obeh sistemih in uporabiti za primerjano podjetje ustrežnejšo obliko.

Zelo pomembno je tudi, v kakšnem sistemu je ocenjena vrednost podjetja, kajti cene in razmerja med cenami določenih stroškov se skozi čas spreminjajo. V nekaterih državah tako vsako leto ponovno ocenijo vrednost trajnega kapitala podjetja (Nizozemska), v nekaterih državah je ta vrednost le izjemoma popravljena za tekoče leto (Španija, Portugalska), v ZDA in Nemčiji pa so imetja vedno vrednotena po prvotni vrednosti (Copeland et al., 2000, str. 359). Pri tem ne gre spregledati neoperativnih imetij. V japonskih podjetjih je običaj, da ima podjetje manjšinjske lastniške deleže v podjetjih svojih poslovnih partneric, ki pa so v računovodskih izkazih vrednoteni po zgodovinski in ne trenutni vrednosti. Naslednji primer neoperativnih imetij so nepremičnine, katerih knjižna vrednost je pogosto prav tako precej pod tržno vrednostjo.

Različni davčni sistemi predstavljajo naslednjo veliko težavo mednarodnega vrednotenja podjetij. Razlike pri obdavčitvi so med državami precejšnje, tako je korporacijska davčna stopnja za podjetja v Švici 12 %, medtem ko znaša v Italiji 53 %. Vendar pa se efektivne davčne stopnje lahko precej razlikujejo od uradnih zaradi samega načina izračuna dohodka. Velik problem predstavlja integracija korporacijskih in osebnih davkov. Precej evropskih držav ima integriran sistem korporacijskih in osebnih davkov, da se izloči čim več težav dvojne obdavčitve dividend. Če obstajajo mehanizmi, ki zmanjšujejo dvojno obdavčitev, lahko ti vsekakor vplivajo na vrednost podjetja. Nekatere države uporabljajo sistem imputacije dividend (*ang. dividend imputation system*), pri katerem nekaj ali vse davke plača že podjetje. To seveda poveča denarni tok vlagateljev. Vsekakor se mora vlagatelj zavedati načina obdavčitve njegove naložbe in to vključiti v izračun donosnosti (Copeland et al., 2000, str. 369).

Pri vrednotenju tujih naložb je izrednega pomena tudi izbor ustrezne diskontne stopnje. Osnovno pravilo pri tem je, da je potrebno diskontirati tuji denarni tok po tujem tveganju prilagojenih diskontnih stopnjah. V zvezi z določanjem ustreznih diskontnih stopenj se pojavljata dve skupini napak (Copeland et al., 1990, str. 298):

- ad hoc prilagoditve diskontnih stopenj političnemu tveganju, tveganju tujih investicij in tveganju tuje valute, in
- uporaba diskontnih stopenj za domačo državo.

Uporaba ad hoc prilagojenih diskontnih stopenj lahko daje precej nenatančne podatke, saj obstaja verjetnost, da so bile naknadne prilagoditve neprimerne. Uporaba diskontnih stopenj za domačo državo pa je povsem neutemeljena in lahko vodi do povsem nerealnih zaključkov.

Politično tveganje je najprimerneje oceniti s prilagoditvami denarnega toka. Vlagatelj za vsako politično tveganje, ki se utegne pojaviti, izračuna prilagojeni denarni tok. Tako pride do različnih možnih scenarijev dogajanja in rezultatov. Najverjetnejši denarni tok je tako tehtano povprečje teh scenarijev, glede na verjetnost pojava določenega tipa tveganja. Pogosto je politično tveganje lažje oceniti v manj razvitih državah, medtem ko so tveganja v razvitih državah pogosto spregledana (npr. tveganje zaradi nadzora cen itd.) (Copeland et al., 1990).

Naslednja in največja težava, s katero se mednarodni vlagatelj sooča, je tveganje menjalnega tečaja. Gibanje tečaja lahko donosno naložbo spremeni v nedonosno in obratno, tako da je to tveganje vsekakor potrebno upoštevati. Povezavo med vrednostjo naložbe in gibanjem tečajev je možno določiti na osnovi regresijske analize povezave med višino menjalnega tečaja in vrednostjo posamezne naložbe. Tako je določena naložba lahko povsem neodzivna na gibanje tečaja domače valute te naložbe. Do tega pride, če managerji ščitijo vrednost podjetja pred valutnim tveganjem. Allayannis in Ofek (2001) ugotavljata, da je ščitenje vrednosti podjetja pred valutnim tveganjem v praksi mednarodnih podjetij pogost pojav.

V primeru učinkovitega ščitenja vrednosti podjetja s strani podjetja vlagatelju ni potrebno ščititi naložbe. Pri tem pa se pojavlja vprašanje smiselnosti ščitenja s strani podjetja, še posebej če so stroški ščitenja s strani podjetja višji kot s strani vlagateljev. V prid ščitenja s strani podjetja Levi (1996, str. 364) navaja naslednje razloge: ekonomijo obsega v ščitenju transakcij, progresivno obdavčitev, korporacijske davke, trženje, zaposlitvene koristi, nižje pričakovane stroške bankrota in boljše notranje informacije.

Programi ščitenja lahko vplivajo na pričakovani denarni tok podjetja, njegove oportunitetne stroške, oboje ali nič od tega. Ščitenje vpliva na dve vrsti tveganj, in sicer na celotno tveganje in na nediverzificirano tveganje. Vsi uspešni ščiti zmanjšajo celotno tveganje, ne pa nujno tudi nediverzificiranega tveganja. Programi ščitenja, ki ne vplivajo ne na denarni tok in ne na pričakovane donose, ne spremenijo nediverzificiranega tveganja podjetja (bete) in ne vplivajo na vrednost podjetja.

4.1. Analiza plačilne bilance

Stanje plačilne bilance daje vlagatelju pomembne podatke o silnicah, ki sooblikujejo menjalne tečaje. Z izrazom plačilna bilanca (*ang. balance of payments*) se označuje zapis vseh transakcij rezidentov neke države z nerezidenti iste države v določenem obdobju (Veselinovič, 2003, str. 6). V bilanci so tako zabeležene vse transakcije neke države s tujino. Bilanca je sestavljena iz tekočega in kapitalnega dela. Tekoči oz. avtonomni del zajema trgovske ali trgovinske, storitvene in enostranske transferne transakcije; kapitalni oz. kompenzirajoči del pa iz gibanj dolgoročnega in kratkoročnega kapitala in gibanj deviznih rezerv. Plačilna bilanca je v ravnotežju, kadar je v ravnotežju njen tekoči del.

Na dolgi rok mora biti vsaka plačilna bilanca izravnana. Na kratki rok pa se lahko vlade držav odločajo med večimi načini vodenja plačilno-bilančne politike, odvisno od njihovih

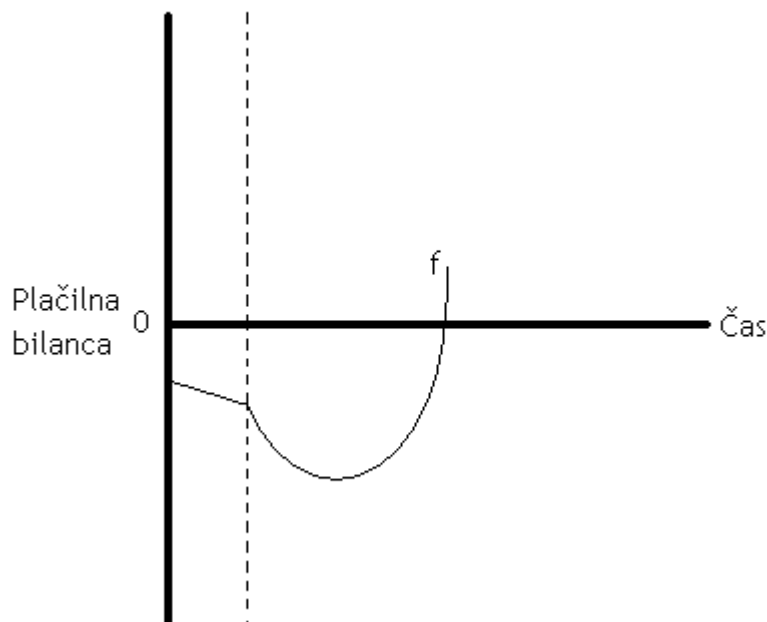
makroekonomskih ciljev. Tako se večina manj razvitih držav odloča za deficit tekočega dela plačilne bilance, ki ga financirajo z dolgoročnim zadolževanjem. Način financiranja se kaže v kapitalnem delu plačilne bilance.

Deficit v plačilni bilanci vpliva na zmanjšanje deviznih rezerv in posledično vodi k depreciaciji domače valute. Depreciacija valute povzroči, zaradi relativno cenejših izvoženih dobrin na tujih trgih, večjo zunanjo konkurenčnost gospodarstva. Zaradi višjih cen uvoženih dobrin uvoz pade, to pa skupaj s povečanim izvozom povzroči, da je tekoči del bolj uravnotežen. Narava odziva je odvisna od elastičnosti izvoza in uvoza na gibanje menjalnega tečaja. Večja kot je cenovna elastičnost izvoza in uvoza, bolj pozitivne učinke se lahko pričakuje (Solnik, 2004, str. 66).

