

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

JAN BORKO

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**UPRAVLJANJE S FINANČNIMI TVEGANJI
V SLOVENSKEM PODJETJU**

Ljubljana, november 2001

JAN BORKO

KAZALO

1. UVOD	1
2. UPRAVLJANJE S FINANČNIMI TVEGANJI KOT POMEMBEN DEL CELOTNE STRATEGIJE PODJETJA	3
2.1. RAZLOGI ZA VZPOSTAVITEV AKTIVNEGA UPRAVLJANJA S FINANČNIMI TVEGANJI.....	3
2.1.1. Rezultati v ZDA opravljene analize, ki pričajo o pomembnosti vzpostavitve aktivnega upravljanja s tveganji v podjetjih.....	4
2.1.2. Interesi različnih skupin subjektov glede vzpostavitve aktivnega upravljanja s finančnimi tveganji v podjetju.....	5
2.2. PROCES UPRAVLJANJA S TVEGANJI	5
2.3. UPRAVLJANJE S FINANČNIMI TVEGANJI V PODJETJU RSK.....	7
3. KREDITNO TVEGANJE	8
3.1. IZPOSTAVLJENOST PODJETJA RSK KREDITNEMU TVEGANJU.....	8
3.2. POLITIKA UPRAVLJANJA S KREDITNIM TVEGANJEM V PODJETJU RSK.....	10
3.2.1. Predlagane spremembe ter ukrepi pri upravljanju s kreditnim tveganjem	12
4. TRŽNA TVEGANJA	13
4.1. TVEGANJE SPREMEMBE OBRESTNE MERE.....	13
4.1.1. Ocena izpostavljenosti podjetja RSK tveganju spremembe obrestne mere EURIBOR	14
4.1.1.1. Kriterij največjega še dopustnega pričakovanega porasta stroškov obresti v posameznem meseču	15
4.1.1.2. Kriterij porasta letnih obresti, izraženega kot delež čistega dobička, v primeru povečanja relevantne obrestne mere za 1 odstotno točko	17
4.1.2. Ocena izpostavljenosti podjetja RSK tveganju spremembe obrestne mere LIBOR	18
4.1.2.1. Kriterij največjega še dopustnega pričakovanega porasta stroškov obresti v posameznem meseču	19
4.1.2.2. Kriterij porasta letnih obresti, izraženega kot delež čistega dobička, v primeru povečanja relevantne obrestne mere za 1 odstotno točko	19
4.1.3. Politika upravljanja tveganja spremembe obrestne mere v podjetju RSK z oceno neizkoriščenih možnosti	19
4.1.3.1. Pokrivanje tveganja spremembe obrestne mere z obrestnimi izvedenimi finančnimi instrumenti...	20
4.1.3.2. Ugotovitve analize morebitnega zavarovanja izpostavljenosti	21

4.2. VALUTNO TVEGANJE.....	22
4.2.1. Načini zmanjševanja valutnega tveganja	23
4.2.2. Upravljanje z valutnim tveganjem v podjetju RSK.....	23
4.2.3. Ocena izpostavljenosti podjetja RSK valutnemu tveganju ter ocena morebitnega zavarovanja oziroma zmanjšanja izpostavljenosti	24
4.2.3.1. Devizni tečaj SIT/EUR.....	24
4.2.3.2. Devizni tečaj SIT/CHF	29
4.3. TVEGANJE SPREMEMBE INFLACIJE	30
4.3.1. Izpostavljenost podjetja RSK tveganju spremembe inflacije, ki izvira iz sposobnosti prilagajanja cen blaga	31
4.3.2. Izpostavljenost podjetja RSK tveganju spremembe inflacije, ki vpliva na revalorizacijski izid.....	32
4.4. TVEGANJE ZMANJŠANE LIKVIDNOSTI IN SPREMEMBE TRŽNIH CEN VREDNOSTNIH PAPIRJEV	33
5. TVEGANJE PLAČILNE NESPOSOBNOSTI.....	34
5.1. OCENA TVEGANJA PLAČILNE NESPOSOBNOSTI V PODJETJU RSK.....	35
5.1.1. Ocenjevanje plačilne sposobnosti s kazalniki.....	35
5.1.2. Ocena izpostavljenosti tveganju plačilne nesposobnosti	41
5.2. UPRAVLJANJE S TVEGANJI PLAČILNE NESPOSOBNOSTI V PODJETJU RSK.....	42
6. SKLEP	43
7. LITERATURA.....	46
8. VIRI	48

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

PRILOGE

1. UVOD

Današnje finančno okolje je zelo spremenljivo, saj nanj vpliva kompleksen splet gospodarskih ter političnih dejavnikov. Negotovost ter spremenljivost finančnega okolja se kaže skozi različne vrste finančnih tveganj, katerim so izpostavljene tako finančne institucije kot tudi gospodarska podjetja, med katera štejemo slovensko podjetje RSK.¹ Prav zato je aktivno upravljanje s finančnimi tveganji pomemben del celotne strategije podjetja.

Dejstvo je, da je upravljanje ne le s finančnimi, temveč z vsemi tveganji naraščajočega pomena v naprednih podjetjih v svetu. Trendi in pričakovanja nakazujejo, da bo tekom časa aktivno upravljanje s tveganji postalo sestavni del celotnega procesa upravljanja. Prav tako bo vplivalo na konkurenčni položaj podjetij, boljši nadzor stroškov, predvidljivost denarnih tokov, višino dobička ter posledično na tržno vrednost podjetja. Tega se kot sodobno in konkurenčno podjetje zaveda tudi podjetje RSK. Upravljanje s finančnimi tveganji je v podjetju RSK v fazi razvoja, menim pa, da je še dosti prostora za oblikovanje novih postopkov, aktivnosti, meril in standardov, ki bi prispevali k boljšemu ter aktivnejšemu upravljanju s finančnimi tveganji.

V diplomskem delu obravnavam različna finančna tveganja, katerim je podjetje RSK izpostavljeno. Posamezno vrsto tveganja najprej teoretično predstavim ter opišem možnosti upravljanja z njim. Nato ocenim višino izpostavljenosti RSK posameznemu tveganju, pri čemer si v določenih primerih pomagam z vpeljanimi kriteriji, ki lahko predstavljajo smernice oziroma podpora odločanju managementa pri aktivnem upravljanju tveganj. V nadaljnjem koraku opišem sedanjo politiko upravljanja s posameznimi tveganji ter predlagam določene spremembe oziroma poskusim oceniti še neizkoriščene možnosti upravljanja z njimi.

Po uvodu sta v drugem poglavju predstavljena opredelitev in proces upravljanja s finančnimi tveganji ter pomembnost le-tega za podjetje. Opisane so koristi, ki sledijo iz aktivnega upravljanja s finančnimi tveganji skupaj z rezultati v ZDA opravljene analize, ki pričajo o pomembnosti ter pozitivnih posledicah vzpostavitve upravljanja s tveganji v podjetju. Sledi opis procesa upravljanja s tveganji ter opis dosedanjega upravljanja s tveganji v podjetju RSK.

¹Ime podjetja RSK je izmišljeno. Pravega imena podjetja ne omenjam, saj imajo določeni podatki in ugotovitve, navedene v diplomskem delu, značaj poslovne skrivnosti. Prav tako so vsi številski podatki ter izračuni pomnoženi s količnikom in zato ne predstavljajo realnih vrednosti.

V tretjem poglavju je podrobneje opisano kreditno tveganje, ki predstavlja možnost neplačila terjatev s strani kupcev. Analizirana je izpostavljenost podjetja RSK tej vrsti tveganja, prav tako pa je opisana ter ocenjena dosedanja politika upravljanja z njim. Na koncu predlagam dodatne ukrepe in spremembe pri upravljanju tveganja oziroma opozorim na še neizkoriščene možnosti zmanjševanja izpostavljenosti.

Četrto, najdaljše poglavje, predstavlja tržna tveganja, ki obsegajo predvsem tveganje spremembe obrestne mere, tveganje spremembe deviznega tečaja, tveganje spremembe inflacije ter tveganje zmanjšane likvidnosti in spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev. Teoretičnemu opisu posamezne vrste tveganja sledi analiza višine ter narave izpostavljenosti podjetja RSK posameznemu tveganju, pri čemer le-to ocenjujem na podlagi vpeljanih kriterijev izpostavljenosti. Nato opišem obstoječo politiko upravljanja z njimi ter glede na ugotovitve analize izpostavljenosti predlagam potrebne ukrepe za zmanjšanje le-te oziroma opozorim na še neizkoriščene možnosti upravljanja.

Peto poglavje opisuje tveganje plačilne nesposobnosti, negativne posledice v primeru slabega upravljanja ter potrebne ukrepe pri upravljanju z njim. Sledi analiza izpostavljenosti podjetja RSK tej vrsti tveganja na podlagi kazalnikov, primerjave z drugimi primerljivimi podjetji v EU ter drugih relevantnih dejavnikov. Na koncu so opisani procesi, s katerimi RSK zmanjšuje izpostavljenost tej vrsti tveganja.

V šestem poglavju povzamem glavne ugotovitve diplomskega dela, v sedmih prilogah pa prikažem pomembnejše grafe ter izračune.

2. UPRAVLJANJE S FINANČNIMI TVEGANJI KOT POMEMBEN DEL CELOTNE STRATEGIJE PODJETJA

Vrednost podjetja kot cilj poslovanja podjetja je odvisna od njegove uspešnosti poslovanja ter sposobnosti prilagajanja spreminjajočim se razmeram v poslovnem in finančnem okolju. Uspešno poslovanje je torej lahko ogroženo ne le zaradi poslovnih dejavnikov, temveč tudi zaradi finančnih. Prav zato je vzpostavitev ter izvajanje upravljanja s finančnimi tveganji v današnjem spremenljivem finančnem okolju nujen del celotne strategije podjetja.

Tveganje opredelimo kot negotovost v zvezi bodočimi dogodki, ki lahko zmanjšajo verjetnost doseganja zastavljenih ciljev podjetja ter negativno vplivajo na uspešnost poslovanja. Finančno tveganje izhaja iz možnosti spremembe vrednosti posameznih vrst premoženja in obveznosti ter potencialnih odhodkov, povezanih z njimi. Poznamo več vrst finančnih tveganj, ki jih obravnavam ločeno, čeprav so mnogokrat medsebojno povezana. To so tveganje spremembe obrestne mere, valutno tveganje, tveganje plačilne nesposobnosti, kreditno tveganje, tveganje spremembe inflacije in tveganje zmanjšane likvidnosti ter spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev. Upravljanje s finančnim tveganjem predstavlja oblikovanje, vpeljavo ter izvajanje postopkov, namenjenih spremljanju ter obvladovanju finančnih tveganj.

2.1. RAZLOGI ZA VZPOSTAVITEV AKTIVNEGA UPRAVLJANJA S FINANČNIMI TVEGANJI

Trdimo lahko, da upravljanje finančnih tveganj koristi sodobnemu podjetju v grobem na dva načina (Campbell, Krackaw, 1993, str. 12):

1. Zmanjšuje možnost izgub ter dodatnih stroškov, ki bi lahko omejevali oziroma otežkočali normalno delovanje ter izvajanje poslovne strategije podjetja.
2. Managerjem omogoča osredotočanje na maksimiranje tržne vrednosti podjetja kot cilja poslovanja.

Drugi avtorji (Brealey, Myers, 1991, str. 629, 869; Saphiro, 1990, str. 1009) navajajo dodatne pozitivne posledice upravljanja tveganj v podjetju. To so:

- manjša izpostavljenost podjetja različnim finančnim šokom,
- višja predvidljivost bodočih denarnih tokov, kar omogoča lažje finančno planiranje,
- večje zaupanje lastnikov, dobaviteljev, kupcev ter ostalih strank,

- višja tržna vrednost podjetja,
- višja "boniteta" podjetja, kar med drugim tudi pomeni višjo sposobnost zadolževanja po nizki obrestni meri,
- hitrejša sklenitev pogodbe z dobavitelji,
- večja prodaja predvsem v tistih podjetjih, kjer je pomemben dolgoročen odnos med stranko ter podjetjem.

2.1.1. REZULTATI V ZDA OPRAVLJENE ANALIZE, KI PRIČAJO O POMEMBNOСТИ VZPOSTAVITVE AKTIVNEGA UPRAVLJANJA S TVEGANJI V PODJETJIH

Konec leta 2000 je bila opravljena obsežna večpanožna analiza o trendih ter praksi aktivnega upravljanja s tveganji v 130 multinacionalnih ter severnoameriških podjetjih.² Na tem mestu navajam glavne rezultate analize, ki pričajo o pomembnosti vzpostavitve upravljanja s tveganji (Miccolis Jerry et al., 2001, str. 3):

1. Glavni razlogi za vzpostavitev upravljanja s tveganji v večini analiziranih podjetjih so:
 - želja po poenotenju procesov upravljanja v podjetju,
 - pritisk konkurence v panogi,
 - želja po rasti oziroma konstantni ravni dobička,
 - negotovost okolja.
2. Rast prihodkov ter rast oziroma ohranjanje konstantne višine dobička so glavni cilji podjetij, pri čemer večina podjetij verjame, da aktivno upravljanje s tveganji pripomore pri uresničevanju teh ciljev.
3. Podjetja gledajo na upravljanje s tveganji kot na pomoč pri upravljanju pomembnejših problemov v podjetju, npr. zagotavljanje predvidljivosti denarnih tokov, rasti in predvidljivosti višine dobička ter nadzor stroškov.
4. Kljub temu, da je upravljanje s tveganji še vedno v začetnih korakih razvoja, ima kar 91 % anketiranih podjetij vzpostavljeno vsaj neke vrste upravljanja s tveganji (od začetnih poskusov vpeljave pa do celovitega upravljanja), pri čemer jih je kar 75 % vpeljalo aktivno upravljanje v zadnjih treh letih.
5. Večina podjetij meni, da upravljanje s tveganji služi kot podpora pri odločanju managementa.