Pri modelu plačilne bilance gre za dinamičen model, saj do izboljšanja v tekočem delu plačilne bilance ne pride čez noč. Bacchetta in Gerlach (1994) ugotavljata, da lepljive cene uvoženih izdelkov na začetku privedejo celo do povečanja deficita. Šele čez čas se vzpostavijo željene razmere v obliki večjega izvoza in manjšega uvoza. Model, ki ponazarja ta pojav, je model J-krivulje.

Kot je bilo že omenjeno, pa ni nujno, da tak ukrep na dolgi rok vedno privede do izboljšanja tekočega dela plačilne bilance. Povečanje cen uvoženih dobrin lahko začne tudi dodatno »hraniti« domačo inflacijo (ne pride do efekta J-krivulje), kar vodi k nadaljnji depreciaciji valute (Solnik, 2004, str. 67).

Slika 4: J-Krivulja



Vir: Melvin, 1997, str. 160.

Pri analizi vpliva plačilne bilance je potrebno upoštevati tudi kapitalne tokove. Če je valuta neke države visoko cenjena, je mogoče voditi deficit v plačilni bilanci celo skozi daljše

obdobje brez depreciacije valute. Tako stanje je mogoče vzdrževati zaradi presežka v kapitalskem računu. Primer za tako stanje je amerški dolar. Dolar velja oz. je veljal za najpomembnejšo valuto mednarodnih rezerv in tako je bilo povpraševanje po tej valuti in naložbah, denominiranih v njej, veliko.

4.2. Paritetna razmerja v mednarodni menjavi

Poleg stanja v plačilni bilanci vplivajo na menjalni tečaj tudi razmerja med drugimi makroekonomskimi kategorijami – tako imenovana paritetna razmerja.

4.2.1. Krita pariteta obrestnih mer

Razmerje paritete kritih obrestnih mer izvira iz iskanja dobička skozi arbitražo med posameznimi narodnimi trgi – enačba (11). Krita pariteta obrestnih mer trdi, da mora biti inflacijski diferencial med dvema državama krit oz. mora biti enak forward premiji ali diskontu, kot je to zapisano v enačbi (12), in z linearno aproksimacijo, v enačbi (13). V primeru, da ta enakost ne bi veljala, bi se pojavila priložnost za netvegano arbitražo.

$$F/S = (1+r_{fc})/(1+r_{dc}) \quad (11)$$

Pri čemer je:

S- spot menjalni tečaj je količina ene valute, ki jo lahko kupimo z eno enoto druge valute v danem trenutku,

F- forward menjalni tečaj je količina ene valute, ki jo lahko kupimo danes z eno enoto druge valute in se izvrši na določen datum v prihodnosti,

r- višina obrestne mere je odvisna od dolžine obdobja in inflacije v obdobju, preračunana je na obdobje enega leta,

r_{fc}- obrestna mera v tuji državi, in

r_{dc}- obrestna mera v domači državi.

$$f = (F-S)/S = (r_{fc} - r_{dc})/(1 + r_{dc}) \quad (12)$$

$$\text{Linearna aproksimacija: } f = r_{fc} - r_{dc} \quad (13)$$

4.2.1.1. Krita pariteta obrestnih mer v praksi

Krita pariteta obrestnih mer med najpomembnejšimi svetovnimi valutami vedno drži v okviru transakcijskih stroškov. Povsem možno je namreč, da pariteta obrestnih mer sicer ne velja, vendar so odstopanja od paritetnega razmerja manjša ali kvečjemu enaka transakcijskim stroškom. V tem primeru se špekulanti preko arbitraže ne morejo okoristiti, saj so stroški nakupa in prodaje večji od potencialnega dobička, ki bi si ga utegnili pritegniti (Melvin, 1997, str. 92).

Med preostalimi vzroki, ki preprečujejo vnovčitev morebitnih špekulacijskih dobičkov, je najpomembnejši časovna razlika med zaznavo arbitražne priložnosti in dejansko izvedbo posla.

Obstajajo pa tudi države (predvsem države v razvoju), ki še vedno uravnavajo tokove kapitala in imajo davčni sistem, ki preprečuje arbitražo. Prav tako ni nepomembno dejstvo, da je z določenimi manjšimi valutami možno trgovati samo v domači državi. Pričakovati pa gre, da bosta nadaljna deregulacija in mednarodna integracija finančnih trgov v prihodnosti zmanjšali odstopanja od paritetnega razmerja.

4.2.2. Pariteta kupne moči

Pariteta kupne moči predvideva, da spremembe menjalnega tečaja kompenzirajo razlike v inflaciji med dvema državama (Buckley, 1990, str. 20). To pomeni, da spremembe spot menjalnih tečajev v celoti odražajo inflacijske diferenciale med državami ($I_{fc} - I_{dc}$). Poznani sta dve obliki paritete kupne moči, in sicer absolutna in relativna pariteta kupne moči.

Absolutna pariteta kupne moči temelji na zakonu ene cene. Zakon ene cene trdi, da morajo biti realne cene vseh dobrin enake v vseh državah. Kar pomeni, da če se cena dobrine v eni državi poveča v primerjavi s ceno v drugi državi, mora valuta v prvi državi deprecirati, da se ohrani realno ista cena dobrine v obeh državah. Absolutna pariteta kupne moči pa je nekakšna povprečna verzija zakona ene cene in trdi, da mora biti menjalno razmerje enako razmerju med nivojema tehtanih povprečij vseh cen v obeh državah.

Zaradi velike izvedbene zahtevnosti metode absolutne paritete se za primerjave največkrat jemljejo spremembe nivojev cen med državami - indeksi cen. Ta pristop je poznan pod nazivom relativna pariteta kupne moči Merilo za merjenje sprememb lahko temelji na reprezentativnem vzorcu proizvedenih dobrin (BDP deflator) ali na reprezentativni košarici potrošnih dobrin (indeks rasti cen potrošnih dobrin). Iz enakosti v enačbi (14) tako sledi, da mora biti sprememba menjalnega tečaja po enačbi (15) enaka diferencialu merjenega indeksa, kot je to predstavljeno v enačbi (16) (Solnik, 2004, str. 47):

$$S_1/S_0 = (1 + I_{fc}) / (1 + I_{dc}) \quad (14)$$

Pri čemer je:

S_1 - trenutni (*ang. spot*) menjalni tečaj v obdobju I ,

S_0 - trenutni menjalni tečaj v obdobju 0 ,

I_{fc} - stopnja inflacije (I) v tuji državi (*fc – ang. foreign country*),

I_{dc} - stopnja inflacije v domači državi (*dc – ang. domestic country*), in

s – odstotna sprememba menjalnega tečaja.

$$s = (S_1 - S_0) / S_0 = S_1 / S_0 - 1 \quad (15)$$

$$s = S_1 / S_0 - 1 = I_{fc} - I_{dc} \quad (16)$$

Ob predpostavki, da bi ta enačba veljala, bi bili realni donosi na imetja enaki za vlagatelje iz katerekoli države.

Zanimiv indeks merjenja sprememb kupne moči je t. i. Big Mac indeks. Big Mac sendvič predstavlja košarico lokalno proizvedenih dobrin (mleto meso, solata itd.) in s primerjavo gibanja cen Big Mac-a med državami si je mogoče ustvariti sliko o relativno precenjenih in podcenjenih valutah. Drži pa tudi, da Big Mac kot košarica dobrin ni reprezentativen in da so v tem primeru zanemarjeni vplivi različnih davčnih sistemov, različnih marž proizvajalcev, različnih cen ostalih pomembnih faktorjev, npr. najemnin itd. Vseeno pa ta kazalec nudi relativno zanesljiv vpogled v stanje na trgu valut, kar so dokazali tako Pakko in Pollard (1996) kot tudi Click (1996).

4.2.2.1. Pariteta kupne moči v praksi

Pariteta kupne moči je med vsemi paritetnimi razmerji največkrat preverjana. Večina študij daje večjo potrditev razmerju na dolgi rok in manjšo na kratki rok. Prav tako razmerje bolj velja v razmerah visoke inflacije kot pa v razmerah zmerne in nizke inflacije.

Zakaj razmerje bolj drži v razmerah visoke inflacije kot v razmerah nizke inflacije? Dokazana je (Salehizadeh, Taylor, 1999) relativno visoka stopnja povezave med menjalnimi tečaji in inflacijskimi diferenciali v državah v razvoju. To je mogoče obrazložiti s tem, da v primeru držav v razvoju in posledično zaradi še višje inflacije še bolj v nerazvitih državah sam učinek visoke inflacije pretehta učinek relativnih cen, medtem ko je v razmerah nizke inflacije učinek relativnih cen pomembnejši. To ugotovitev potrjuje tudi Khan (2001), ki ugotavlja, da se v razmerah visoke inflacije cene hitreje prilagajajo, saj je v takih razmerah učinek lepljivih cen precej manjši.

Solnik (2004, str. 102) navaja, da je mogoče le 5 % sprememb v menjalnih razmerjih med najpomembnejšimi valutami v obdobju enega meseca razložiti z inflacijskimi diferenciali. To pomeni, da je kar 95 % sprememb menjalnih razmerij v tem obdobju posledica drugih dejavnikov.

Vzroke zakaj je pariteta kupne moči na kratki rok precej šibka, gre iskati v različnih metodah merjenja, različnih potrošnih košaricah; kot najpomembnejše razloge pa Engel in Rogers (2001) navajata razlike v transakcijskih stroških, omejitve gibanja blaga izven meja v obliki kvot in tarif ter učinek lepljivih cen.

Z daljšanjem obdobja preverjanja veljavnosti preučevane paritete se korelacijski koeficienti med inflacijskimi diferenciali in spremembami menjalnega tečaja povečujejo. Ta pojav se imenuje »mean reversion« in ga je mogoče obrazložiti z dejstvom, da ponudba in povpraševanje v mednarodni menjavi potrebujejo neko obdobje, da se uskladita. Učinek dejavnikov, ki vplivajo na neučinkovitost na kratki rok, se s časom zmanjša in pretehta pomen inflacije (Root, 1990, str. 334).

Kljub temu pa je bila dolgo časa tudi veljavnost dolgoročne paritete kupne moči vprašljiva in šele novejša študije, ki so obravnavale večje količine podatkov in uporabljale bolj natančne ekonometrične metode, so dokazale dolgoročno veljavnost paritete kupne moči. Tako so Shively (2001), Chiu (2002) in Coe in Serletis (2002) dokazali relativno visoko stopnjo veljavnosti relativne paritete kupne moči.

Kljub temu pa se vseeno pojavljajo tudi manjša dolgoročna odstopanja od paritete kupne moči. Vzroke temu gre iskati predvsem v relativnih spremembah v produktivnosti med državami (Alexius, 2005).

Iz dejstva, da pariteta kupne moči na dolgi rok velja, izvira spoznanje, da so nominalne devalvacije na dolgi rok predvsem posledica inflacije in kot take nimajo večjega vpliva na mednarodno konkurenčnost (Manzur, 2002, str. 32). Iz tega sledi, da daljše kot je obdobje naložbe, manj vpliva imajo nominalni vplivi in večja je možnost, da je premoženje realno ocenjeno.

4.2.3. Teorija in praksa mednarodne Fisherjeve enačbe

Mednarodna Fisherjeva enačba trdi, da morajo biti diferenciali obrestnih mer enaki inflacijskim diferencialom v obdobju trajanja obrestne mere. V domači obliki Fisherjeve enačbe je nominalna obrestna mera (p) enaka vsoti realne obrestne mere (r) in pričakovane inflacije v obdobju obrestne mere ($E(I)$), kot je to prikazano v enačbi (17) oz. z linearno aproksimacijo v enačbi (18).

$$(1+r)=(1+p)(1+E(I)) \quad (17)$$

$$\text{Linearna aproksimacija: } r=p+E(I) \quad (18)$$

Fisher nadalje predpostavlja, da so realne obrestne mere stabilne skozi čas in so tako vsa nihanja nominalnih obrestnih mer posledice sprememb v inflacijskih pričakovanjih. Tako je mogoče prenesti to spoznanje na področje mednarodne menjave preko povezave med inflacijskim diferencialom med dvema državama in spremembami v pričakovani inflaciji - enačba (19):

$$(1+r_{fc})/(1+r_{dc})=((1+p_{fc})/(1+p_{dc}))x(1+E(I_{fc})/(1+E(I_{dc}))) \quad (19)$$

Ker pa Fisher predpostavlja, da so realne obrestne mere po vsem svetu enake, se enačbo lahko zapiše tudi v obliki enačb (20) in (21):

$$(1+r_{fc})/(1+r_{dc})=(1+E(I_{fc})/(1+E(I_{dc}))) \quad (20)$$

$$\text{Linearna aproksimacija: } r_{fc} - r_{dc} = E(I_{fc})-E(I_{dc}) \quad (21)$$

Glavni problem mednarodne Fisherjeve enačbe predstavlja predpostavka enakih realnih obrestnih mer med državami. Trditev je v praksi težko preverljiva, kajti težko je podati oceno pričakovane inflacije. Ob preverjanju veljavnosti enačbe z inflacijo v prvem kvartalu leta (pretekli podatki), preračunano na obdobje enega leta, se je pokazalo, da so realne obrestne mere med državami res zelo podobne (Solnik, 2004, str. 101).

Glavni vzrok odstopanj od mednarodne Fisherjeve enačbe je v neuskkljenosti poslovnih ciklov posameznih držav med seboj in s svetovnim poslovnim ciklom. Obstaja namreč visoka stopnja povezave med gibanjem poslovnega cikla in gibanjem realnih obrestnih mer.

4.2.4. Nekrita pariteta obrestnih mer

Iz združitve paritete kupne moči z mednarodno Fisherjevo enačbo sledi, da mora pričakovana deprecijacija valute pokriti inflacijski diferencial med dvema valutama v obdobju veljavnosti obrestne mere.

Enačba (22) prikazuje pričakovano deprecijacijo valute v obdobju:

$$E(S_1)/S_0 = (1 + E(I_{fc})) / (1 + E(I_{dc})) \quad (22)$$

Iz enakosti iz enačbe (20) tako sledita enačbi (23) in (24), ki predstavljata enačbi nekrite paritete obrestnih mer:

$$E(S_1)/S_0 = (1 + r_{fc}) / (1 + r_{dc}) \quad (23)$$

$$\text{Linearna aproksimacija: } E(s) = r_{fc} - r_{dc} \quad (24)$$

Ta teorija predpostavlja, da menjalno razmerje ni krito oz. zaščiten s forward pogodbo kot pri kriti pariteti, marveč predpostavlja, da trg sam z usklajenostjo forward pogodb in inflacijskih diferencialov poskrbi za to, da so realne obrestne mere povsod enake.

Veljavnost krite paritete obrestnih mer naj bi zagotavljal prost pretok blaga in kapitala po svetu, kajti iz mednarodne Fisherjeve enačbe sledi, da naj bi spremembe v realnih obrestnih merah motivirale tokove kapitala, tako da se izkoristijo razlike v realni obrestni meri. Kapitalski tokovi tako sčasoma vplivajo na poenotenje realnih obrestnih mer po svetu.

Teorija je pomanjkljiva, ker ne upošteva tveganja in predvideva, da so točni prihodnji menjalni tečaji že vnaprej poznani. Poleg tega tudi zapostavlja dejstvo, da preprodaje na različnih trgih terjajo stroške in tudi časovno ne morejo biti izvedene hkrati.

4.2.5. Vpliv pričakovanj v mednarodni menjavi

Teorija vpliva pričakovanj v mednarodni menjavi predpostavlja, da morajo biti forward tečaji, kotirani v času 0 za izpolnitev v času 1, enaki pričakovani vrednosti spot menjalnega tečaja v času 1.

$$F=E(S) \tag{25}$$

Problem se pojavi v dejstvu, da prihodnje vrednosti menjalnega tečaja niso poznane. Če bi bili spot tečaji za čas 1 vnaprej poznani, bi vrednosti takratnega spot in forward tečaja morale biti enake; enačba (25) bi morala veljati, saj bi se sicer ponudila priložnost za netvegano arbitražo.

Če sta poznana tako forward menjalni tečaj z izpolnitvijo v obdobju 1 kot tudi spot menjalni tečaj v določenem obdobju in je npr. vrednost spot menjalnega razmerja med evrom in ameriškim dolarjem 1,20 \$/€, vrednost forward menjalnega tečaja z izpolnitvijo v istem obdobju pa znaša 1,25 \$/€, se ponudi priložnost špekulacijskih zaslužkov. Špekulanti bi tako lahko prodali evre s terminsko pogodbo z izpolnitvijo v obdobju 1, ob izpolnitvi bi prodali evre po tečaju 1,25 \$/€ in z dolarji kupili evre po spot tečaju, ki znaša 1,20 \$/€. Tako bi se špekulant povsem netvegano okoristil za 0,05 \$ na 1 €. Banke bi izvajale to arbitražo (s terminskimi pogodbami prodajale evre), dokler ne bi ta pritisk povzročil znižanja tečaja oz. izenačenje s spot tečajem na 1,20 \$/€.

Enačbo je možno zapisati tudi relativno, glede na trenutni spot tečaj:

$$(F-S_0)/S_0=E((S_1-S_0)/S_0)=E(s) \tag{26}$$

Leva stran enačbe (26) tako predstavlja forward diskont ali premijo (f). Iz enačbe sledi že prej navedena ugotovitev, da je forward diskont ali premija enaka pričakovani spremembi menjalnega tečaja $f=E(s)$.

Tukaj se poraja še vprašanje ali bi morala biti premija za tveganje vključena v to enačbo ali pa enačba (26) že omogoča nepristransko napoved spot menjalnega tečaja za določeno obdobje v razmerah negotovosti. Če razmerje (26) drži, potem forward tečaji ne zmanjšajo tveganja. Iz enačbe tudi sledi, da je forward ščit brezplačen. Z vključitvijo premije za tveganje bi se simetrija podrla in bi del vlagateljev plačeval premijo (tisti, ki forward prodajajo evre za dolarje), medtem ko bi jo drugi del vlagateljev prejemal (tisti, ki kupujejo vnaprej evre za dolarje).