²Analizo so opravili The Institute of Internal Auditors Research Foundation, Tillinghast-Towers Perrin in The Conference Board of Canada.

2.1.2. INTERESI RAZLIČNIH SKUPIN SUBJEKTOV GLEDE VZPOSTAVITVE AKTIVNEGA UPRAVLJANJA S FINANČNIMI TVEGANJI V PODJETJU

Poudariti je potrebno, da interesi glede upravljanja finančnih tveganj v podjetju med skupinami subjektov, povezanih s poslovanjem podjetja, niso nujno enaki. Managerji, zaposleni, kupci, dobavitelji ter upniki so navadno zainteresirani za aktivno upravljanje s tveganji v podjetju, saj imajo sami le majhne možnosti razpršitve tveganja.³ Nosijo tako sistematično kot nesistematično tveganje podjetja. Odgovor pa ni tako jasen, kar se tiče delničarjev oziroma lastnikov podjetja. Glede na to, da so udeleženi v dobičku šele po izplačilu vseh ostalih skupin, bi bilo mogoče trditi, da so kot taki najbolj izpostavljeni tveganju podjetja. Vendar pa imajo po drugi strani možnost zmanjšati tveganje z razpršitvijo svojega premoženja na trgu kapitala med več podjetij. Nesistematično tveganje tako odpravijo, nosijo le sistematično tveganje podjetja (Campbell, Krackaw, 1993, str. 9).

Kljub temu pa je dejstvo, da je za uspešnost poslovanja podjetja ter s tem za rast vrednosti podjetja pomembna povezava med navedenimi skupinami subjektov ter predvsem njihovo zaupanje v stabilnost poslovanja. Prav zato lahko zaključimo, da so tudi lastniki podjetja, ki sicer imajo možnost razpršitve tveganj, zainteresirani za upravljanje tveganj v podjetju.

2.2. PROCES UPRAVLJANJA S TVEGANJI

Proces upravljanja s tveganjem lahko razdelimo na pet korakov (Harrington, Niehaus, 1999, str. 8):

1. Identifikacija izpostavljenosti tveganju.
2. Ovrednotenje izpostavljenosti ter potencialnih izgub.
3. Ocenitev vpliva izpostavljenosti na poslovno in finančno strategijo.
4. Ocenitev lastne sposobnosti za samostojno pokrivanje in zavarovanje pred tveganji.
5. Izbira primernega načina, strategije oziroma instrumentov za zmanjševanje tveganja ter spremljanje delovanja.

³Zaposlitev managerjev in ostalih uslužbencev je neposredno vezana na uspešnost poslovanja podjetja. Nestabilno poslovanje oziroma potencialni stečaj jih lahko stane zaposlitve. Prav tako je v interesu upnikov ter dobaviteljev, da poslovanje podjetja ni izpostavljeno prevelikim tveganjem. Enako lahko trdimo za kupce, še posebej, če podjetje ponuja proizvode ter storitve brez bližnjih substitutov.

V prvem koraku se opredeli ekonomske oziroma poslovne dejavnike, ki povzročajo izpostavljenost tveganju ter smer izpostavljenosti, npr. ali porast specifične obrestne mere ugodno oziroma neugodno vpliva na poslovanje podjetja. V drugem koraku se ovrednoti občutljivost uspešnosti poslovanja podjetja na izpostavljenost tveganju. Ta korak vsebuje razne analize oziroma ocene sprememb denarnih tokov v primeru spreminjanja izpostavljenosti. Na podlagi teh analiz se v tretjem koraku opredeli cilje strategije upravljanja s tveganjem. Glede na to, da izpeljava strategije zahteva tako čas kot sredstva, se na tem mestu postavi vprašanje, na kakšen način bo le-ta koristila podjetju ter njegovim lastnikom. Pri tem se upoštevata tako vidik varnosti ter managementa podjetja kot tudi vidik delničarjev. V četrtem koraku se odloča med dvema možnostima: prepustiti funkcijo upravljanja s tveganjem zunanjemu finančnemu posredniku, ki ponuja rešitve, prilagojene potrebam podjetja, ali pa vzpostaviti lastno obvladovanje tveganja. Izbira med obema strategijama je odvisna predvsem od vrste izpostavljenosti, velikosti ter narave podjetja, obsega tveganja ter stroškov in potrebnih ukrepov, povezanih z obema strategijama. V petem koraku se nato izbere tisti način, strategija oziroma instrument, ki najbolj ustreza specifični izpostavljenosti podjetja. Sprotno se spremlja delovanje ter ustreznost izbranih metod. Pri tem je potrebno upoštevati tako stroškovno plat izbire kot tudi ostale prednosti in slabosti posameznih možnosti.

Dejavniki, ki so ključnega pomena za uspešno vzpostavitev upravljanja s tveganji, so (Miccolis Jerry et al., 2001, str. xix):

1. Vzpostavljene smernice ter trdna podpora s strani višjega managementa.
2. Potrebno znanje, orodja ter ljudje za vzpostavitev upravljanja s tveganji ter uspešno nadaljevanje v operativno fazo.
3. Močna povezanost upravljanja s tveganji z glavnimi strateškimi in finančnimi cilji podjetja.
4. Vpeljava upravljanja s tveganji kot dodatek oziroma nadgradnja že obstoječih procesov v podjetju in ne kot nov, samostojen proces.
5. Posnemanje praktičnih rešitev ostalih podjetij ter v naslednjem koraku dodatno izboljšanje teh rešitev in prilagoditev glede na dejavnike v podjetju.

Pri vzpostavljanju upravljanja s finančnimi tveganji se podjetja zavedajo, da bodo naletela na določene ovire. Glavne ovire navadno predstavljajo:

- potrebne organizacijske spremembe,
- pomanjkanje formaliziranih postopkov, potrebnega znanja, tehnologije ter podatkov,
- ocene managementa, da koristi ne opravičujejo potrebnega truda ter stroškov.

2.3. UPRAVLJANJE S FINANČNIMI TVEGANJI V PODJETJU RSK

Dejstvo je, da je upravljanje ne le s finančnimi, temveč z vsemi tveganji naraščajočega pomena v naprednih podjetjih v svetu in postaja zmeraj pomembnejši del celotnega procesa upravljanja.⁴ Aktivno upravljanje vpliva na konkurenčni položaj podjetja, boljši nadzor stroškov, večjo predvidljivost denarnih tokov in višine dobička ter posledično na tržno vrednost podjetja. To potrjuje tudi raziskava, ki jo je opravil inštitut Tillinghast-Towers Perrin, ki je pokazala, da se je tržna vrednost podjetij, ki so vzpostavila sistem upravljanja s tveganji ter posledično dosegala večjo predvidljivost ter stalnost višine dobička, ceteris paribus zvišala.

Podjetje RSK trenutno ocenjuje finančna tveganja v okviru naslednjih skupin (Interni podatki podjetja RSK):

- kreditno tveganje, ki predstavlja tveganje, da terjatve do kupcev in drugih poslovnih partnerjev ne bodo poplačane,
- tržna tveganja, ki predvsem obsegajo tveganje spremembe obrestne mere, tveganje spremembe deviznega tečaja, tveganje spremembe inflacije ter tveganje zmanjšane likvidnosti in spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev,
- tveganje plačilne nesposobnosti, ki obsega tako kratkoročno kot dolgoročno tveganje nesposobnosti pravočasnega poravnavanja obveznosti.

V nadaljevanju našeta finančna tveganja podrobneje opišem, ocenim višino izpostavljenosti podjetja RSK posamezni vrsti tveganja, pri čemer si v določenih primerih pomagam z vpeljanimi kriteriji, ki lahko predstavljajo smernice oziroma podporo odločanju managementa pri upravljanju s tveganji. V naslednjem koraku opišem sedanjo politiko upravljanja s posameznimi tveganji ter predlagam določene spremembe oziroma poskusim oceniti še neizkoriščene možnosti upravljanja z njimi.

⁴Npr. primerljivo podjetje v ZDA, ki dosega v okviru svoje panoge največji tržni delež, je začelo z aktivnim upravljanjem s tveganji v letu 1998 ter ima sedaj podrobno izdelan proces upravljanja. Glede na stanje v podjetju ter poslovnem okolju razdeli tveganja na notranja in zunanja ter jih v nadaljevanju podrobneje razčleni. V naslednjem koraku se s pomočjo delovnih skupin tveganja rangira tako po jakosti (višina dodatnih stroškov ter obseg oviranja normalnega poslovnega procesa podjetja) kot tudi po verjetnosti nastanka. Nato se odloča o ustreznosti obstoječega nadzora teh tveganj, predlaga potencialne izboljšave ter spremembe (npr. nove tehnike merjenja in nadzora). V končni fazi se oblikuje terminski načrt bodočega spremljanja tveganj, nalog ter potrebnih sprememb. Rezultati izpolnjevanja načrta se poročajo četrletno.

3. KREDITNO TVEGANJE

Kreditno tveganje predstavlja možnost, da bodo terjatve do kupcev in drugih poslovnih partnerjev, ki so nastale zaradi odloženega plačila, poplačane z zamudo oziroma sploh ne bodo poplačane. Negotovost glede plačila s strani upnikov podjetju otežkoča planiranje prihodnjih potreb po denarnih sredstvih. V primeru slabe finančne discipline oziroma porasta višine zapadlih terjatev mora imeti podjetje pripravljenih več denarnih sredstev za ohranjanje normalnega poslovanja, poleg tega mora sredstva za financiranje poslovanja ter servisiranje obveznosti pridobivati drugje (npr. se zadolževati, kar pomeni dodatne stroške). Visoka stopnja neplačevanja terjatev lahko v skrajnem primeru ogrozi solventnost podjetja (Pike, Neale, 1996, str. 369).

Pomembno je, da ima podjetje izoblikovano politiko aktivnega upravljanja s kreditnim tveganjem. Ta naj bi zajemala sprotno spremljanje odprtih terjatev podjetja, omejevanje izpostavljenosti posameznemu kupcu, ugodnosti v primeru predplačila, zamudne obresti, zavarovanje terjatev ter politiko izterjave terjatev. Pri tem je potrebno poudariti, da prestroga politika upravljanja s kreditnim tveganjem zmanjšuje konkurenčnost podjetja, saj lahko le to zaradi nje izgubi določen del strank. Po drugi strani pa preveč sproščena politika zvišuje stopnjo kreditnega tveganja (Harrington, 1993, str. 112).

3.1. IZPOSTAVLJENOST PODJETJA RSK KREDITNEMU TVEGANJU

Tveganje neporavnave terjatev v podjetju RSK izhaja iz veleprodaje, saj ta v večini poteka na odloženo plačilo. Pri maloprodaji je to tveganje zanemarljivo. V nadaljevanju najprej navajam dejstva, ki kažejo na nižjo izpostavljenost podjetja RSK kreditnemu tveganju, nato pa še dejstva, ki kažejo na višjo izpostavljenost kreditnemu tveganju. Na koncu podam skupno oceno izpostavljenosti. V točki 3.2. navajam ukrepe RSK, ki predstavljajo aktivno upravljanje kreditnega tveganja in nato glede na oceno izpostavljenosti prikažem še možnost dodatnih ukrepov ter določenih sprememb pri upravljanju s kreditnim tveganjem.

Dejstva, ki kažejo na nižjo izpostavljenost kreditnemu tveganju, so:

- Veleprodajni kupci so dobro razpršeni, kar običajno pomeni nižje kreditno tveganje.
- Podjetje RSK izvaja ukrepe ter aktivnosti, ki zagotavljajo aktivno upravljanje kreditnega tveganja (navedeni so v nadaljevanju).

Dejstva, ki kažejo na višjo izpostavljenost kreditnemu tveganju, so:

- Prihodki iz veleprodaje so v letu 2000 predstavljali kar 45,1 % celotnih prihodkov iz poslovanja. Ker kreditno tveganje izvira iz veleprodaje, navedeni odstotek kaže na izpostavljenost v večji meri.
- Kratkoročne terjatve iz poslovanja so v letu 2000 narasle za 38,2 %⁵ (višina dolgoročnih terjatev iz poslovanja je zanemarljiva), zaradi česar se posledično lahko pričakuje absolutni porast obsega zapadlih terjatev ter toženih terjatev.
- Kratkoročne terjatve so se v letu 2000 v povprečju obrnile v 41 dneh, kar pomeni poslabšanje za 4 dni glede na leto 1999 ter hkrati kaže na porast kreditnega tveganja.
- Med kratkoročnimi terjatvami iz poslovanja predstavljajo največji delež prav terjatve do drugih podjetij, in sicer 49,3 % (ostalo so terjatve do odvisnih ter pridruženih podjetij, ki nosijo bistveno nižjo oziroma zanemarljivo stopnjo kreditnega tveganja).
- Povprečni delež zavarovanih terjatev, ne glede na zapadlost, znaša le 12 %, poleg tega po oceni nekaterih zaposlenih določene vrste uporabljenih zavarovanj dejansko ne predstavljajo trdnega zavarovanja.⁶
- Od vseh terjatev jih je bilo na dan 31.8.2001 zapadlih kar 38,98 %.
- Toženih terjatev je kar 18,8 %. Ker je bilo od terjatev, ki so šle v tožbo leta 1999, do sedaj plačanih le 8 %, od terjatev, ki so šle v tožbo leta 2000, do sedaj plačanih le 6 %, ter od terjatev, ki so šle v tožbo leta 2001, do sedaj plačanih le 3 %, ocenjujem, da jih večina ne bo nikoli poplačanih (čemur pritrjuje tudi dejstvo, da se tožene terjatve pri izdelavi računovodske bilance stanja odpisejo v celoti).
- Delež nezapadlih terjatev se je v roku od konca februarja do konca avgusta 2001 znižal za kar 4 odstotne točke, delež toženih pa je zrastel za 2 odstotni točki.
- Plačilna disciplina v Sloveniji je slaba, postopki tožb pa so dolgotrajni ter dragi.