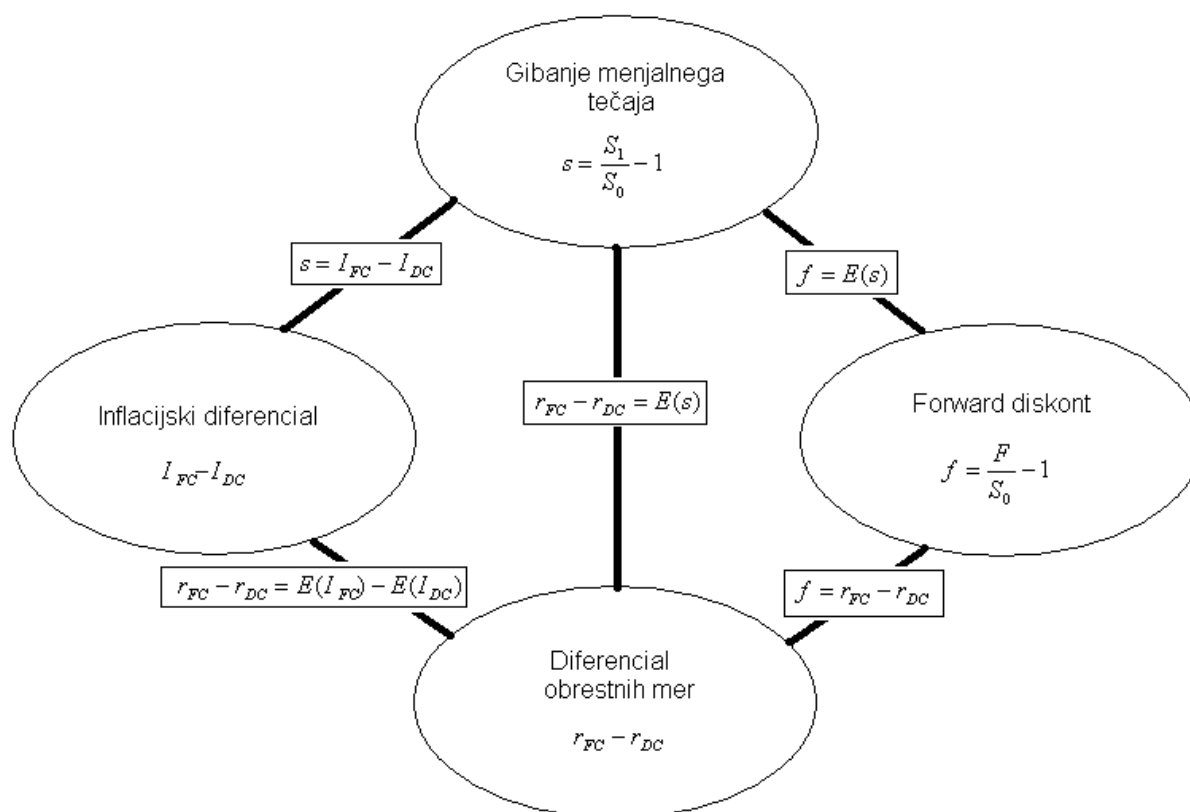
V praksi se pojavlja kar nekaj kritik teorije vpliva pričakovanj v mednarodni menjavi. Prvo vprašanje, ki se pri tem poraja, je ali so diferenciali obrestnih mer sploh primeren indikator gibanj prihodnjih spot menjalnih tečajev. Obrestne mere so relativno nestanovitne na kratki rok, njihova stanovitnost pa s časom narašča. Iz tega sledi, da daljše kot je obdobje, večja je primernost obrestnih mer kot indikatorja gibanj prihodnjih spot tečajev. Solnik (2004, str. 105) tako navaja, da je v obdobju 26-ih let teorija pričakovanj v mednarodni menjavi zelo dobro potrjena in da so povprečna uresničena gibanja menjalnih tečajev in diferencialov obrestnih mer istih smeri in magnitud. Pri razmerjih med pomembnejšimi valutami se pojavlja tudi premija za tveganje v višini 1 %, ki pa je statistično relativno nepomembna.

Nekatere države poskušajo z višjo obrestno mero umetno vzdrževati (pre)visok menjalni tečaj. Vendar se je v praksi izkazalo, da na dolgi rok države z uporabo višjih obrestnih mer ne morejo zagotavljati večjega odmika menjalnega tečaja od tistega, ki ga narekuje trg. Predvsem države v razvoju včasih poskušajo z višjo obrestno mero privabiti tuji kapital in tako umetno vzdrževati stabilno menjalno razmerje z bolj stabilnimi valutami, ponavadi z dolarjem. Na kratki rok je strategija lahko uspešna, na dolgi rok pa neizogibno pride do točke, ko država ni več sposobna vzdrževati tečaja na željenem nivoju in pride do velike devalvacije. Tak je bil primer korejskega Wona. V razmerah, ko taki državi uspeva vzdrževati umetno postavljen tečaj, se pojavi lepa priložnost za arbitražo, ki pa je precej tvegana.

4.2.6. Sistem povezanih paritet

Enačbe mednarodnih paritet povezujejo forward diskont z diferencialom obrestnih mer, gibanje menjalnega tečaja z inflacijskim diferencialom, pričakovan inflacijski diferencial z diferencialom obrestnih mer in diferencial obrestnih mer s pričakovano depreciacijo valute in spet s forward diskontom.

Slika 5: Sistem povezanih paritet



Vir: Solnik, 2004, str. 54.

Praktične aplikacije sistema povezanih paritet so predvsem:

- diferencial obrestnih mer odraža pričakovanja glede menjalnih tečajev,
- vlaganje v državo z visoko obrestno mero ni posebej privlačno, ker se bo prej ko slej diferencial obrestnih mer pokrtil z depreciacijo valute,

- vlagatelji iz različnih držav pričakujejo enak realni donos na imetje v svojih domačih valutah,
- tveganje menjalnega tečaja se zreducira na inflacijsko negotovost, če vsa razmerja veljajo popolno; tako vlagatelj ni obremenjen s tveganjem spremembe menjalnega tečaja, in
- ščitenje pred valutnim tveganjem omogoča investitorjem izločiti valutno tveganje brez vpliva na pričakovan donos, saj je forward menjalni tečaj enak pričakovanemu spot menjalnemu tečaju.

V tem poenostavljenem modelu je valutno tveganje relativno nepomembno. Ker pa so v praksi odstopanja zelo pogosta, je ščitenje pred valutnim tveganjem upravičeno.

4.3. Finančno tveganje

Ker je daleč najpomembnejše tveganje, s katerim se mednarodni vlagatelj srečuje, finančno tveganje, si ga velja podrobneje ogledati. Finančno tveganje je tveganje neugodnega gibanja različnih tržnih kategorij, kot so obrestne mere, devizni tečaji in posledično cen surovin in delnic. Neugodna gibanja teh kategorij v končni posledici vodijo do zmanjšanja vrednosti lastniškega kapitala in posledično do manj donosnih naložb vlagateljev (Berk, Peterlin in Ribarič, 2005, str. 198).

Obstajajo tri vrste izpostavljenosti finančnemu tveganju (Melvin, 1997, str. 106):

- Prevedbena oz. računovodska izpostavljenost je posledica morebitnih razlik med imetji in obveznostmi, nominiranimi v tuji valuti.
- Transakcijska izpostavljenost je rezultat domače negotove vrednosti transakcije v tuji valuti, ki bo izvršena na določen dan v prihodnosti.
- Ekonomska izpostavljenost je izpostavljenost vrednosti podjetja na spremembe v menjalnih tečajih. Če je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov po odbitju davkov, je domena ekonomske izpostavljenosti občutljivost realne vrednosti dolgoročnih denarnih tokov v domači valuti na spremembe menjalnih tečajev.

Od vseh vrst tveganja je najpomembnejše ekonomsko tveganje. Donosnost naložb je v veliko večji meri določena s spremembami v paritetah kupnih moči med državami kot pa s spremembami določljivk preostalih dveh vrst tveganj (Melvin, 1997, str. 106).

4.3.1. Ščitenje pred valutnim tveganjem

Finančno tveganje, in s tem v prvi vrsti ekonomsko tveganje, se v primeru mednarodnih naložb zreducira predvsem na valutno tveganje. Ker valutno tveganje lahko v veliki meri in nepredvidljivo vpliva na donosnost naložbe, je odločitev vlagatelja o zaščiti pred tveganjem vsekakor na mestu (v primeru, da tega ni opravilo že podjetje). Do ščitenja pred tveganjem

pride, kadar je določeno tveganje sprejeto z namenom kompenzacije ali nevtralizacije nekega drugega tveganja. Korelacija med obema tveganjema mora biti negativna. Če znaša korelacija -1 , to pomeni, da je ščit popoln, se pravi, da se tveganje v celoti nevtralizira. Ščit je lahko tudi različen od -1 (rahlo manjši ali višji) (Stephens, 2001, str. 45-46).

Poleg korelacije med sprejetim in osnovnim tveganjem pa je pomembna tudi optimalna velikost ščita. Solnik (2004, str. 159) navaja Blackovo zgodovinsko oceno agregatnega ščita v velikosti 0,7-kratnika vrednosti naložbe. Ta ocena pa je podana le za agregatno dolarsko vrednost ščita celotne dolarske vrednosti svetovnega tržnega portfelja. Optimalna razmerja med ščitom in investicijami varirajo glede na države in imetja. Ta razmerja so zelo kompleksne funkcije kovariančnega razmerja med naložbami in valutami, zavedanja tveganja s strani vlagateljev in njihovega relativnega bogatstva. Ker so vrednosti vseh, predvsem pa slednjih dveh spremenljivk, težko določljive, je določanje optimalnega ščita v praksi zelo težko izvedljiva naloga. Na splošno velja, da večji kot je delež naložbe v določeno državo, bolj smiselno je z vidika celotnega tveganja ščititi to naložbo pred valutnim tveganjem. V praksi se zaradi težke določljivosti optimuma največkrat pojavljata le popolno ščitena naložba in neščitena naložba.