Kljub razpršenosti veleprodajnih kupcev ter aktivnemu upravljanju kreditnega tveganja ocenjujem, da je izpostavljenost kreditnemu tveganju srednje visoka. Razlogi za tako oceno so predvsem zgoraj naštetih visok delež prihodkov iz veleprodaje, porast kratkoročnih terjatev ter posledično pričakovan absolutni porast obsega zapadlih in toženih terjatev, poslabšanje koeficienta obračanja terjatev, nizek delež zavarovanih terjatev (z uporabo spornih zavarovanj), zelo visok odstotek toženih terjatev z nizko verjetnostjo izterjave plačila, znižanje deleža nezapadlih terjatev ter porast deleža toženih v obdobju od konca februarja do

⁵Ključni razlogi za tako rast so povečani čisti prihodki iz prodaje na debelo za 33,4 %.

⁶RSK različne vrste zavarovanj terjatev različno vrednoti, kar se kaže v različni višini odobrenih limitov pri prodaji na odloženo plačilo. Odobreni limit bo višji ob predložitvi trdne garancije kot je npr. menica, avalirana s strani banke. Ob predložitvi npr. bianco menice z menično izjavo, za katero stoji le podjetje, bo odobreni limit nižji. Lahko se namreč zgodi, da v primeru koriščenja zavarovanja s strani podjetja RSK kupec ne bo imel zadosti sredstev na ŽR, kar pomeni, da je zavarovanje dejansko brez vrednosti.

konca avgusta 2001 ter slaba plačilna disciplina v Sloveniji z dolgotrajnimi in dragimi postopki tožb.

V naslednji točki najprej opišem ukrepe ter aktivnosti, ki zagotavljajo aktivno upravljanje kreditnega tveganja, nato pa zaradi dobljene ocene izpostavljenosti predlagam še dodatne ukrepe in spremembe pri aktivnem upravljanju oziroma opozorim na še neizkoriščene možnosti zmanjševanja kreditnega tveganja.

3.2. POLITIKA UPRAVLJANJA S KREDITNIM TVEGANJEM V PODJETJU RSK

RSK s kreditnim tveganjem aktivno upravlja, in sicer z naslednjimi ukrepi ter aktivnostmi:

1. RSK omejuje izpostavljenost posameznemu veleprodajnemu kupcu oziroma poslovnemu partnerju. Pri tem uporablja formaliziran bonitetni sistem, ki hkrati omogoča nadzor slabih plačnikov. Politika omejevanja izpostavljenosti je sledeča:
 - V primeru novega in neznanega veleprodajnega kupca ta navadno predloži osnovne računovodske izkaze. V določenih primerih pridobi RSK dodatne informacije glede plačilne discipline ter sposobnosti pri Agenciji za plačilni promet.⁷ Neznani kupec mora v primeru odloženega plačila predložiti določeno vrsto zavarovanja za svojo obveznost. Glede na pridobljene informacije o podjetju, višino ter vrsto garancije se mu odobri limit višine terjatev.
 - Stalnim ter poznanim kupcem so limiti odobreni glede na ocenjeno boniteto, višino opravljenega prometa, plačilno disciplino v preteklosti, višino in vrsto zavarovanja ter višino obstoječih terjatev.
2. RSK uporablja 15 različnih instrumentov zavarovanja terjatev. Našteti so spodaj, odstotek, naveden zraven, pa predstavlja delež kupcev (od tistih, katerih obveznosti so zavarovane), ki imajo obveznosti do RSK zavarovane na tak način, in sicer na dan 19.6.2001: bianco menica z menično izjavo - 44,0 %, osebni ček - 38,5 %, akceptni nalog - 8,4 %, bianco akceptni nalog s pooblastilom za izpolnitev - 2,0 %, bančni ček - 1,9 %, bianco menica - 1,5 %, obračunski ček - 1,4 %, polog gotovine - 1,0 %, bančna garancija oziroma garantno pismo zavarovalnice - 0,8 %, zastavna pravica na nepremičnini - 0,5 %,

⁷To so bonitetna poročila BON 1, BON 2 in BON 3, ki nudijo splošne informacije o podjetju, informacije o stanju na ŽR in morebitnih blokadah, denarnih pritokih ter odtokih ŽR, podatke o solventnosti podjetja ter različne kazalnike, ki ocenjujejo poslovanje podjetja kot so npr. kazalniki premoženjsko-finančnega stanja, uspešnosti, učinkovitosti poslovanja ter kazalniki velikosti in opremljenosti.

menica, avalirana s strani banke - 0 %, osebna menica - 0 %, poroštvo prvovrstnega podjetja s klavzulo plačila na prvi poziv - 0 %, odstop terjatve - 0 %.

3. RSK izvaja tudi aktivno kompenziranje. Z medsebojnimi ter verižnimi kompenzacijami zmanjšuje delež nezapadlih ter zapadlih terjatev do kupcev ter ostalih poslovnih partnerjev ter s tem tudi stopnjo kreditnega tveganja.
4. RSK ima podrobno izdelan postopek izterjatve terjatev do kupcev, ki zagotavlja, da se čim višji delež terjatev dejansko poravnata. Ob zapadlosti terjatve je kupec o tem ustno opomnjen. Kupcem s terjatvami, katerih zapadlost je starejša od 20 dni, je poslan prvi opomin. V njem je postavljen 8-dnevni rok, v katerem je potrebno zapadle terjatve poravnati z možnostjo plačila zamudnih obresti z največ 50 % popustom. Ko je zapadlost terjatve starejša od 40 dni, se kupcu pošlje drugi opomin z 8-dnevnim rokom, v katerem je potrebno zapadle terjatve poravnati z možnostjo plačila zamudnih obresti z največ 30 % popustom. Če terjatve še vedno niso poravnane, se kupcu v naslednjem koraku ustavi dobava blaga. Ko je zapadlost starejša od 60 dni, se kupcu pošlje opomin pred tožbo. Hkrati se sproži postopek preverjanja dolžnikovega finančnega stanja za lažje odločanje o nadaljnjih postopkih izterjave. V naslednjem koraku se ob upoštevanju pridobljenih informacij pripravi izvršilni predlog z namenom sodne izterjave terjatev. V končni fazi se izvršilni predlog vloži na sodišče.

Poleg naštetih rednih se odvisno od posameznih primerov izvaja tudi izredne aktivnosti izterjave, kot so reprogramiranje plačil za lažje poplačilo že zapadlih terjatev skupaj z zamudnimi obrestmi. V kolikor se kupec ne drži dogovora reprogramiranja plačil, se avtomatsko sproži postopek vložitev izvršilnega predloga. Ostale izredne aktivnosti izterjave so koriščenje zavarovanj, odlog sodne izterjave za 20 dni na podlagi utemeljenega pisnega predloga, zunanja izterjava, vložitev prijave terjatev do kupcev, za katere je razpisan stečaj ali prisilna poravnava.

Kljub naštetim ukrepom sem na podlagi dejstev ocenil izpostavljenost kot srednje visoko. Na podlagi poslabšanja koeficienta obračanja terjatev, nizkega deleža zavarovanih terjatev (z uporabo spornih zavarovanj), visokega deleža zapadlih terjatev, zelo visokega odstotka toženih terjatev z nizko možnostjo izterjave plačila, znižanja deleža nezapadlih terjatev ter porasta deleža toženih v obdobju od konca februarja do konca avgusta 2001 sklepam, da obstoječe upravljanje s kreditnim tveganjem ne dosega najvišje možne ravni in bi ga bilo potrebno v določenih delih spremeniti oziroma dopolniti. Prav zato v nadaljevanju izpostavim možne dodatne ukrepe in spremembe pri upravljanju tveganja kot tudi še neizkoriščene možnosti zmanjševanja izpostavljenosti.

3.2.1. PREDLAGANE SPREMEMBE TER UKREPI PRI UPRAVLJANJU S KREDITNIM TVEGANJEM

Navajam tri možnosti izboljšanja upravljanja s kreditnim tveganjem:

1. Za podjetje RSK bi bilo smiselno, da gleda na vložitev tožbe kot na poslednji ukrep pri izterjavi plačila in se jim, če je to možno, izogiba. Razloga za to sta dva. Prvi je dejstvo, da se je v preteklosti s tožbami izterjal zelo nizek odstotek vseh toženih terjatev. Drugi razlog predstavlja dolgotrajnost postopka. RSK najprej vloži izvršilni predlog sodišču o blokadi ŽR podjetja, pri čemer sodnemu izvršitelju plača predujem v višini 160.000 SIT. Sodišče predlog posreduje Agenciji za plačilni promet. Navadno preteče šest ali več mesecev, da se le-ta odzove. V večini primerov javi, da sredstev na ŽR računu podjetja ni, kar pomeni, da mora RSK tožbo prekvalificirati v predlog o rubežu premičnin oziroma nepremičnin.⁸ Ob končni vložitvi tožbe pa se sam postopek izterjave terjatev po sodni poti dejansko šele prične.

Alternativo tožbi lahko predstavlja poizvedba s pomočjo detektivov, registriranih pri Ministrstvu za pravosodje.⁹ Podjetje tako hitreje pridobi podatke o dolžniku ter se izogne dolgotrajnemu procesu, opisanem v prejšnjem odstavku. Poleg tega se lahko na podlagi pridobljenih podatkov odloči, če se vložitev tožbe sploh splača.

2. RSK lahko opusti rabo nekaterih vrst zavarovanja. Najbolj tipičen primer predstavlja bianco menica z menično izjavo, ki jo RSK uporablja v največjem obsegu, in sicer pri 44 % vseh zavarovanj, saj le-ta v Sloveniji zaradi slabe finančne discipline ne predstavlja trdnega sredstva zavarovanja.
3. RSK lahko vzpostavi neke vrste interno bonitetno ter izterjevalno službo, kjer bi bili sistemi odobrenih limitov nadzorovani na enem mestu, kar bi omogočalo sproten ter učinkovitejši nadzor kupcev. Možnost nepričakovanega porasta zapadlih terjatev bi se zmanjšala, aktivnejši nadzor ter pravočasni ukrepi ob neizpolnjevanju obveznosti kupcev pa bi hkrati zvišali finančno disciplino le-teh. Na dolgi rok bi se delež zapadlih ter toženih terjatev znižal. Pred vzpostavitvijo takega oddelka se mora seveda izvesti analiza o njegovi stroškovni učinkovitosti.

⁸Postopek rubeža nepremičnin je otežkočen, saj zanj rabimo izpis iz zemljiške knjige o katastrski občini ter številki parcele podjetja oziroma lastnikov podjetja.

⁹Račun poizvedbe detektivov se prišteje k terjatvi.

4. TRŽNA TVEGANJA

4.1. TVEGANJE SPREMEMBE OBRESTNE MERE

Podjetje ima med svojimi sredstvi ter obveznostmi del takih sredstev oziroma obveznosti, ki je občutljiv na spremembe obrestnih mer. V primeru neujemanja dospelosti ter vrednosti obrestno občutljivih sredstev in obveznosti je podjetje izpostavljeno tveganju spremembe obrestne mere. Na splošno ločimo tri vrste obrestnega tveganja (Saunders, 2000, str. 104):

1. V primeru, da je dospelost obrestno občutljivih sredstev daljša od dospelosti obrestno občutljivih obveznosti, je podjetje izpostavljeno tveganju refinanciranja. To je tveganje, da se bo moralo podjetje ob dospelosti svojih obveznosti refinancirati po višji obrestni meri, medtem ko bo za obrestno občutljiva sredstva z daljšo dospelostjo še zmeraj prejelo začetno obrestno mero.
2. V primeru, da je dospelost obrestno občutljivih sredstev krajša od dospelosti obrestno občutljivih obveznosti, je podjetje izpostavljeno tveganju reinvestiranja. To je tveganje, da bo podjetje ob dospelosti svojih obrestno občutljivih sredstev le-ta uspelo reinvestirati po nižji obrestni meri, medtem ko bo za obrestno občutljive obveznosti z daljšo dospelostjo še zmeraj plačevalo začetno obrestno mero.
3. Tržna vrednost omenjenih sredstev in obveznosti je določena s sedanjo vrednostjo prihodnjih denarnih tokov. Sprememba obrestne mere vpliva tudi na spremembo diskontnega faktorja za diskontiranje teh denarnih tokov. S tem torej vpliva tudi na donosnost teh sredstev in obveznosti, vendar relativno bolj na bilančno stran z daljšo dospelostjo. Ta vrsta tveganja se imenuje tveganje tržne vrednosti.

Podjetje je lahko izpostavljeno obrestnemu tveganju kljub enaki dospelosti obeh strani bilance, in sicer v primeru različno pogostega izplačevanja obresti. Za popolno izognitev obrestnemu tveganju je potrebno prav zato namesto dospelosti naložb in obveznosti upoštevati njihovo trajanje. Trajanje namreč ne upošteva le datuma izplačila glavnice, temveč tudi časovno razporeditev plačevanja obresti, opredeljen pa je kot povprečni čas, v katerem bodo plačila, izhajajoča iz kupljenega vrednostnega papirja oziroma izdanega posojila, plačana. Razkorak trajanja predstavlja razliko med trajanjem naložb ter trajanjem obveznosti. V primeru pozitivnega razkoraka trajanja je podjetje izpostavljeno tveganju zvišanja obrestne mere, v obratnem primeru pa tveganju znižanja obrestne mere (Campbell, Krackaw, 1995, str. 245).

Predstavljenemu obrestnemu tveganju so zaradi svoje oblike ter strukture sredstev in obveznosti izpostavljene predvsem finančne institucije. RSK, ki je gospodarsko podjetje, katerega struktura sredstev ter obveznosti se razlikuje od tiste, ki je značilna za finančne institucije, je tveganju spremembe obrestne mere izpostavljen v preprostejši obliki. Ker nastopa, kot je razvidno iz nadaljevanja, predvsem kot posojilojemalec, je izpostavljen tveganju porasta tržno določenih spremenljivih obrestnih mer EURIBOR in LIBOR, na katere je vezana realna spremenljiva obrestna mera za pridobljena posojila. Povišanje slednje za RSK predstavlja porast stroškov financiranja.

4.1.1. OCENA IZPOSTAVLJENOSTI PODJETJA RSK TVEGANJU SPREMEMBE OBRESTNE MERE EURIBOR

RSK torej svojo izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere dojema kot možnost zanj neugodnega gibanja dveh tržno določenih spremenljivih obrestnih mer, LIBOR in EURIBOR.¹⁰ Najprej analiziram izpostavljenost EURIBOR-ju.

Na podlagi naslednjih dejstev je mogoče intuitivno sklepati na visoko izpostavljenost podjetja RSK tveganju porasta EURIBOR-ja (številski podatki so pomnoženi s količnikom in zato niso realni):

- Na dan 31.8.2001 je znašala višina pridobljenih posojil, vezanih na EURIBOR, 19.186.200 EUR, kar je predstavljalo kar 88 % vseh pridobljenih deviznih posojil podjetja RSK, pri čemer so devizna posojila v bilanci stanja na dan 31.12.2000 predstavljala kar 69 % vseh obveznosti iz financiranja, poleg tega je ta delež zaradi pridobitve 6,5 mio EUR vrednega posojila v juliju 2001 sedaj najverjetneje še višji.
- RSK na dan 31.8.2001 v aktivih ni imel sredstev, katerih donosnost bi bila vezana na EURIBOR, kar bi zmanjševalo izpostavljenost.
- Na podlagi priloge 2 ter opravljenih izračunov ocenjujem, da je spremenljivost EURIBOR-ja relativno visoka.¹¹ To je še posebej razvidno, če proučujemo vpliv njegovih

¹⁰V Sloveniji nominalna obrestna mera, ki bi se določala tržno in bi omogočala poznavanje stroškov denarja v naprej, zaenkrat še ne obstaja, saj so obrestne mere za posojila v SIT kotirane v obliki TOM + realna obrestna mera. TOM se vsebinsko razlikuje od omenjenih obrestnih mer, saj predstavlja indeksacijo, ki zagotavlja, da se nominalna vrednost sredstev veča v skladu z inflacijo, izračunava pa se na podlagi rasti življenjskih stroškov. Je torej posledica v Sloveniji uvedene revalorizacije, ki naj bi varovala vlagatelje pred inflacijskimi izgubami. Prav zato spreminjanje te obrestne mere obravnavam v sklopu tveganja spremembe inflacije.

¹¹Standardni odklon frekvenčne porazdelitve mesečnih stopenj rasti obrestne mere šestmesečni EURIBOR za obdobje od januarja 1999 do avgusta 2001 znaša 5,1674 odstotne točke. Aritmetična sredina znaša 1,1062 %. Če predpostavimo, da je omenjena frekvenčna porazdelitev dober približek prihodnje frekvenčne porazdelitve stopenj rasti, lahko z 95-odstotno gotovostjo trdimo, da bo mesečna stopnja rasti EURIBOR-ja znašala največ 9,61 %, z 99-odstotno gotovostjo pa lahko trdimo, da bo znašala največ 13,09%.

sprememb na absolutno kot tudi relativno višino stroškov servisiranja obveznosti, vezanih na EURIBOR, v preteklosti. Dejansko je RSK zaradi neugodnega gibanja EURIBOR-ja v letu 2000 utrpel nemajhne izgube.

- Že hipotetični primer, da bo v prihodnjem obdobju EURIBOR za 1 odstotno točko višji kot sedaj, vodi v znatno višje obresti za omenjena posojila na letni osnovi. Le te v tem primeru porastejo za približno 192.912 EUR (42 mio SIT) v roku enega leta. Ta znesek predstavlja že 8,1 % letnega čistega dobička RSK v letu 2000.

Navedena dejstva sicer dajo okvirno sliko o višini izpostavljenosti, vendar pa ne podajo natančnega odgovora, ali je le-ta nizka, zmerna oziroma visoka, kot tudi ne, ali je še pod dopustno mejo oziroma jo presega. Prav zato je naloga managementa podjetja, da določi dopustno mejo izpostavljenosti oziroma vzpostavi določene kriterije, ki bi to izpostavljenost rangirali ter v nadaljnjem koraku narekovali ustrezne ukrepe. Ti kriteriji v podjetju RSK niso izoblikovani, zato jih na tem mestu predlagam. Na podlagi postavljenih kriterijev nato ocenim višino izpostavljenosti, jo rangiram ter se odločam o ustreznih ukrepih. Kriteriji, ki jih vpeljujem, so postavljeni po subjektivni oceni. Management podjetja je lahko nagnjen k tveganju v manjši ali večji meri in lahko temu primerno kriterije priredi glede na svoj vidik.

4.1.1.1. Kriterij največjega še dopustnega pričakovanega porasta stroškov obresti v posameznem mesecu

V prilogi 5 je podan izračun najvišjega pričakovanega porasta stroškov obresti zaradi neugodnega gibanja EURIBOR-ja po posameznih mesecih pri 95-odstotni in 99-odstotni stopnji zaupanja v napoved ob predpostavki, da bodo dejavniki, ki so vplivali na gibanje obrestne mere EURIBOR v preteklosti ostali nespremenjeni tudi v prihodnje.¹² V kolikor največji pričakovani porast stroškov presega še dopustno mejo, je potrebno izpostavljeno pozicijo ustrezno pokriti. Kot kriterij izpostavljenosti bi podjetje RSK lahko uporabilo koeficient IZ1, ki ga opredeljujem kot:

$$IZ1 = \frac{\text{največji pričakovan i porast stroškov obresti za posojila, vezana na relevantno obrestno mero, v obdobju enega meseca}}{\text{povprečni mesečni odhodki iz obresti v preteklem poslovnem letu}}$$

¹²Tako sklepanje temelji na VaR (Value at Risk) metodologiji, ki v denarni merski enoti izrazi največjo pričakovano izgubo premoženja v določenem časovnem obdobju, ob dani stopnji zaupanja v napoved.

Tabela 1: Ocena izpostavljenosti ter ustrezni ukrepi glede na višino koeficienta IZ1

Vrednost IZ1 ¹³	Izpostavljenost	Ukrepi
0 % - 2 %	nizka	/
2 % - 4 %	zmerna	analiza povečanja izpostavljenosti v primeru neto najemanja novih posojil
4 % - 6 %	srednje visoka	zavarovanje vseh morebitnih neto novih posojil z uporabo ustreznih instrumentov
nad 6 %	visoka	zmanjšanje celotne izpostavljenosti na sprejemljivo raven (IZ1 < 6 %) z uporabo ustreznih instrumentov

Vir: Lastna zasnova.

V preteklem poslovnem letu so odhodki iz obresti znašali 315 mio SIT, iz česar izračunamo, da so povprečni mesečni odhodki iz obresti v tem letu znašali 26,3 mio SIT. Kot je razvidno iz tabele 1, dopustna meja znaša 6 %, kar pomeni, da se največji pričakovani porast stroškov obresti tolerira, v kolikor koeficient IZ1 ni višji od 6 %. Za leto 2001 to pomeni, da zgornjo dopustno mejo največjega pričakovanega porasta stroškov v posameznem mesecu predstavlja znesek 1,57 mio SIT oziroma 7.192 EUR. Če največji pričakovani stroški v posameznem mesecu presegajo dopustno mejo, je potrebno celotno izpostavljenost zmanjšati na sprejemljivo raven z uporabo ustreznih instrumentov. V kolikor je vrednost koeficienta med 4 % in 6 %, pa je potrebno ustrezno zavarovati vsa nova neto posojila.

Tabela 2: Vrednosti koeficienta IZ1 po posameznih mesecih¹⁴ pri 95-odstotni ter 99-odstotni stopnji zaupanja v napoved največjih pričakovanih stroškov

	Okt 01	Nov 01	Dec 01	Jan 02	Feb 02	Mar 02
IZ1 pri 95 % stopnji zaupanja	4,8 % ¹⁵	3,1 %	5,2 %	1,3 %	13,1 %	4,7 %
IZ1 pri 99 % stopnji zaupanja	6,5 %	4,2 %	7,1 %	1,8 %	17,8 %	6,4 %

Vir: Podatki iz priloge 5.

¹³Na prvi pogled se zdijo meje postavljene prenizko, vendar naj poudarim, da predstavlja imenovalec koeficienta IZ1 celotne odhodke iz obresti in ne le odhodkov iz obresti za posojila, vezana na relevantno obrestno mero (kar vrednost koeficienta zmanjša). Zanima nas namreč porast obresti glede na celotne obresti in ne zgolj glede na obresti za posojila, vezana na konkretno obrestno mero. Tako dobimo pravo sliko, kakšen vpliv ima povečanje relevantne obrestne mere na porast obresti. V nasprotnem primeru, ko bi v imenovalec vzeli povprečne mesečne odhodke iz obresti za posojila, vezana zgolj na relevantno obrestno mero, bi vrednost koeficienta lahko kazala na relativno visok porast obresti, iz česar bi sklepali na visoko izpostavljenost tveganju spremembe te obrestne mere, dejansko pa bi ti odhodki iz obresti predstavljali le nizek odstotek vseh obresti.

¹⁴Pri izračunu koeficientov za mesece januar, februar in marec 2002 predpostavljam, da bodo odhodki iz obresti v poslovnem letu 2001 enaki kot v letu 2000. Če bodo višji, so navedene vrednosti koeficientov precejšene.

¹⁵Izračun koeficientov prikazujem na primeru oktobra 2001: $IZ1_{\text{okt}} = 1,26 \text{ mio SIT} / 26,3 \text{ mio SIT} = 4,8 \%$.

V kolikor je management podjetja tveganju naklonjen v večji meri, se odloča na podlagi vrednosti koeficienta IZ1 pri 95-odstotni stopnji zaupanja, če pa mu je naklonjen v manjši meri, pa na podlagi koeficienta IZ1 pri 99-odstotni stopnji zaupanja. Tako je razvidno, da vodi različna naklonjenost tveganju v različne ukrepe v mesecu oktobru, decembru ter marcu. V kolikor je management naklonjen tveganju v večji meri, največji pričakovani porast stroškov obresti presega dopustno mejo le v februarju 2002, če pa mu je naklonjen v manjši meri, pa omenjeni stroški presegajo dopustno mejo v oktobru, decembru, februarju ter marcu.

Splošna ocena izpostavljenosti po opisanem kriteriju je v primeru večje naklonjenosti tveganju srednje visoka, v primeru manjše naklonjenosti tveganju pa visoka, kar nakazuje, da bi bilo potrebno izpostavljenost tveganju spremembe EURIBOR-ja ustrezno zmanjšati z uporabo ustreznih instrumentov (oziroma eventualno z usklajevanjem bilančnih postavk). Ne glede na naklonjenost tveganju pa je izpostavljenost glede na vrednosti koeficientov na taki ravni, da bi bilo potrebno ustrezno zavarovati vsa morebitna neto nova posojila.

4.1.1.2. Kriterij porasta letnih obresti, izraženega kot delež čistega dobička, v primeru povečanja relevantne obrestne mere za 1 odstotno točko

Drugi kriterij izpostavljenosti lahko predstavlja koeficient IZ2, ki izrazi porast letnih obresti kot delež čistega dobička prejšnjega leta v primeru povečanja relevantne obrestne mere za 1 odstotno točko. Čim višji je relativni porast letnih obresti zaradi dviga obrestne mere za 1 odstotno točko, višja je izpostavljenost. IZ2 opredeljujem kot:

$$IZ2 = \frac{\text{ocenjen porast letnih obresti v primeru povečanja relevantne obrestne mere za 1 odst. točko}}{\text{čisti dobiček preteklega poslovnega leta}}$$

Tabela 3: Ocena izpostavljenosti ter ustrezni ukrepi glede na višino koeficienta IZ2

Vrednost IZ2	Izpostavljenost	Ukrepi
0 % - 1,5 %	nizka	/
1,5 % - 3 %	zmerna	analiza povečanja izpostavljenosti v primeru neto najemanja novih posojil
3 % - 4,5 %	srednje visoka	zavarovanje vseh morebitnih neto novih posojil z uporabo ustreznih instrumentov
nad 4,5 %	visoka	zmanjšanje celotne izpostavljenosti na sprejemljivo raven ($IZ2 < 4,5\%$) z uporabo ustreznih instrumentov

Vir: Lastna zasnova.

Relevantno obrestno mero v konkretnem primeru predstavlja EURIBOR. Čisti dobiček je v letu 2000 znašal 521,16 mio SIT. Če ocenimo višino porasta stroškov zaradi porasta EURIBOR-ja za 1 odstotno točko, je mogoče izračunati IZ2. Vrednost $IZ2_{\text{okt01-kt02}} = 8,1 \%$ kaže na visoko izpostavljenost, saj morebitni porast EURIBOR-ja za 1 odstotno točko v naslednjem letu vodi v letno povišanje obresti v višini kar 8,1 % čistega dobička. V skladu s tabelo 3 je potrebno celotno izpostavljenost zmanjšati na sprejemljivo raven z uporabo ustreznih instrumentov.