4.3.2. Ščitenje pred valutnim tveganjem z uporabo forward in futures pogodb

Pri terminskih poslih se loči med terminskim nakupom in terminsko prodajo valute. Terminski nakup je nakup valute po tečaju, določenem danes, za določen dan v prihodnosti. Terminska prodaja pa je dogovor o prodaji valute po tečaju določenem danes za določen dan oz. za določeno obdobje v prihodnosti. Ti posli odpravljajo tveganje menjalnega tečaja med domačo valuto vlagatelja in domačo valuto podjetja, v katega je vložil sredstva, saj je to razmerje vnaprej poznano in je določeno s krito pariteto obrestnih mer.

Pri terminskih tečajih tuje valute se pojavljata pojma diskont in premija. Če je spot tečaj višji od terminskega tečaja, je valuta v diskontu. Če pa je nižji, potem je valuta v premiji (Peitl, 1996, str. 25).

Pri valutnih forward poslih gre za pogodbe med vlagatelji in poslovno banko, pri katerem se vlagatelj zaveže ob dospelosti prodati ali kupiti določeno količino valute. Pri tem gre zgolj za določanje (fiksiranje) deviznega tečaja, po katerem se bo posel izvršil. Vlagatelj opravi kalkulacijo deviznega tečaja, ki mu še ustreza, in sklene forward posel o nakupu ali prodaji tuje valute z banko. Forward pogodba mu lahko v primeru forward nakupa tuje valute, glede na spot nakup, prinese prihranek ali izgubo; v primeru forward prodaje tuje valute pa dobiček ali oportunitetne stroške.

Vlagatelj se s sklenitvijo forward pogodbe zavaruje pred tveganjem spremembe deviznih tečajev, saj so v tem primeru ti zanj že vnaprej poznani. Forward pogodbe so poznane tudi pod imenom valutni swap (Solnik, 2004, str. 573).

Prvotni namen in logika valutnih futures pogodb sta enaka kot pri forward pogodbah. Futures pogodba prav tako daje pravico in obveznost do nakupa ali prodaje valute na določen datum v prihodnosti po določenem deviznem tečaju in drugih pogojih.

Bistvena razlika med futures in forward pogodbami je v tem, da je s futures pogodbami, za razliko od forward pogodb, možno trgovati pred zapadlostjo pogodbe, ko pride do zapiranja pozicij (*ang. closing out*), kar se najpogosteje tudi zgodi. Tako je pri futures poslih ob izpolnitvi glede na razliko med tržno vrednostjo futures pogodbe in v pogodbi omenjenega deviznega tečaja mogoče vnovčiti dobiček ali izgubo glede na dogovorjeni tečaj. Da pa se s futures pogodbami lahko prosto trguje in so le-te odsev razmer na trgu, predvsem obrestnih mer, je potrebno zagotoviti likvidnost trga. Likvidnost se zagotavlja predvsem z visoko stopnjo standardizacije teh pogodb, in sicer zneskov, rokov in stroškov.

Iz standardizacije pogodb pa žal izhaja tudi največja slabost takih pogodb, in sicer neprilagojenost pogodb posamezni naložbeni odločitvi. Roki v pogodbah so fiksni in tako je vlagatelj, ki sklene tako pogodbo, precej omejen. Posledica tega je velik promet s futures pogodbami na sekundarnem trgu. Ker pa so standardizirani tudi zneski futures pogodb, je včasih nemogoče povsem pokriti izpostavljene pozicije. Ena izmed večjih prednosti futures pogodb pa so relativno nizki stroški (Peitl, 1996, str. 29).

4.3.2.1. Ščitenje glavnice pred valutnim tveganjem

Pri tem načinu zavarovanja pred valutnim tveganjem se vlagatelj zavaruje pred izpostavljenostjo valutnemu tveganju tako, da sklene terminski posel v višini glavnice oz. začetne naložbe (Solnik, 2004, str. 573).

Enačba (27) prikazuje celotni realizirani donos ščitenega portfelja in je enaka razliki med zmnožkom vrednosti naložbe v tuji valuti s spot tečajem na koncu ($V_t S_t$) in na začetku obdobja ($V_0 S_0$).

$$V_t^* - V_0^* = V_t S_t - V_0 S_0 \quad (27)$$

Enačba (28) je enaka realiziranemu donosu na futures posel in je enaka vrednosti glavnice na začetku obdobja v tuji valuti pomnoženi z razliko med vrednostima futures menjalnih tečajev na začetku (F_0) in koncu obdobja (F_t).

$$V_0(-F_t + F_0) \quad (28)$$

Enačba (29) prikazuje izračun neto dobička na ščiteno pozicijo in je enaka razliki med celotnim realiziranim donosom ščitenega portfelja (27) in realiziranim donosom na futures posel (28).

$$V_t S_t - V_0 S_0 - V_0(F_t - F_0) \quad (29)$$

Enačba (30) prikazuje izračun stopnje ščitenega dobička in pove, za koliko odstotkov se poveča donos v domači valuti, če se donos v valuti naložbe poveča za 1 % (Solnik, 2004, str. 574).

$$R_H = (V_r S_r - V_0 S_0) / V_0 S_0 = (F_r - F_0) / S_0 \quad (30)$$

4.3.2.2. Količnik ščitenja pred valutnim tveganjem z minimalno varianco

Smisel ščitenja je minimiziranje izpostavljenosti naložbe gibanju menjalnih tečajev. Naložba v vrednosti podjetij pa ni enako tvegana depozitu v tuji valuti, kjer bi se bilo s ščitom možno izogniti nepredvidljivosti. Vpliv gibanja menjalnih tečajev na donosnost podjetja namreč ni vedno vnaprej predvidljiv. Zaradi depreciacije domače valute se lahko vrednost prihodkov v domači valuti celo poveča, najprej zaradi prejetega denarnega toka iz tujine, kasneje pa še zaradi relativno bolj konkurenčnih proizvodov. V tem primeru obstaja negativna kovarianca med gibanjem deviznih tečajev in stopnjami donosov tujih imetij.

Vlagatelji želijo zmanjšati tveganje ščitenega portfelja, tako da poiščejo najmanjšo variabilnost v vrednosti ščitenega portfelja. To jim omogoča stopnja ščitenja h .

$$R_H = R^* - h \times R_f \quad (31)$$

V enačbi (31) je stopnja donosa na ščiteni portfelj (R_H) enaka razliki med stopnjo donosa na neščiteni portfelj (R^*) in zmnožkom med optimalno stopnjo ščitenja (h) in odstotno spremembo v vrednosti futures posla.

Optimalni količnik ščitenja (h^* ; *ang. hedge ratio*) je količnik, ki minimizira varianco (R_H) in je enak:

$$h^* = \text{cov}(R^*, R_f) / \sigma^2 F = \text{cov}(R + s, s) / \sigma^2 F = 1 + \text{cov}(R, s) / \sigma^2 s \quad (32)$$

Iz enačbe (32) je razvidno, da je ščit minimalne variance enak vsoti dveh komponent, ki sta povezani z različnima vrstama valutnega tveganja. Ti dve komponenti sta:

- prevedbeno tveganje ($h_1 = 1$)
Tej obliki tveganja se vlagatelj popolnoma izogne, če je velikost ščita enaka ena oz. če je naložba 100 % ščitena.
- ekonomsko tveganje ($h_2 = \text{cov}(R, s) / \sigma^2 s$)
Ekonomsko tveganje je prisotno zaradi odziva vrednosti imetja v tuji valuti na spremembe menjalnega tečaja. Če se želi vlagatelj optimalno zavarovati pred ekonomskim tveganjem, mora biti vrednost h enaka $\text{cov}(R, s) / \sigma^2 s$.

Optimalni ščit bi moral upoštevati obe vrsti tveganja, še posebej pri naložbah z veliko stopnjo občutljivosti vrednosti naložbe na gibanje menjalnega tečaja. Ker pa so v praksi donosi delnic

in gibanja deviznih tečajev relativno neodvisni, je ščit v velikosti 1 razumljiva strategija (Solnik, 2004, str. 579).

Omenjena optimalna velikost ščita z minimalno varianco pa ni vedno optimalna po kriteriju razmerja med tveganjem in donosom. Vzroke za to gre iskati v pričakovanih gibanja tečajev portfeljskih managerjev in vgrajevanju teh pričakovanj v sestavo portfelja, vplivu transakcijskih stroškov in v bazalni razliki med futures in spot deviznimi tečaji.