Predstavljena kriterija, pri čemer je prvi bolj kratkoročne, drugi pa bolj dolgoročne narave, kažeta na srednje visoko oziroma visoko izpostavljenost tveganju spremembe EURIBOR-ja. Na podlagi vrednosti koeficientov IZ1 in IZ2 ter ostalih ugotovitev analize ocenjujem, da bi morale podjetje RSK izpostavljenost pokriti oziroma zmanjšati na sprejemljivo raven.

4.1.2. OCENA IZPOSTAVLJENOSTI PODJETJA RSK TVEGANJU SPREMEMBE OBRESTNE MERE LIBOR

Na podlagi naslednjih dejstev je mogoče intuitivno sklepati na nizko izpostavljenost podjetja RSK tveganju porasta LIBOR-ja:

- Na dan 31.8.2001 je znašala višina pridobljenih posojil, vezanih na LIBOR, 1.986.042 EUR (359 mio SIT), kar je predstavljalo le 12 % vseh pridobljenih deviznih posojil podjetja RSK.
- Na dan 31.8.2001 je imel RSK poleg pridobljenih posojil, vezanih na LIBOR, tudi dana posojila, ki so prav tako vezana na LIBOR, in sicer v višini 1.465.911 EUR (321,0 mio SIT). Višina danih posojil, vezanih na LIBOR, je predstavljala kar 74 % vrednosti pridobljenih posojil, vezanih na LIBOR. Dana posojila zmanjšujejo izpostavljenost neugodnim spremembam LIBOR-ja, saj se v primeru porasta LIBOR-ja ne zvišajo le stroški obresti za pridobljena posojila, temveč se hkrati zvišajo tudi prihodki iz obresti za dana posojila.
- Znesek, na katerega se izpostavljenost nanaša, je na dan 31.8.2001 znašal 520.131 EUR (113,9 mio SIT), kar predstavlja 37-krat nižji znesek kot v primeru EURIBOR-ja.
- Hipotetični primer, da bo v prihodnjem obdobju LIBOR za 1 odstotno točko višji kot sedaj, vodi v 5,49 % povečanje neto stroškov obresti na letni osnovi, kar znaša 1.266 EUR (277.000 SIT) v roku enega leta. Ta znesek predstavlja le 0,05 % letnega čistega dobička RSK v letu 2000.

V naslednjem koraku intuitivno domnevo preverim še s pomočjo kriterijev izpostavljenosti.

4.1.2.1. Kriterij največjega še dopustnega pričakovanega porasta stroškov obresti v posameznem mesecu

Tabela 4: Vrednosti koeficienta IZ1 po posameznih mesecih¹⁶ pri 95-odstotni ter 99-odstotni stopnji zaupanja v napoved največjih pričakovanih stroškov

	Okt 01	Nov 01	Dec 01	Jan 02	Feb 02	Mar 02
IZ1 pri 95 % stopnji zaupanja	0,45 % ¹⁷	0,39 %	0 %	0,08 %	0 %	0 %
IZ1 pri 99 % stopnji zaupanja	0,62 %	0,53 %	0 %	0,11 %	0 %	0 %

Vir: Podatki iz priloge 6.

Ne glede na to, v kakšni meri je management tveganju naklonjen, vse vrednosti koeficientov kažejo na nizko izpostavljenost, kar pomeni, da v skladu s tabelo 1 ukrepi za zmanjšanje le-te niso potrebni.

4.1.2.2. Kriterij porasta letnih obresti, izraženega kot delež čistega dobička, v primeru povečanja relevantne obrestne mere za 1 odstotno točko

Vrednost koeficienta $IZ2_{\text{okt01-okt02}} = 0,05 \%$ kaže na nizko izpostavljenost, saj morebitni porast LIBOR-ja za 1 odstotno točko v naslednjem letu vodi v letno povišanje neto stroškov obresti v višini 0,05 % dobička. Glede na tabelo 3 ukrepi za zmanjšanje izpostavljenosti niso potrebni.

Na podlagi dejstev na začetku točke 4.1.2. sem intuitivno sklepal na nizko izpostavljenost tveganju porasta LIBOR-ja. Domnevo potrjujeta oba kriterija izpostavljenosti, kar v skladu s tabelo 1 in 3 pomeni, da ukrepi za zmanjšanje le-te niso potrebni.

4.1.3. POLITIKA UPRAVLJANJA TVEGANJA SPREMEMBE OBRESTNE MERE V PODJETJU RSK Z OCENO NEIZKORIŠČENIH MOŽNOSTI

RSK s tveganjem spremembe obrestne mere aktivno ne upravlja, saj ocenjuje, da 44-odstotni delež obveznosti iz financiranja, ki se nanaša na obveznosti, vezane na EURIBOR in LIBOR, ne predstavlja dovolj visoke izpostavljenosti temu tveganju. Poleg tega ocenjuje, da obstoječi

¹⁶Pri izračunu koeficientov za mesece januar, februar in marec 2002 sem upošteval, da bodo odhodki iz obresti v 2001 enaki kot v 2000. V primeru, da bodo višji, so navedene vrednosti koeficientov precenjene.

¹⁷Izračun koeficientov prikazujem na primeru oktobra 2001: $IZ1_{\text{okt}} = 0,12 \text{ mio SIT} / 26,3 \text{ mio SIT} = 0,45 \%$.

instrumenti za pokritje obrestnega tveganja ne nudijo stroškovno učinkovite zaščite. Ta ocena je vprašljiva. Res je sicer, da je izpostavljenost tveganju spremembe LIBOR-ja nizka ter zavarovanja obveznosti vezanih na LIBOR ne opravičuje, vendar pa to ni nujno točno pri obveznostih, ki so vezane na EURIBOR. V tem primeru na podlagi naštetih dejstev ter vpeljanih kriterijev sklepam na visoko izpostavljenost tveganju porasta EURIBOR-ja. Le-ta po subjektivni oceni opravičuje uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov za pokritje tega tveganja, saj potencialne izgube zaradi neugodnega gibanja omenjenih obrestnih mer niso zanemarljive. Dodaten argument lahko predstavlja dejstvo, da primerljiva podjetja v tujini s tveganjem spremembe obrestne mere aktivno upravljajo, torej zamrznejo oziroma navzgor omejijo gibanje relevantnih spremenljivih obrestnih mer. Prav zato so v naslednjem koraku na kratko predstavljeni načini, s katerimi lahko podjetje RSK svojo izpostavljenost zmanjša na sprejemljivo raven.

4.1.3.1. Pokrivanje tveganja spremembe obrestne mere z obrestnimi izvedenimi finančnimi instrumenti

Tveganje spremembe obrestne mere lahko podjetje zmanjšuje z uporabo obrestnih izvedenih finančnih instrumentov. Z njimi je mogoče zamrzniti oziroma omejiti gibanje določenih obrestnih mer, uskladiti obrestno občutljive aktive in pasive oziroma preoblikovati ene oblike plačila obresti v drugo (Doles, 1999, str. 33). Osnovni instrumenti so:

- terminski posli na obrestno mero,
- finančno terminske pogodbe na obrestno mero,
- obrestne opcije,
- obrestne zamenjave in
- obrestne kapice oziroma obrestne ovratnice.

V kolikor bi se podjetje RSK odločilo del obrestnega tveganja, ki izhaja iz gibanja LIBOR-ja oziroma EURIBOR-ja, pokriti, lahko to najlažje stori z uporabo obrestnih zamenjav. Na razpolago pa so mu tudi obrestne opcije ter obrestne kapice in ovratnice. Uporaba finančnoterminalskih pogodb na obrestne mere ni mogoča, saj organiziran trg terminskih instrumentov v Sloveniji trenutno ne obstaja. Prav tako slovenske banke ne nudijo terminskih poslov na obrestne mere. Delovanja obrestne zamenjave ter obrestne kapice in ovratnice zaradi omejenega obsega diplomskega dela ne predstavljam, prikazano pa je, npr., v Saphiro, 1990, str. 1022, oziroma v Campbell, Krackaw, 1993, str. 287.

4.1.3.2. Ugotovitve analize morebitnega zavarovanja izpostavljenosti

Za potrebe RSK sem opravil analizo izpostavljenosti tveganju spremembe EURIBOR-ja in LIBOR-ja skupaj z oceno morebitnega zavarovanja izpostavljenosti. Ker ta analiza presega obseg diplomskega dela, na tem mestu navajam le bistvene rezultate. Analiza je bila narejena na podlagi višin obrestnih mer, višine in strukture posojil podjetja RSK ter ostalih dejavnikov, ki so veljali na dan 31.8.2001. Ti dejavniki se v času spreminjajo, zato se rezultati analize nanašajo na takratno stanje:

- Če management pričakuje, da bo EURIBOR v nadaljnjih 6 letih nižji od sedanjega, se zavarovanje z obrestno zamenjavo ne splača.
- Če management pričakuje, da bo EURIBOR v nadaljnjih 6 letih večino časa višji od sedanjega za vsaj 0,722 odstotne točke, se zavarovanje z obrestno zamenjavo splača, saj bi bili v tem primeru stroški obresti nižji. Bolj kot bi bil EURIBOR višji od sedanjega, več bi z vzpostavitvijo zavarovanja RSK pridobil.
- Pri zavarovanju z obrestno zamenjavo neke vrste točko preloma torej predstavlja EURIBOR = 4,91 %. V kolikor bo v naslednjih 6 letih EURIBOR večino časa pod 4,91 %, se zavarovanje prejetih posojil ne splača. V kolikor bi bil večino časa višji, se zavarovanje splača.
- Zavarovanje le dela prejetih posojil ne more biti, gledano v retrospektivi, nikoli najboljša rešitev. Če je bil EURIBOR v obdobju večino časa višji, bi bilo bolje zavarovati se v celoti. Če je bil večino časa nižji, bi se bilo bolje sploh ne zavarovati. Zavarovanje le dela posojil je torej nekakšna srednja pot, s katero se zmanjša razpon nihanja višine obresti v odvisnosti od višine EURIBOR-ja.
- Trenutna vrednost koeficienta IZ2 je 8,1 %, kar kaže na visoko izpostavljenost. Največja sprejemljiva raven koeficienta v skladu s tabelo 3 znaša $IZ2 = 4,5 \%$, kar pomeni, da smejo obresti, v primeru porasta EURIBOR-ja za 1 odstotno točko, na letni ravni zrasti za največ 107.088 EUR. Sprejemljivo raven koeficienta izpostavljenosti IZ2 se doseže z zavarovanjem vsaj 8,55 % vseh posojil. Ker so vsa prejeta posojila na dan 31.08.2001 znašala 19.186.200 EUR, bi bilo potrebno zavarovati znesek v višini vsaj 1.640.420 EUR (kar v tolarski protivrednosti znaša 359,3 mio SIT). Tako bi se izpostavljenost zmanjšala na še sprejemljivo raven. Za ta znesek se v nadaljnjem letu plačuje pogodbeno določeno nespremenljivo obrestno mero.

4.2. VALUTNO TVEGANJE

Valutno tveganje je opredeljeno kot možnost spremembe vrednosti premoženja, ki izhaja iz gibanja deviznega tečaja. V daljšem časovnem horizontu se pojavijo različne vrste valutnega tveganja. To so transakcijsko tveganje, računovodsko tveganje ter konkurenčno tveganje (Pike, Neale, 1996, str. 428).

Transakcijsko tveganje predstavlja možnost, da se bo realna vrednost denarnih tokov podjetja, ko kupuje ali prodaja blago ali storitve v tuji valuti, z odloženim rokom plačila, oziroma ko najema posojila ter posoja v tuji valuti, spremenila. Podjetje mu je izpostavljeno od trenutka določitve višine pogodbene obveznosti v tuji valuti do dejanske poravnave te obveznosti, torej do dne plačila. V tem času se lahko promptni tečaj, ki velja na dan sklenitve pogodbe, spreminja v za podjetje neugodno smer.

Računovodsko tveganje predstavlja možnost, da bo spreminjanje deviznega tečaja vplivalo na vrednost podjetja, ki ima del sredstev in obveznosti v tuji valuti. Podjetje mora namreč ta sredstva in obveznosti ob izdelavi poročil ob koncu računovodskega leta prikazati v domači valuti. Pri prepoznavanju tveganja posameznega podjetja je potrebno ugotoviti, kakšna je neto izpostavljenost podjetja v določeni valuti. Ta je opredeljena kot razlika med sredstvi in obveznostmi podjetja v tej valuti. Če je razlika pozitivna (to so navadno izvozna podjetja), je podjetje izpostavljeno tveganju depreciacije tuje valute, v obratnem primeru pa apreciaciji tuje valute (to so navadno uvozna podjetja). Računovodska izpostavljenost torej zahteva izenačitev postavk obveznosti in sredstev v posamezni valuti.

Računovodska izpostavljenost se pojavlja predvsem pri pripravi skupnih (konsolidiranih) računovodskih izkazov, ko ima podjetje svoja hčerinska podjetja oziroma podružnice v tujini. Računovodski izkazi se morajo prevesti na skupno valuto, navadno v valuto matičnega podjetja. Sprememba deviznega tečaja med dvema datumoma sestavljanja skupinske bilance stanja bo povzročila različno vrednost sredstev v matični valuti, četudi je stanje le-teh (izraženo v tuji valuti) v hčerinskem podjetju glede na predhodno leto nespremenjeno. Tečajne razlike torej vplivajo na poslovni rezultat skupine, pri čemer je potrebno poudariti, da le-te navadno nimajo za seboj denarnega toka in niso realizirane. Denarni tok bi se pojavil šele v primeru, da bi se matično podjetje odločilo podružnico prodati.

Konkurenčno tveganje izhaja iz dolgoročnih gibanj deviznih tečajev, ki so posledica spreminjanja relativnih ekonomskih pogojev med državami. Konkurenčna izpostavljenost meri učinke nepričakovanih sprememb deviznega tečaja na pričakovane denarne tokove podjetja v daljšem časovnem obdobju. Spremembe tečaja lahko bistveno vplivajo na ceno, prodajno količino ter stroške izdelka ali storitve, s tem pa na konkurenčni položaj podjetja na

tujem trgu. Konkurenčno tveganje vpliva na odločitev podjetja o izbiri držav uvoza in izvoza ter o namestitvi podružnic oziroma hčerinskih podjetij. Podjetje naj ob upoštevanju tega tveganja pri izbiri držav uvoza daje prednost tistim, katerih valute nasproti domači dolgoročno deprecirajo, izvažajo pa naj v države, katerih valute nasproti domači dolgoročno aprecirajo (potrebno je še omeniti, da so tudi podjetja, ki v mednarodni menjavi ne sodelujejo, posredno izpostavljena tej vrsti tveganja, saj lahko zaradi za tujce ugodnih dolgoročnih gibanj tečajev med domačo in tujo valuto pridobijo nove konkurente).

4.2.1. NAČINI ZMANJŠEVANJA VALUTNEGA TVEGANJA

Izpostavljenost valutnemu tveganju lahko podjetje zmanjšuje z zunanjimi kot tudi z notranjimi tehnikami pokrivanja valutnega tveganja. Zunanje tehnike zajemajo valutne izvedene finančne instrumente. Osnovne instrumente predstavljajo tečajni termiski posli, valutne finančne termske pogodbe, valutne opcije in devizne zamenjave. Notranje tehnike pokrivanja valutnega tveganja zajemajo načrtno usklajevanje pritokov ter odtokov v tuji valuti, netiranje oziroma kompenzacija obveznosti v tuji valuti ter predčasno plačilo oziroma zavlačenje plačila¹⁸ (Pike, Neale, 1996, str. 440).

V nadaljevanju sledi opis dosedanje politike upravljanja z valutnim tveganjem, ocena narave in višine izpostavljenosti podjetja RSK ter neizkoriščene možnosti upravljanja z njim.

4.2.2. UPRAVLJANJE Z VALUTNIM TVEGANJEM V PODJETJU RSK

Podjetje RSK nima izoblikovane aktivne politike upravljanja z valutnim tveganjem. Izvedenih finančnih instrumentov za zmanjševanje valutne izpostavljenosti ne uporablja, saj ocenjuje, da le-ta ni dovolj visoka, da bi bila uporaba teh instrumentov stroškovno učinkovita. Edini aktivnosti, ki prispevata k zmanjševanju tveganja spremembe deviznih tečajev, sta rastoča izvozna dejavnost, ki pa za sedaj le v majhni meri pripomore k pokritosti deviznih odtokov z deviznimi pritoki, ter dajanje posojil v tujih valutah, ki deloma pokrijejo izpostavljenost, ki izhaja iz prejetih posojil v tujih valutah. Vendar pa teh dveh aktivnosti ne moremo šteti k aktivni politiki upravljanja z valutnim tveganjem.

¹⁸V kolikor podjetje predvideva apreciacijo tuje valute, bo poskušalo plačati čim hitreje, obratno bo ravnalo ob pričakovani deprecijaciji valute. Odločitev temelji na predvidevanju prihodnjega gibanja deviznega tečaja, zato je špekulativnega značaja.

4.2.3. OCENA IZPOSTAVLJENOSTI PODJETJA RSK VALUTNEMU TVEGANJU TER OCENA MOREBITNEGA ZAVAROVANJA OZIROMA ZMANJŠANJA IZPOSTAVLJENOSTI

Izpostavljenost valutnemu tveganju izvira iz transakcij, ki vključujejo plačila v tujih valutah. Te transakcije so v RSK posledica uvoznega in izvoznega poslovanja oziroma financiranja v tujih valutah.

RSK pri poslovanju s tujino nastopa predvsem kot uvoznik. Plačila uvoženega blaga potekajo v tujih valutah, in sicer v največji meri v DEM, ITL, ATS in EUR. Valutno tveganje izvira iz možnosti, da bo tuja valuta v času od sklenitve posla pa do dejanskega plačila aprecirala, kar bo uvoz tega blaga relativno podražilo oziroma ob večji spremembi tečaja povzročilo nerentabilnost posla. Tolarska vrednost plačil uvoženega blaga bo nepričakovano višja od vrednosti na dan sklenitve posla. Izvozna aktivnost lahko v določeni meri zmanjšuje izpostavljenost valutnemu tveganju, ki izvira iz uvoza, in sicer tako, da je del odtokov v tuji valuti pokrit s pritoki v tuji valuti. Gledano drugače, apreciacija tuje valute, ki povzroči realno povečanje obveznosti do tujine ter tolarsko vrednost plačil tujini, hkrati poveča tudi realno vrednost terjatev do tujine ter tolarsko vrednost plačil iz naslova teh terjatev. Podjetje RSK nastopa kot izvoznik v mnogo manjšem obsegu, pri čemer plačila prejema v glavnem v DEM. Tako plačila izvoženega blaga delno pokrijejo plačila obveznosti, ki jih ima RSK v DEM.

Izpostavljenost podjetja RSK valutnemu tveganju pa izvira tudi iz valutnih transakcij, ki so posledica financiranja v tujih valutah. Večji del tako kratkoročnih kot dolgoročnih obveznosti iz financiranja namreč predstavljajo tuja posojila. Valutno tveganje izvira iz možnosti, da bo tuja valuta v času od pridobitve posojila pa do odplačila le-tega aprecirala, kar bo zviševalo tako stroške plačevanja obresti kot tudi plačila glavnice posojila v tuji valuti.

V nadaljevanju ob upoštevanju slovenskih razmer analiziram izpostavljenost podjetja RSK tveganju spremembe različnih deviznih tečajev ter na podlagi ugotovitev predlagam ustrezne ukrepe.

4.2.3.1. Devizni tečaj SIT/EUR

Slika 1 prikazuje sredstva ter obveznosti do virov sredstev podjetja RSK, katerih tolarska vrednost je odvisna od gibanja tečaja SIT/EUR, glede na celotna sredstva ter obveznosti do virov sredstev na dan 31.12.2000. To so sredstva in obveznosti v EUR ter valutah držav

članic EMU (konkretno so to DEM, ITL, ATS, DKK). Ker so razmerja teh valut do EUR od 1.1.1999 dalje nespremenljiva, lahko omenjene valute in njihovo nihanje, apreciacijo in depreciacijo, dejansko obravnavamo kot eno. Če, npr., EUR nasproti SIT aprecira, v enaki meri aprecirajo tudi ostale valute.

Slika 1: Sredstva ter obveznosti do virov sredstev podjetja RSK, katerih tolarska vrednost je odvisna od gibanja tečaja SIT/EUR, glede na celotna sredstva ter obveznosti do virov sredstev na dan 31.12.2000

AKTIVA	PASIVA
10,27 % ¹⁹	21,77 % ²⁰
89,73 %	78,23 %

Vir: Interni podatki podjetja RSK.

Iz slike 1 je mogoče oceniti smer ter višino izpostavljenosti. Ker je imel RSK konec leta 2000 več obveznosti kot sredstev, katerih tolarska vrednost je odvisna od tečaja SIT/EUR, je izpostavljen tveganju apreciacije EUR, ki povečuje tako tolarsko vrednost obveznosti kot tudi sredstev, vendar slednjih bolj, tako da se razlika med obveznostmi in sredstvi veča.

Iz priloge 1 je razvidno, da je od začetka leta 1999 pa do danes vseskozi prisotna konstantna rast tečaja SIT/EUR. Oscilacije okrog ocenjene regresijske premice so izredno majhne (dejanske vrednosti se razvrščajo v zelo ozkem pasu), kar potrjuje tudi visoki determinacijski koeficient, ki znaša $R^2 = 0,9904$, in pove, da je kar 99,04 % celotne variance tečaja SIT/EUR pojasnene z linearnim vplivom časa (podrobnejši rezultati regresijske analize se nahajajo v prilogi 7).

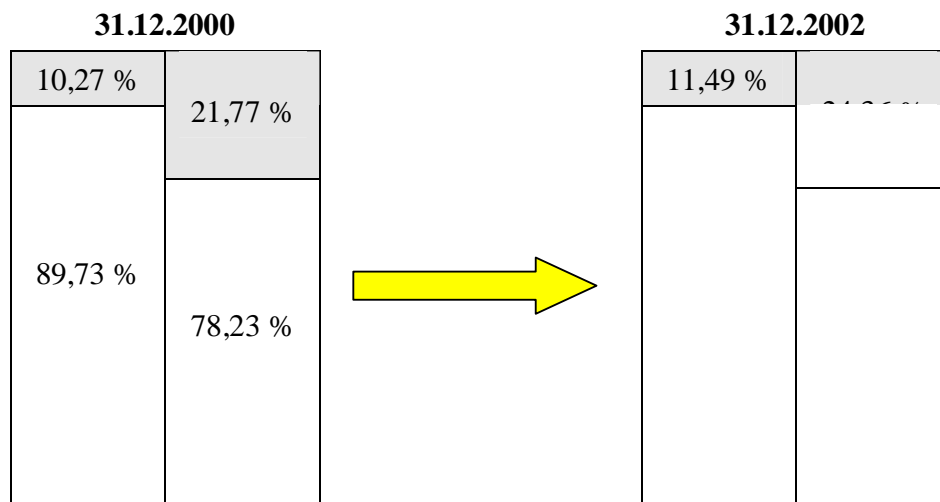
¹⁹Od tega 0,8 % iz poslovanja ter 99,2 % iz financiranja.

²⁰Od tega 4,1 % iz poslovanja ter 95,9 % iz financiranja.

Iz povedanega sledi, da je mogoče z veliko verjetnostjo sklepati o gibanju deviznega tečaja v prihodnosti. Tako na podlagi regresijske enačbe, podane v prilogi 7, ter ob upoštevanju predpostavke, da bodo dejavniki, ki so vplivali na gibanje tečaja v obdobju od 1.1.1999 do 1.9.2001, ostali nespremenjeni, ocenjujem, da bo prihodnji promptni devizni tečaj na dan 31.12.2001 znašal 225,17 SIT/EUR, na dan 31.12.2002 pa 239,41 SIT/EUR.

Če privzamemo, da bodo ti tečaji v ustreznem trenutku v prihodnosti dejansko veljali in če hkrati vpeljemo sicer nerealno predpostavko, da se v obdobju od konca leta 2000 do konca leta 2002 devizna vrednost sredstev ter obveznosti podjetja RSK, ki so odvisne od gibanja tečaja SIT/EUR, ne bi spreminjala, je mogoče sklepati, kako bi apreciacija omenjenega tečaja vplivala na tolarško vrednost teh sredstev in obveznosti ter posledično na celotno bilanco stanja.²¹

Slika 2: Spreminjanje deleža sredstev ter obveznosti do virov sredstev podjetja RSK, katerih tolarška vrednost je vezana na gibanje tečaja SIT/EUR, v odvisnosti od prihodnje apreciacije SIT/EUR pri upoštevanju predpostavke, da se od konca leta 2000 do konca leta 2002 devizna vrednost omenjenih sredstev ter obveznosti kot tudi vseh sredstev ter obveznosti ne bi spreminjala ter ob upoštevanju prihodnjih promptnih deviznih tečajev SIT/EUR, izračunanih z regresijsko enačbo v prilogi 7



Vir: Interni podatki podjetja RSK.

²¹Pri tem je potrebno poudariti, da se taka predvidevanja lahko delajo le za tečaje, katerih ocenjena regresijska enačba ima visok determinacijski koeficient (nad 0,95). V nasprotnem primeru je verjetnost, da bodo prihodnji ocenjeni devizni tečaji približno enaki napovedanim, nižja, kar lahko izkrivi celotno oceno.

Tabela 5: Razlika med obveznostmi ter sredstvi podjetja RSK, katerih tolarska vrednost je vezana na gibanje tečaja SIT/EUR, ter povečanje te razlike glede na stanje dne 31.12.2000 ob upoštevanju enakih predpostavk kot pri sliki 2

	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002
Razlika v odstotnih točkah	11,5	12,11	12,87
Razlika v 1.000 SIT	1.727.229	1.818.847	1.932.994
Povečanje razlike v 1.000 SIT	/	91.618	205.766

Vir: Prirejeni interni podatki podjetja RSK.

Kot je razvidno iz slike 2 ter tabele 5, se zaradi dejstva, da je imel RSK na dan 31.12.2000 več obveznosti kot sredstev, katerih tolarska vrednost je vezana na gibanje tečaja SIT/EUR, bilančni položaj po prihodnjih obdobjih slabša, saj raste tolarska vrednost omenjenih obveznosti hitreje kot tolarska vrednost omenjenih sredstev. Če bo RSK do konca leta 2002 še poviševal obveznosti, katerih vrednost je vezana na tečaj SIT/EUR, oziroma zmanjševal sredstva, katerih vrednost je vezana na tečaj SIT/EUR, bo povečanje razlike še večje.²²

Na podlagi predstavljenih izračunov bi bilo mogoče sklepati na, npr., visoko izpostavljenost tveganju spremembe deviznega tečaja SIT/EUR. Vendar pa bi bila ta ocena v slovenskih razmerah pretirana. Izpostavljenost valutnemu tveganju je zaradi visoke povezanosti med rastjo tečaja SIT/EUR ter stopnjo inflacije dejansko mnogo nižja. Prav zato se valutnega tveganja ne sme ocenjevati ločeno, upoštevati je potrebno tudi domačo inflacijo. V nadaljevanju je podrobneje razložen nevtralizacijski učinek inflacije na izpostavljenost tveganju apreciacije tečaja SIT/EUR.