Pri ščitenju valutnega tveganja je pomembna tudi izbira pogojev pogodbe. Pri tem velja pravilo, da kratkoročne pogodbe bolje sledijo gibanju spot menjalnih tečajev, imajo večji trgovalni volumen in so posledično bolj likvidne kot dolgoročne pogodbe. Problemi s kratkoročnimi pogodbami se pojavijo, kadar trajanje tveganja in trajanje futures pogodb nista usklajena. Za dolgoročno ščitenje imajo vlagatelji na voljo več možnosti, in sicer:

- kratkoročne pogodbe, ki se nadomestijo ob izpolnitvi,
- pogodbe, ki se po trajanju ujemajo s trajanjem valutnega tveganja, pred katerim ščitijo, in
- dolgoročne pogodbe, ki dospejo kasneje, kot preneha obstajati valutno tveganje, katerega krijejo.

V primeru portfeljev sestavljenih iz večih valut se uporabljajo nekateri posebni prijemi. Tako je mogoče s sklenitvijo pogodbe med valutama A in B navzkrižno ščititi (*ang. cross-hedge*) pred valuto C, če je stopnja povezave med gibanjem deviznega tečaja C-ja in valuto, pred katero se ščiti, zadosti visoka. Tako lahko vlagatelj, v primeru da je v portfelju več valut, ščiti le nekatere med njimi, pazljiv pa mora biti na sistematično tveganje med njimi.

Optimalno strategijo ščitenja s forward/futures posli je mogoče opisati z naslednjimi koraki (Solnik, 2004, str. 584):

- Vlagatelj najprej izbere najbolj neodvisne glavne valute z dostopnimi futures posli (npr. ¥, £, €).
- Potem izračuna optimalna ščitna razmerja z multiplimi regresijami med donosi portfelja v domači valuti in donosi futures pogodb v izbranih valutah. Npr. za tri valute: $R^* = a + h_1 R_{F1} + h_2 R_{F2} + h_3 R_{F3} + \text{napaka}$.
- Ocene regresijskih koeficientov h_1, h_2 in h_3 uporabi kot ščitna razmerja za vsako valuto. Ker so gibanja spot deviznih tečajev največji dejavnik volatilnosti, so dobljena ščitna razmerja precej blizu optimalnim ob predpostavki stabilnih regresijskih količnikov v času.

4.3.3. Ščitenje pred valutnim tveganjem z uporabo valutnih opcij

Valutne opcije dajejo kupcu možnost, da že danes kupi ali proda določeno količino valute v prihodnosti za drugo valuto po tečaju, določenem danes. Prodajalec je pasivni udeleženec in mora prodati ali kupiti določeno količino valute po tečaju, določenem danes, če kupec to

zahteva. Za razliko od forward in futures poslov je izvršitev pri opcijah opsijska oz. neobvezujoča. Če kupec meni, da pogoji na trgu niso ugodni za izvršitev posla, lahko odstopi od izvršitve le-tega. V tem primeru kupec nosi izgubo plačila premije, ki se plača ob sklenitvi posla prodajalcu za sprejeto tveganje (Peitl, 1996, str. 31).

Pri uporabi opcij, kot instrumentov varovanja pred valutnim tveganjem, se uporabljata dva pristopa za zmanjševanje tveganja. Tradicionalna metoda izkorišča asimetrična razmerja med tveganjem in donosom opcije in se imenuje zavarovanje z opcijami (*ang. insurance vehicle*). Drugi pristop pa jemlje v račun dinamiko razmerja med opsijsko premijo in deviznim tečajem le-te, ta pristop pa se imenuje strategija ščitenja z opcijami (Solnik, 2004, str. 584).

4.3.3.1. Zavarovanje z opcijami

V tem primeru vlagatelj kupi opcije v velikosti glavnice ki jo želi ščititi. V primeru vlagatelja iz ZDA, ki ima portfelj v velikosti 1 MIO £ in se želi zavarovati pred tečajnim tveganjem, lahko ta vnaprej kupi put opcije za britanske funte za željeni datum. Opcije obstajajo v standardnih velikostih, tako da jih mora kupiti toliko, da z njimi pokrije glavnico (v danem primeru 80 opcij po 12500 £). V primeru, da se razmere na trgu gibljejo v smeri neugodni za izvršitev opcije, opcije ob zapadlosti ne zapre. V primeru ugodnega gibanja razmer na trgu pa se lahko nadeja dobička. Če je npr. v preteklosti sklenil za določen dan v prihodnosti za 1 MIO £ opcij z vrednostjo 200 centov za 1 £ in je na dan izvršitve pogodbe spot tečaj \$/£ enak 190 centov za 1 £, vlagatelj tako pride do dobička v višini $80 \times 12500 \times (200 - 190) = 100.000 \$$.

Prednost opcij pred forward in futures posli je predvsem njihova neobveznost. Če bi se v prejšnjem primeru spot tečaj na datum izvršitve nahajal na 220 centov za 1 funt, bi se lahko vlagatelj odločil, da opcije ne sklene oz. da ta izgine, in se s tem izognil izgubi v višini 200.000 \$. S tem bi se izognil tveganju spremembe tečaja v smer, ki je zanj pozitivna. Seveda pa ima ta ugodnost tudi svojo ceno. Cena oz. premija opcije preprečuje popolni ščit. V prejšnjem primeru je neto dobiček na put opcijo tako enak razliki med dobičkom zaradi opcije in premijo opcije. Če V_0 označuje vrednost kupljenih funtov, P_0 premijo za funte in K ciljno ceno, je neto dobiček na dan izvršitve enak:

$$\begin{aligned} K > S_t &\rightarrow \text{Neto dolarski dobiček} = V_0 = (K - S_t) - V_0 P_0 \\ K \leq S_t &\rightarrow \text{Neto dolarski dobiček} = -V_0 P_0 \end{aligned} \quad (33)$$

Tako v prejšnjem primeru dejanski dobiček znaša 40.000 \$ in ne 100.000 \$, kajti:

$$1.000.000 \text{ £} \times (2.00 \text{ \$/£} - 1.9 \text{ \$/£}) - 1.000.000 \text{ £} \times 0.06 \text{ \$/£} = 40.000 \text{ \$},$$

tako da 60.000 \$ znaša premija. Vlagatelj bi si lahko izbral tudi posel z nižjo ceno in nižjimi opcijami, toda devizni tečaji bi se v tem primeru morali zelo spremeniti, preden bi lahko z opcijami ustvaril dobiček (Solnik, 2004, str. 585).

Opcije v tem primeru torej niso ščit pred valutnim tveganjem v pravem pomenu besedu, marveč gre prej za instrument zavarovanja naložbe pred valutnim tveganjem.

4.3.3.2. Dinamično ščitenje z opcijami

Ker se z opcijami neprestano trguje in so pozicije ponavadi zaključene z nadaljno prodajo (zamenjavo), namesto z izvršitvijo, so dobički tako povsem odvisni od cene na trgu. Dinamični pristop upošteva to dejstvo in temelji na odnosu med spremembami v opcijskih premijah in v deviznih tečajih. V primeru polne devizne opcije bi bil ščit enak polnemu ščitu. Tako je vsak izgubljeni dolar krit z dobljenim dolarjem iz opcijske pogodbe.

Premije opcij so povezane z obrestno mero, ki jih na kompleksen način tudi določa. Pri menjalnem tečaju 2 \$/£ znaša premija 6 %. Tečaj se lahko bodisi poveča bodisi zmanjša. Ko se tečaj spremeni, se spremeni obrestna mera in tudi premija. Za koliko se spremeni premija, je odvisno od nagiba tangente. Nagib označuje elastičnost premije na spremembe v deviznem tečaju. Če znaša v točki (2 \$/£, 6 %) ta količnik -0,5 (ta količnik se imenuje delta (δ)), to pomeni, da bi bil v tem primeru optimalen ščit 2 £ za vsak £ britanskega imetja. Ta rezultat izhaja iz zveze, da če dolar deprecira za 1 cent, bi se vsaka put opcija povečala za 0.5 centov. Na splošno velja, da je na n kupljenih funtnih put opcij dobiček na opcijsko pozicijo enak (Solnik, 2004, str. 589):

$$\text{Opcijski dobiček} = n(P_t - P_0) \quad (34)$$

Pri čemer je P_t put vrednost opcije v času t in P_0 put vrednost opcije v trenutku 0 . Dobiček pri opcijah pa znaša tako:

$$\text{Options gain} = n(P_t - P_0) = n \times \delta \times (S_t - S_0) \quad (35)$$

Donos portfelja je enak:

$$V_0 = (S_t - S_0) \quad (36)$$

Iz enačb (35) in (36) sledi, da bi dober valutni ščit omogočalo $n = -V_0/\delta$ opcij. Ščitno razmerje je tako enako $-1/\delta$. Ker pa se δ in ščitno razmerje spreminjata skozi čas, je potrebno število opcij skozi čas prilagajati tem dejstvom. Ta strategija se imenuje delta hedge. Ker pa tudi transakcijski stroški niso zanemarljivi, se take revizije prodaj in dodatnih nakupov opcij opravlja le ob večjih spremembah v deviznem tečaju. Zato je ta strategija poznana tudi pod nazivom mešana zavarovalna strategija.

Strategije ščitenja z opcijami so lahko bolj prefinjene kot pri forward ali futures poslih. Razlog za to je predvsem v spremenljivi velikosti optimalnega ščita pri opcijah in stabilnega pri forward in futures poslih. Prav tako lahko strategija ščitenja vključuje kombinacijo opcij in forward ali futures poslov. Prednosti futures pogodb so predvsem v visoki likvidnosti in v nizkih transakcijskih stroških, prednost opcij pa je v asimetrični strukturi tveganja, a žal za višjo cena tako zavarovanega tveganja v obliki višjih transakcijskih stroškov. Na splošno velja, da so v razmerah visoke spremenljivosti tečajev opcije boljša izbira za ščit, v razmerah večje stabilnosti tečajev pa forward ali futures posli.

4.3.4. Druge metode upravljanja valutnega tveganja

Za zmanjševanje izpostavljenosti tveganju deviznega tečaja se poleg navedenih prijemov uporabljajo še druge metode. Vlagatelj lahko najprej preuredi portfelj tako, da poveča njegovo tveganje, brez povečanja tveganja deviznega tečaja. To pomeni, da kupuje delnice z večjo beto (relativno glede na tržni indeks) in prodaja tiste z nižjo. To naredi portfelj bolj občutljiv na lokalne tržne spremembe brez povečane občutljivosti na nihanja deviznega tečaja (Solnik, 2004, str. 590).

Poleg tega se lahko vlagatelj zavaruje pred mednarodnim tveganjem tako, da vlaga neposredno v opcije določenega podjetja v tuji državi, namesto da bi vlagal v delnice tega podjetja, saj se s tem izogne valutnemu tveganju brez sklepanja dodatnih poslov in posledičnih stroškov.

4.4. ICAPM model

V primeru, da vlagatelj sestavlja portfelj iz naložb, ki izvirajo iz različnih narodnih gospodarstev, je smiselno razmisliti o uporabi ICAPM modela. Če bi svetovni trg deloval integrirano, bi bilo prej predstavljeni CAPM model ob dodatnih dveh predpostavkah, o identičnih potrošniških košaricah investitorjev po svetu in enakih realnih cenah vseh dobrin, mogoče iz narodnega razširiti na svetovni nivo. Ker pa svetovni trg zaenkrat še ne deluje docela integrirano, marveč prej segmentirano (pariteta kupne moči na kratki rok ne velja), je za svetovni nivo enačbo potrebno prirediti tem razmeram. ICAPM tako temelji na razmerju:

$$E(R_i) = R_0 + \beta_{i\omega} \times RP_\omega + \gamma_{i1} \times SRP_1 + \gamma_{i2} \times SRP_2 + \dots + \gamma_{ik} \times SRP_k \quad (37)$$

Pri čemer je:

R_0 - netvegana obrestna mera v domači valuti,

$\beta_{i\omega}$ - občutljivost donosov imetja i v domači valuti od globalnega tržnega premoženja,

RP_ω - svetovna tržna premija za tveganje in je enaka razliki med pričakovano donosnostjo globalnega tržnega premoženja ($E(R_\omega) - R_0$),

γ_{i1} do γ_{ik} - izpostavljenosti valut, občutljivosti domačih donosov imetja i na spremembe tečajev valut 1 do k , in

SRP_1 do SRP_k - premije za tveganje tujih valut za valute 1 do k .

Ker so v enačbi (37) vsi donosi merjeni v domači valuti vlagatelja, sledi, da so ti donosi enaki v domači valuti izraženi vsoti domače netvegane obrestne mere, svetovni premiji za tveganje pomnoženi z β in premije za tveganje zaradi izpostavljenosti tujim valutam pomnoženimi s stopnjo izpostavljenosti naložbe valutam. Prevzemanje valutnega tveganja se v primeru, da je obvladano s ščitenjem valute, izloči iz enačbe (Solnik, 2004, str. 154).

4.4.1. ICAPM model in praksa

Že hiter vpogled v portfelje vlagateljev pove, da je glavni zaključek ICAPM modela pogosto kršen. Vlagatelji namreč ne držijo optimalnih portfeljev, se pravi portfeljev, ki so odraz najboljših razpoložljivih razmerij med tveganjem in donosi, marveč so precej pristranski do domačih naložb. Tako so French in Poterba (1991), Cooper in Kaplanis (1994) in Tesar in Werner (1995) predstavili dokaze za pristranskost v korist domačih naložb (*ang. home bias*), vsi pa so precej skopi v navajanju vzrokov za takšno stanje.

Težave pri preverjanju ICAPM modela so podobne kot pri CAPM modelu. Izvor težav je torej predvsem v slabi razpoložljivosti podatkov o pričakovanih premijah za tveganje in v težavnosti izbora ustrezne metodologije.

Prvo vprašanje, ki se pri ICAPM modelu pojavlja, je vprašanje cene valutnega tveganja. S pogojnimi testi sta obstoj premij za valutno tveganje dokazala tako Dumas in Solnik (1995) kot tudi De Santis in Gerard (1998), kar pomeni, da obstaja podlaga za taktične naložbe na svetovnem trgu.

Drugo vprašanje pa je vprašanje segmentacije. Na splošno velja, da se trgi razvijajo od segmentiranih k čedalje bolj integriranim. Študija De Santisa in Gerarda (1997) je pokazala, da so presežni donosi posameznih segmentov, ob neupoštevanju tveganj teh segmentov, pozitivno povezani s pogojno kovarianco (*ang. conditional covariance*) s svetovnim portfeljem. Torej bolj kot je trg segmentiran, večja je možnost nadpovprečnih donosov, kajti trg v tem primeru deluje manj učinkovito in večja je verjetnost, da naložbe niso realno ovrednotene. Bolj pravilno bi jih bilo mogoče ovrednotiti zgolj z modelom, ki bi vseboval faktorje specifične za posamezno državo (*ang. country-specific factors*).

Tudi pri ICAPM modelu pa so zanemarjene povezave med donosi podjetij in karakteristikami podjetij, kljub temu da so razlike v donosih podjetij veliko bolj povezane z njimi kot pa z beto (Fama, French, 1998).

5. SKLEP

Globalni trg kapitala vsekakor predstavlja veliko priložnost za vlagatelje. Uspešnost vlaganja v tujih državah pa je precej kompleksna funkcija mnogih spremenljivk, ki potrebujejo aktivno upravljanje. Preden vlagatelj sploh začne razmišljati o tujih lastniških vlaganjih, si mora zagotoviti dostop do čimbolj ažurnih informacij, ki mu bodo omogočale sprejemati razumne odločitve. Šele ko ima dostop do informacij, ki mu bodo omogočile med mnogimi možnimi naložbami izbrati najbolj perspektivne in ki mu bodo omogočale spremljati uspešnost izbranih naložb, lahko resno začne razmišljati o tujih vlaganjih.

Ko ima vlagatelj na voljo vse prej omenjene informacije, je soočen s kompleksnim okoljem, v katerem potrebuje sistem za izbor res najboljših razpoložljivih naložb. Tak sistem je predstavljen v diplomskem delu. Sistem je postavljen tako, da najprej opravi izbor na nivoju

posameznih narodnih gospodarstev. Pri tem išče uspešna gospodarstva oz. gospodarstva, za katere se v prihodnosti pričakuje ugodno gospodarsko rast. Pri tem je vlagatelju v osnovno oporo podatek o gospodarski rasti in predvsem podatki o dejavnikih, ki nanjo vplivajo. V tem delu so kriteriji izbora predvsem človeški kapital, naravni viri in ostali, ki določajo gospodarstvo.

Ko so izbrana perspektivna narodna gospodarstva, se spoznanja iz analize makroekonomskega okolja vključi v izbor naložbeno najprivlačnejših dejavnosti. Izbira se torej dejavnost, ki ima v okviru izbranega makroekonomskega okolja na voljo čim več dejavnikov, ki govorijo v prid prihodnji uspešnosti. Tukaj je v prvi vrsti potrebno raziskati razpoložljivost človeškega kapitala, naravnih virov in naklonjenost družbene infrastrukture izbrani panogi. Nadalje je potrebno ugotoviti v kateri fazi poslovnega cikla se nahaja gospodarstvo, in v skladu s tem poskušati izbrati dejavnost, ki ima v trenutni fazi poslovnega cikla največ možnosti. Naslednji dejavnik, ki ga ne gre spregledati, je stopnja konkurence. Vsekakor je smiselno izbrati dejavnost s čim nižjo stopnjo konkurence, kajti stopnja konkurence lahko v veliki meri določa dobičkonosnost panoge. Nenazadnje pa je potrebno znotraj perspektivne panoge okvirno določiti gibanja prihodnjih tržnih deležev.

Analizi dejavnosti sledi izbor posameznih podjetij. Tukaj med podjetji, ki so najboljše prestala sintezo makroekonomske analize in analize panoge, vlagatelj izbere naložbeno najprivlačnejša. Za izbor naložb se najpogosteje uporabljajo metode, ki temeljijo na diskontiranem denarnem toku, in računovodske metode. V primeru razpoložljivih podatkov je realna vrednost podjetja smotrno oceniti z metodami diskontiranega denarnega toka, kamor spada tudi CAPM model, in primerjati izračunane in tržne vrednosti. Če informacij za izračun diskontiranega denarnega toka ni na voljo, analitik uporabi računovodske metode, predvsem metodo P/E količnik, na podlagi katerega oceni možnosti rasti vrednosti podjetja. Pri tem pa se mora zavedati možnosti računovodskih manipulacij.