Označimo odprto pozicijo oziroma razmik med obveznostmi in sredstvi, katerih tolarska vrednost je odvisna od gibanja tečaja SIT/EUR, z $OP(EUR)$. Če predpostavimo, da so ostale bilančne postavke v SIT, potem velja, da $OP(EUR) = OP(SIT)$, kjer $OP(SIT)$ predstavlja razmik med obveznostmi in sredstvi v SIT. Če z $p_{SIT/EUR}$ označimo rast deviznega tečaja, z π_{SIT} pa domačo inflacijo, je mogoče analizirati vpliv rasti deviznega tečaja SIT/EUR in domače inflacije na valutni razmik.

Vpliv rasti deviznega tečaja: $p_{SIT/EUR} \cdot OP(EUR)$

Vpliv domače inflacije:²³ $\pi_{SIT} \cdot OP(SIT)$

²²To se dejansko dogaja, predvsem zaradi najetja posojila v višini 6.500.000 EUR v juliju 2001.

²³ $OP(SIT)$ je predmet revalorizacije, ki zagotavlja, da se nominalna vrednost sredstev veča v skladu z inflacijo.

Ker se v prvem primeru večja nominalna vrednost postavk v pasivi, v drugem primeru pa nominalna vrednost postavk v aktivi, znaša skupni vpliv na valutni razmik:
 $OP(EUR) \cdot [p_{SIT/EUR} - \pi_{SIT}]$

V Sloveniji nedvomno velja, da sta $p_{SIT/EUR}$ in π_{SIT} močno povezana, kar lahko zapišemo kot $p_{SIT/EUR} = a \cdot \pi_{SIT} + b$, pri čemer je koeficient a zelo blizu 1. Iz tega sledi:

$$OP(EUR) \cdot [p_{SIT/EUR} - \pi_{SIT}] \approx OP(EUR) \cdot b$$

Kot je razvidno iz zadnje enačbe, je tveganje apreciacije deviznega tečaja SIT/EUR v veliki meri odpravljeno, iz česar sklepam, da je izpostavljenost podjetja RSK temu tveganju nizka, pri čemer ocenjujem, da ukrepi za zmanjšanje le te niso potrebni.²⁴

V primeru, da bi se RSK odločil pred izpostavljenostjo deviznemu tveganju aktivno ščititi, je smiselno načrtno usklajevati relevantne bilančne postavke - usklajevati višino sredstev in obveznosti v EUR oziroma valutah držav članic EMU. Ščitenje z uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumentov je v slovenskih razmerah v primeru tečaja SIT/EUR vprašljiva rešitev zaradi naslednjih dejstev:

1. Ne le RSK, temveč vsi gospodarski subjekti (podjetja, finančne institucije), apreciacijo EUR vgradijo v svoja pričakovanja. Le-ta je posledično vsebovana tudi v terminskih tečajih bank, ki nudijo valutne izvedene finančne instrumente, kar dejansko pomeni, da se z uporabo teh instrumentov podjetje ne more ščititi pred samo apreciacijo EUR, ščiti se lahko le pred potencialno apreciacijo v prihodnosti, ki je večja od pričakovane (ščiti se lahko le glede jakosti naraščanja tečaja).
2. Slovenske banke dejansko ne prakticirajo terminskih poslov, s katerimi bi se bilo mogoče ščititi pred nihanjem EUR nasproti SIT, saj se tako banke kot podjetja zavedajo, da bi zaradi visoke povezanosti SIT in EUR in posledično pričakovane smeri rasti ter majhnih oscilacij omenjenega tečaja le to bil nesmisel.²⁵ Potreba po uporabi ustreznih instrumentov se v večji meri razvije šele v bolj nestanovitnem okolju, kjer bi bila stopnja negotovosti glede gibanja tečajev visoka. Tako so skoraj vsi terminski posli slovenskih bank namenjeni ščitenju pred nihanjem deviznega tečaja USD/EUR.

²⁴Rast deviznega tečaja SIT/EUR je v Sloveniji celo nekoliko nižja od stopnje domače inflacije. Do dejanskega poslabšanja bilančnega položaja bi prišlo šele v primeru, da bi rast tečaja presegala stopnjo inflacije.

²⁵Razlog leži med v zaščitniški tečajni politiki Banke Slovenije, ki za ohranjanje stabilnosti tolarja onemogoča nihanje tečajev med tujimi valutami in tolarjem v meri, ki bi spodbujala uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumenov.

3. Terminkim tečajem SIT/EUR, ki so zaradi navedenih razlogov zelo blizu tistim, ki jih lahko napovemo s pomočjo regresijske enačbe, so hkrati dodane še bančne marže, ki povišujejo neprivlačnost posla.
4. Nominalna obrestna mera v Sloveniji še vedno ne obstaja, kar zavira poslovanje z valutnimi izvedenimi finančnimi instrumenti, saj je za izračun terminske cene potrebno vnaprejšnje poznavanje stroškov denarja, kar z obstoječim sistemom izračuna obrestnih mer ni mogoče (vsaj za daljše časovno obdobje ne), saj se obrestna mera iz meseca v mesec spreminja.²⁶ Le-ta je navedena v realni obliki z revalorizacijsko klavzulo za uskladitev z inflacijo.

4.2.3.2. Devizni tečaj SIT/CHF

Na dan 31.12. 2000 podjetje RSK ni imelo sredstev, katerih tolarska vrednost je bila odvisna od gibanja tečaja SIT/CHF, imelo pa je obveznosti, katerih tolarska vrednost je odvisna od gibanja tečaja SIT/CHF. Te obveznosti so predstavljale 0,67 % celotnih obveznosti do virov sredstev. Na podlagi naštetih dejstev ugotavljam, da je RSK izpostavljen tveganju apreciacije CHF, ki povečuje tolarsko vrednost teh obveznosti.

Iz priloge 2 je razvidno, da je od začetka leta 1999 pa do danes vseskozi prisotna konstantna rast tečaja SIT/CHF. Oscilacije okrog ocenjene regresijske premice so majhne, kar potrjuje tudi visoki $R^2 = 0,9648$ (podrobnejši rezultati regresijske analize so v prilogi 8). Iz povedanega sledi, da je mogoče z veliko verjetnostjo sklepati o gibanju deviznega tečaja v prihodnosti. Tako na podlagi regresijske enačbe, podane v prilogi 8, ter ob upoštevanju predpostavke, da bodo dejavniki, ki so vplivali na gibanje tečaja v obdobju od 1.1.1999 do 1.9.2001, ostali nespremenjeni, ocenjujem, da bo prihodnji promptni devizni tečaj na dan 31.12.2001 znašal 148,55 SIT/CHF, na dan 31.12.2002 pa 159,69 SIT/CHF.

Če privzamemo, da bodo ti tečaji v ustreznem trenutku v prihodnosti dejansko veljali in če hkrati vpeljemo sicer nerealno predpostavko, da se v obdobju od konca leta 2000 do konca leta 2002 višina obveznosti RSK, ki so odvisne od gibanja tečaja SIT/CHF, ne bi spreminjala, prav tako pa se ne bi spreminjala višina vseh sredstev in obveznosti do virov sredstev, je mogoče sklepati, kako bi apreciacija omenjenega tečaja vplivala na tolarsko vrednost teh obveznosti ter posledično na celotno bilanco stanja.

²⁶Edine nominalne obrestne mere na trgu so tiste na trimesečne in šestmesečne zakladne menice, ki jih izdaja ministrstvo za finance. Prav tako pa poskuša centralna banka z uvajanjem nominalnih obrestnih mer za instrumente denarne politike tudi na področju izvedenih finančnih instrumentov priti do določenega napredka. V ta namen je že pred leti izdala blagajniške zapise na 60 dni z nominalno obrestno mero. Vendar je to v primerjavi z ostalim svetom, kjer so poznane nominalne obrestne mere za več let vnaprej, še vedno slab rezultat.

Tabela 6: Spreminjanje deleža obveznosti podjetja RSK, katerih tolarska vrednost je vezana na gibanje tečaja SIT/CHF, ter porast teh obveznosti glede na stanje dne 31.12.2000 v odvisnosti od prihodnje apreciacije SIT/CHF pri upoštevanju predpostavke, da se od konca leta 2000 do konca leta 2002 devizna vrednost omenjenih obveznosti kot tudi vseh obveznosti do virov sredstev ne bi spreminjala, ter ob upoštevanju prihodnjih promptnih deviznih tečajev SIT/CHF, izračunanih na podlagi regresijske enačbe, podane v prilogi 8

	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002
Višina obveznosti v 1.000 SIT	799.254	854.167	918.233
Delež v celotnih obveznostih	0,67 %	0,71 %	0,76 %
Povečanje obveznosti v 1.000 SIT	/	54.913	118.979

Vir: Prirejani interni podatki podjetja RSK.

Iz tabele 6 je razvidno, da se zaradi dejstva, da je imel RSK na dan 31.12.2000 obveznosti, katerih tolarska vrednost je bila vezana na gibanje tečaja SIT/CHF, bilančni položaj po prihodnjih obdobjih slabša, saj tolarska vrednost omenjenih obveznosti zaradi prihodnje apreciacije raste. Na podlagi tega dejstva bi bilo mogoče sklepati na, npr., zmerno izpostavljenost tveganju spremembe deviznega tečaja SIT/CHF, vendar pa bi bil zaradi enakih razlogov kot v prejšnji točki - visoke povezanosti med stopnjo rasti tečaja in stopnjo domače inflacije - tak sklep pretiran. Tako ob upoštevanju slovenskih razmer izpostavljenost podjetja RSK tveganju apreciacije tečaja SIT/CHF ocenjujem kot nizko, pri čemer menim, da ukrepi za zmanjšanje le-te niso potrebni. V primeru, da bi se RSK odločil pred izpostavljenostjo deviznemu tveganju aktivno ščititi, je smiselno načrtno usklajevati relevantne bilančne postavke. Zaradi enakih razlogov kot v primeru tečaja SIT/EUR je tudi v tem primeru ščitenje z uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumentov neprimerna rešitev.

4.3. TVEGANJE SPREMEMBE INFLACIJE

Tveganje spremembe inflacije pomeni možnost, da bo v določenem obdobju inflacija višja od pričakovane. Podjetja v Sloveniji so izpostavljena temu tveganju v dveh vidikih. Prvi predstavlja možnost, da se podjetje na nepričakovano spremembo v inflaciji, ki zmanjšuje realno vrednost denarja, ne more pravočasno odzvati s prilagoditvijo prodajnih cen blaga in storitev. To posledično pomeni zmanjšano realno vrednost prihodkov od prodaje kot tudi znižanje marže zaradi višjih nominalnih proizvodjalnih stroškov oziroma stroškov nabavljenega blaga.

Drugi vidik predstavlja možnost, da bo sprememba inflacije negativno vplivala na višino revalorizacijskega izida podjetja ter s tem posledično na zmanjšanje dobička oziroma povečanje izgube podjetja.²⁷

- V kolikor je vrednost sredstev, ki se revalorizirajo, višja od obveznosti do virov sredstev, ki se revalorizirajo, je podjetje izpostavljeno tveganju znižanja inflacije, saj se v tem primeru revalorizacijski prihodki znižajo bolj kot revalorizacijski odhodki. Revalorizacijski presežek se zmanjša, posledično se zmanjša dobiček oziroma poveča izguba podjetja.
- V kolikor je vrednost sredstev, ki se revalorizirajo, nižja od obveznosti do virov sredstev, ki se revalorizirajo, je podjetje izpostavljeno tveganju zvišanja inflacije, saj se v tem primeru revalorizacijski odhodki zvišajo bolj kot revalorizacijski prihodki. Revalorizacijski primanjkljaj se poveča, posledično se zniža dobiček oziroma poveča izguba podjetja.
- V kolikor je višina sredstev, ki se revalorizirajo, enaka obveznostim do virov sredstev, ki se revalorizirajo, podjetje tveganju spremembe inflacije ni izpostavljeno, saj se v tem primeru revalorizacijski odhodki spremenijo v enaki višini kot revalorizacijski prihodki. Revalorizacijski primanjkljaj ter posledično dobiček ali izguba ostajajo nespremenjeni.

4.3.1. IZPOSTAVLJENOST PODJETJA RSK TVEGANJU SPREMEMBE INFLACIJE, KI IZVIRA IZ SPOSOBNOSTI PRILAGAJANJA CEN BLAGA

RSK občuti inflacijo skozi spremembe cen, ki jih postavljajo dobavitelji. Spremembo cenika dobavnega blaga morajo dobavitelji v skladu s pogodbo napovedati mesec dni vnaprej. Dobavitelje poleg tega pogodba navadno zavezuje, da cen izdelkov po veljavnem ceniku ne bodo zvišali tekom naslednjih 6 mesecev. V primeru, da RSK iz konkurenčnih razlogov kljub pravočasnemu obvestilu dobavitelja o nameravani spremembi cen, ne more sprejeti zvišanja cen, jih prodajalec brez predhodnega soglasja RSK ne more enostransko uveljaviti.