V zadnji fazi mora vlagatelj upoštevati še vse institucionalne dejavnike, ki vplivajo na vrednost naložbe, in prilagoditi podatke tako, da so primerni za medsebojno primerjavo. Med institucionalne dejavnike, ki vplivajo na vrednost naložbe, sodijo predvsem različni računovodski standardi, različni davčni sistemi, različna politična tveganja in predvsem valutno tveganje. Po upoštevanju teh vlagatelj opravi še regresijsko analizo povezave med vrednostjo naložbe in domačo valuto naložbe. Nizke stopnje povezave največkrat govorijo o ščitenju s strani podjetja, in zato je ščitenje s strani vlagatelja nepotrebno. V primeru visoke stopnje povezave med vrednostjo naložbe in domačo valuto naložbe je potrebno predvideti pričakovano smer in jakost sprememb tečaja. To je do določene mere možno predvideti s spremljanjem stanja plačilne bilance in mednarodnih paritetnih razmerij. Ker paritetna razmerja v praksi, predvsem na kratki rok, pogosto ne držijo, je naložbe pred tovrstnim tveganjem smiselno ščititi z izvedenimi finančnimi instrumenti. V primeru, da vlagatelj sestavlja portfelj iz večih podjetij iz različnih narodnih gospodarstev, je uporaba ICAPM modela upravičena samo v primeru, da veljajo predpostavke, ki pa pogosto niso izpolnjene.

LITERATURA

1. Alexius Annika: Productivity Shocks and Real Exchange Rates. *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, 52(2005), 3, str. 555-566.
2. Allayannis George, Eli Ofek: Exchange Rate Exposure, Hedging, and the Use of Foreign Currency Derivates. *Journal of International Money and Finance*, Amsterdam, 20(2001), 2, str. 273-296.
3. Atkinson Giles, Hamilton Kirk: Saving, Growth and Resource Curse Hypothesis. *World Development*, Amsterdam, 31(2003), 11, str. 1793-1807.
4. Bacchetta Philippe, Gerlach Stefan: Sticky Import Prices and J-curves. *Economics Letters*, Amsterdam, 44(1994), 3, str. 281-285.
5. Benninga Simon Z., Sarig Oded H.: *Corporate Finance: A Valuation Approach*. New York : McGraw-Hill/Irwin, 1996. 446 str.
6. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: *Poslovne finance*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
7. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarčič Peter: *Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa*. Ljubljana : GV Založba, 2005. 280 str.
8. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: *Investments*. 4th ed. New York : McGraw-Hill/Irwin, 1999. 967 str.
9. Buckley Adrian: *The Essence of International Money*. New York : Prentice-Hall, 1990. 158 str.
10. Chiu Ru-Lin: Testing the Purchasing Power Parity in Panel Data. *International Review of Economics & Finance*, Amsterdam, 11(2002), 4, str. 349-362.
11. Click Reid W.: Contrarian MacParity. *Economics Letters*, Amsterdam, 53(1996), 2, str. 209-212.
12. Coe Patrick J., Serletis Apostolos: Bounds Tests of the Theory of Purchasing Power Parity. *Journal of Banking & Finance*, Amsterdam, 26(2002), 1, str. 179-199.
13. Cooper Ian, Kaplanis Evi: Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging and International Capital Market Equilibrium. *Review of Financial Studies*, Oxford, 7(1994), 1, str. 45-60.
14. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York : John Wiley & Sons, 1990. 428 str.
15. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York : John Wiley & Sons, 2000. 592 str.
16. Damodaran Aswath: *Investment Valuation*. 2nd ed. New York : John Wiley & Sons, 2002. 992 str.
17. De Santis Giorgio, Gerard Bruno: International Asset Pricing and Portfolio Diversification with Time-varying Risk. *Journal of finance*, New York, 52(1997), 5, str. 1881-1912.
18. De Santis Giorgio, Gerard Bruno: How Big is the Premium for Currency Risk. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 49(1998), 3, str. 375-412.
19. Dornbusch Rudiger, Fischer Stanley, Startz Richard: *Macroeconomics*. 9th ed. New York : McGraw-Hill, 2004. 613 str.

20. Dumas Bernard, Solnik Bruno: The World Price of Foreign Exchange Risk. *Journal of Finance*, New York, 50(1995), 2, str. 445-479.
21. Engel Charles , Rogers John H.: Deviations from Purchasing Power Parity: Causes and Welfare Costs. *Journal of International Economics*, Amsterdam, 55(2001), 1, str. 29-57.
22. Fama Eugene, French Kenneth: The Cross-section of Expected Stock Return. *Journal of Finance*, New York, 47(1992), 2, str. 427-465.
23. Fama Eugene, French Kenneth: Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*, New York, 51(1996), 1, str. 54-84.
24. Fama Eugene, French Kenneth: Value versus Growth : The International Evidence, *Journal of Finance*, New York, 52(1998), 6, str. 1625-1665.
25. French Kenneth, Poterba James: Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review*, Nashville, 81(1991), 5, str. 222-226.
26. Gwartney James D. Et al.: *Economics: Private and Public Choice*. 10th ed. Cincinnati : South-Western College Pub., 2002. 896 str.
27. Hooke Jeffrey C.: *Security Analysis on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods*. New York : John Wiley & Sons, 1999, 512 str.
28. Jaklič Marko: *Poslovno okolje podjetja*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 353 str.
29. Khan Hashmat: Price Stickness, Inflation, and Persistence in Real Exchange Rate Fluctuations: Cross Country Results. *Economics Letters*, Amsterdam, 71(2001), 2, str. 247-253.
30. Kriekhaus Johnathan: Reconceptualizing the Developmental State: Public Savings and Economic Growth. *World Development*, Amsterdam, 30(2002), 10, str. 1697-1712.
31. Levi Maurice D.: *International Finance: The Markets and Financial Management of Multinational Business*. 3rd ed. New York : McGraw Hill, 1996. 630 str.
32. Makin Anthony J.: Saving, Productivity and National Income: A Discrete Time Geometric Framework. *Japan and the World Economy*, Amsterdam, 11(2002), 2, str. 233-241.
33. Manzur Meher: *Exchange Rates, Interest Rates and Commodity Prices*. Northampton : Edward Elgar Publishing, 2002. 214 str.
34. Melvin Michael: *International Money and Finance*. 5th ed. Reading (Mass.) : Addison-Wesley, 1997. 284 str.
35. Peitl Marko: *Možnosti zaščite pred tečajnimi tveganji*. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 58 str.
36. Porter Michael E.: *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York : Free Press, 1998. 557 str.
37. Rihtarič Mira: *Ekonomska rast in ekonomski razvoj*. Kračun Davorin, Uvod v ekonomijo – makroekonomija. Maribor : Studio Linea, 1992, str. 189-202.
38. Roll Richard: A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests: Part I: On past and Potential Testability of the Theory. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 4(1977), 2, str. 129-176.

39. Root Franklin R.: International Trade and Investment. 6th ed. Cincinnati : South-Western Publ. Co., 1990. 696 str.
40. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey F.: Corporate Finance. 3rd ed. Boston : Irwin, 1993. 912 str.
41. Salehizadeh Mehdi, Taylor Robert: A test of Purchasing Power Parity for Emerging Economies. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Amsterdam, 9(1999), 2, str. 183-193.
42. Solnik Bruno H.: International Investments. 5th ed. Boston : Pearson Addison-Wesley, 2004. 760 str.
43. Shively Philip A.: A Test of Long-run Purchasing Power Parity. Economics Letters, Amsterdam, 73(2001), 2, str. 201-205.
44. Stephens John J.: Managing Currency Risk: Using Financial Derivates. New York : John Wiley & Sons, 2001. 212 str.
45. Tesar Linda, Werner Ingrid: Home Bias and High Turnover. Journal of International Money and Finance, Amsterdam, 14(1995), 4, str. 467-492.
46. Turkovic Zlatko: To je borza. Ljubljana : Soleco, 2003, 225 str.
47. Veselinovič Draško: Denar, bančništvo in vrednostni papirji. Piran : Gea College, Visoka šola za podjetništvo, 2003. 234 str.

VIRI

1. Pakko Michael R., Pollard Patricia S.: For Here or To Go? Purchasing Power Parity and the Big Mac.[URL: <http://research.stlouisfed.org/publications>], 20. 5. 2005.

SLOVAR

balance of payments – plačilna bilanca

book-to-market ratio – razmerje med knjižno in tržno vrednostjo podjetja

CAPM (capital asset pricing model) – model določanja cen dolgoročnih naložb

closing out – zapiranje pozicij

cross-hedge – navzkrižno ščitenje

DCF (discounted cash flow) – diskontirani denarni tok

dividend imputation system – sistem imputacije dividend, pri katerem vse ali nekaj davkov plača že podjetje

GAAP (generally accepted accounting principles)- ameriški računovodski standardi

hedge ratio – količnik ščitenja

home bias – pristranskost do domačih naložb

insurance vehicle – zavarovanje z opcijami

mean reversion – vrnitev k povprečnim vrednostim

net income – neto dohodek

NOPLAT (net operating profits less adjusted taxes)- neto oprativni dobiček po odbitju davkov

per capita – na prebivalca

P/E (price-to-earnings ratio) – razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico

resource curse – prekletstvo virov

ROE (return on equity) – donosnost lastniškega kapitala

steady state equilibrium - končno ravnotežje, ki ga bo neko gospodarstvo doseglo

switching costs – stroški zamenjave dobavitelja

top down approach – metoda analize od zgoraj navzdol