Ker se sprememba cenikov dobavljenega blaga nanaša na vse konkurente v panogi, ni nevarnosti, da bi bil RSK prisiljen ohranjati konkurenčne cene z znižanjem marže. Sprememba nabavnih cen tako vpliva na dvig prodajnih cen, pri čemer RSK ohranja relativno maržo na enaki višini - absolutna se zviša (Interni podatki podjetja RSK).

²⁷Večina postavk v bilancah stanja slovenskih podjetij se revalorizira, s čimer se zagotavlja nespremenjena realna vrednost le-teh. Revalorizacija se izvaja s pomočjo indeksacije s TOM, ki zagotavlja, da se nominalna vrednost sredstev veča v skladu z inflacijo. TOM se izračuna na podlagi rasti življenjskih stroškov.

Na podlagi podanih dejstev ocenjujem, da je izpostavljenost RSK tveganju spremembe inflacije, ki izvira iz sposobnosti prilagajanja prodajnih cen blaga, nizka, kar je posledica zmožnosti RSK, da učinke izgube kupne moči domače valute, ki se kaže skozi zviševanje cen dobavnega blaga, pravočasno ter v primerni meri vgradi v prodajne cene blaga.

4.3.2. IZPOSTAVLJENOST PODJETJA RSK TVEGANJU SPREMEMBE INFLACIJE, KI VPLIVA NA REVALORIZACIJSKI IZID

Slika 3: Višina sredstev ter obveznosti do virov sredstev podjetja RSK, ki se revalorizirajo, izražena kot delež vseh sredstev oziroma virov sredstev, na dan 31.12.2000

AKTIVA	PASIVA
sredstva, ki se revalorizirajo: ²⁸ 76,5 %	obveznosti do virov sredstev, ki se revalorizirajo: ²⁹ 70,1 %
sredstva, ki se ne revalorizirajo: 23,4 %	obveznosti do virov sredstev, ki se ne revalorizirajo: 29,9 %

Vir: Interni podatki podjetja RSK.

Iz slike 3 je razvidno, da je bila vrednost sredstev podjetja RSK, ki se revalorizirajo, na dan 31.12.2000 za 6,4 odstotne točke višja od obveznosti do virov sredstev, ki se revalorizirajo, na podlagi česar ugotavljam, da je podjetje RSK v tem vidiku izpostavljeno tveganju zmanjšanja inflacije. V kolikor bi do zmanjšanja inflacije oziroma padca TOM prišlo, bi se znižal revalorizacijski presežek ter posledično dobiček poslovnega leta (postopek izračuna revalorizacijskega presežka, ki v letu 2000 znaša 54,6 mio SIT, je prikazan v prilogi 4).

Ker vrednost obveznosti do virov sredstev, ki se revalorizirajo, predstavlja kar 91,6 % vrednosti sredstev, ki se revalorizirajo, sklepam na nizko izpostavljenost tveganju

²⁸To so neopredmetena dolgoročna sredstva, opredmetena osnovna sredstva, zaloge, popravek kapitala, amortizacija ter del ali celota finančnih naložb, dolgoročnih terjatev iz poslovanja in dolgoročno danih posojil.

²⁹To so kapital, dolgoročne rezervacije ter del ali celota dolgoročnih kreditov, kratkoročnih kreditov in dolgoročnih obveznosti iz poslovanja.

spremembe inflacije. Sklep v skladu s tabelo 3 potrjuje tudi vrednost koeficienta izpostavljenosti IZ2, ki za leto 2001 znaša $IZ2_{2001} = 5,98 \text{ mio SIT} / 521,16 \text{ mio SIT} = 1,1 \%$. To pomeni, da v primeru, da bo TOM v letu 2001 v povprečju za 1 odstotno točko nižji od povprečne vrednosti TOM v letu 2000, vodi to v znižanje revalorizacijskega presežka ter posledično dobička v višini 5,98 mio SIT, kar predstavlja le 1,1 % letnega dobička (seveda pri upoštevanju predpostavke, da bo višina sredstev ter obveznosti do virov sredstev v letu 2001 ostala nespremenjena).

Ker je v prvih devetih mesecih leta 2001 TOM v povprečju le za 0,07 odstotne točke nižji od povprečne vrednosti TOM prejšnjega leta, lahko sklepamo, da je verjetnost znižanja revalorizacijskega presežka v višini 5,98 mio SIT nizka.

RSK z omenjenim tveganjem aktivno ne upravlja, saj instrumenti za zaščito pred njim ne obstajajo. Izpostavljenost bi teoretično lahko zmanjševal s še boljšim usklajevanjem bilančnih postavk, ki so predmet revalorizacije, vendar ocenjujem, da zaradi nizke izpostavljenosti to ni potrebno.

4.4. TVEGANJE ZMANJŠANE LIKVIDNOSTI IN SPREMEMBE TRŽNIH CEN VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Tveganju spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev se podjetje izpostavlja, ko aktivno trguje z različnimi vrednostnimi papirji kot tudi z izvedenimi finančnimi instrumenti, namesto da bi jih držalo na dolgi rok kot obliko dolgoročne naložbe, dolgoročnega vira financiranja oziroma z namenom pokrivanja tveganj. Izpostavljenost izvira iz možnosti spremembe cen teh vrednostnih papirjev v za podjetje neugodno smer. Večja kot je spremenljivost cen vrednostnih papirjev, večja je izpostavljenost (Saunders, 2000, str. 106).

V primeru aktivnega trgovanja z različnimi vrednostnimi papirji se podjetje izpostavlja tudi tveganju zmanjšane likvidnosti le-teh. To pomeni, da podjetje določene vrednostne papirje v danem trenutku težko proda oziroma jih ne more. Hitra prodaja je možna le po ceni, nižji od tržne, kar za podjetje predstavlja izgubo. Izpostavljenost tej vrsti tveganja se zmanjšuje z razvitostjo ter velikostjo finančnega trga.

Tveganju zmanjšane likvidnosti oziroma spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev podjetje RSK ni izpostavljeno, ker nima materialno pomembnih naložb v vrednostne papirje, s katerimi bi trgovalo oziroma ni izdalo tržnih dolžniških vrednostnih papirjev. Prav tako ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov.

5. TVEGANJE PLAČILNE NESPOSOBNOSTI

Tveganje kratkoročne plačilne nesposobnosti oziroma likvidnostno tveganje izhaja iz možnosti, da podjetje v določenem trenutku ne bo imelo zadosti likvidnih sredstev za poravnavanje svojih tekočih obveznosti oziroma za vzdrževanje normalnega poslovanja (Bierman, Smidt, 1986, str. 547). Pri tem je potrebno poudariti, da kratkoročna zmanjšana likvidnost ne pomeni nujno, da je podjetje v težavah, temveč je lahko zgolj posledica neusklajenih denarnih pritokov ter odtokov.

V primeru nelikvidnosti, do katere lahko pride zaradi slabo načrtovanega usklajevanja denarnih tokov, izpada določenega vira financiranja, neplačevanja terjatev s strani kupcev oziroma drugih finančnih izgub, mora podjetje v kratkem času pridobiti zunanja sredstva. Ta sredstva ponavadi lahko pridobi le po ceni, ki je višja od tržne, kar podjetje bremeni z dodatnimi stroški. Druga možnost podjetja je, da likvidira določen del aktive. V kolikor ta sredstva niso visoko likvidna sredstva, ki jih lahko hitro proda na denarnem trgu, se mora podjetje zaradi takojšnje prodaje sredstev³⁰ navadno zadovoljiti s ceno, nižjo od tržne oziroma od tiste, ki jo bi dosegel, če bi imelo na voljo več časa (Saunders, 2000, str. 358).

Poleg tega ima nelikvidnost podjetja lahko za posledico umik poslovnih strank kot tudi znižanje kreditne bonitete podjetja, kar pomeni financiranje po višjih stroških. Nelikvidnost zmanjšuje tudi možnost podjetja, da se odziva na razne poslovne priložnosti, ki zahtevajo hitro dosegljivost denarnih sredstev (Pike, Neale, 1996, str. 357).

Zaradi naštetih razlogov mora podjetje s tveganjem plačilne nesposobnosti aktivno upravljati ter s tem zagotavljati, da je v vsakem trenutku dovolj denarnih oziroma visoko likvidnih sredstev za sprotno poravnavanje obveznosti ter za ohranjanje normalnega obsega poslovanja. Po drugi strani pa mora podjetje paziti, da ne dosega čezmerne plačilne sposobnosti, ki poleg zmožnosti sprotnega poravnavanja vseh obveznosti zajema tudi oblikovano preveliko varnostno rezervo, kar je v nasprotju z uresničevanjem načela donosnosti. Aktivno upravljanje likvidnosti zajema (Harrington, 1993, str. 70; Lumby, 1991, str. 391; Saunders, 2000, str. 357; Gallinger, Healey, 1991, str. 42):

- obstoj sistema limitov, ki določa, koliko najmanj denarnih ter visoko likvidnih sredstev mora imeti podjetje v vsakem trenutku na razpolago,
- vzpostavitev sistema za vzdrževanje potrebne plačilne sposobnosti, sprotno načrtovanje prihodnjih pritokov ter odtokov oziroma sprotno merjenje višine neto likvidnostnih sredstev ter glede na to ocenitev potrebe po dodatnih likvidnih sredstvih (v večjih

³⁰Sem spada med drugim factoring terjatev kot tudi odprodaja posojil.

podjetjih to konkretno pomeni vzpostavitev zakladništva kot centraliziranega vodenja gotovinskega poslovanja ob sprotnem zagotavljanju likvidnosti in dolgoročne plačilne sposobnosti),

- spremljanje sprememb v zunanjem okolju, ki vplivajo na likvidnostne potrebe, (npr. upoštevanje sezonskih nihanj prodaj, raven inflacije, itd.),
- razpršenost zunanjih virov financiranja, tako da podjetje ne utrpi primanjkljaja denarnih sredstev v primeru izpada posameznega vira,
- razpršenost dospelosti obveznosti, tako da v kratkem časovnem obdobju dospe le manjši delež obveznosti,
- politiko upravljanja s kreditnim tveganjem, ki zagotavlja sprotno plačevanje terjatev,
- kreditne linije pri bankah, ki omogočajo črpanje posojila glede na trenutne potrebe,
- investiranje presežnih denarnih sredstev, saj ta sama po sebi ne prinašajo donosa.

Tveganje dolgoročne plačilne nesposobnosti oziroma tveganje nesolventnosti predstavlja možnost, da podjetje na daljši rok ne bo sposobno izpolnjevati svojih obveznosti, ko le-te dospejo. Nesolventnost opišemo kot stanje, v katerem podjetje nima zadosti lastniškega kapitala za pokritje padca vrednosti sredstev glede na obstoječe obveznosti (Saunders, 2000, str. 114). Do nje pride zaradi utrpenih izgub, ki so lahko posledica različnih vzrokov.

Na izpostavljenost tveganju dolgoročne plačilne nesposobnosti poleg splošne uspešnosti poslovanja ter upravljanja s tveganji vpliva tudi kapitalska struktura. Čim višji del financiranja predstavljajo notranji, trajni viri financiranja (lastniški kapital, zadržani dobički ter dolgoročne rezervacije), manjše je tveganje nesolventnosti podjetja. Financiranje z lastnimi viri krepi dolgoročno plačilno sposobnost (saj teh virov ni potrebno vračati) kot tudi kreditno sposobnost podjetja.

5.1. OCENA TVEGANJA PLAČILNE NESPOSOBNOSTI V PODJETJU RSK

5.1.1. OCENJEVANJE PLAČILNE SPOSOBNOSTI S KAZALNIKI

Pri ocenjevanju plačilne sposobnosti si podjetje lahko do določene mere pomaga s kazalniki, izračunanimi na podlagi bilance stanja oziroma izkaza uspeha podjetja. Pri tem je potrebno poudariti, da ima posamezen kazalnik razmeroma nizko izrazno moč, v kolikor ni prikazan primerjalno: časovno, z ostalimi podjetji v panogi oziroma s panožnim povprečjem (Harrington, 1993, str. 34). Izračunane kazalnike v tabeli 7 primerjam časovno, in sicer za leti 1999 in 2000.

Osnovni kazalniki, ki jih RSK uporablja pri ocenjevanju likvidnosti, so:

1. **Kratkoročni koeficient** je izračunan kot razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Ocenjuje sposobnost podjetja, da poravnava svoje tekoče obveznosti. Večja kot je vrednost tega kazalca, večja je verjetnost, da bo podjetje lahko sproti plačevalo svoje tekoče obveznosti in se na ta način izognilo izgubi ter problemom zaradi plačilne nesposobnosti. Na drugi strani lahko previsoka vrednost tega kazalca kaže na neučinkovito uporabo kapitala. Potrebno je poudariti, da s tem kazalnikom ni mogoče zanesljivo presojeti o plačilni sposobnosti podjetja, temveč le oceniti, katere okvire okoliščine bi lahko vplivale nanjo. Razlog leži v tem, da so v okviru kratkoročnih sredstev vsebovane tudi zaloge, ki jih smatramo za relativno slabo likvidna sredstva. Čeprav velja splošno pravilo, da naj bi bila vrednost tega kazalnika 2 ali več, je prava velikost kazalnika odvisna tudi od panoge, v kateri podjetje deluje (Gallinger, Healey, 1991, str. 69). Kratkoročni koeficient je izračunan na naslednji način:

$$\text{kratkoročni koeficient} = \text{kratkoročna sredstva} / (\text{kratkoročne obveznosti iz financiranja} + \text{kratkoročne obveznosti iz poslovanja})$$

2. **Hitri koeficient** je bolj konzervativen indikator sposobnosti poravnavanja tekočih obveznosti podjetja, saj iz računa izključuje vse težje unovčljive oblike kratkoročnih sredstev, zanj pa velja enako kot za kratkoročni koeficient, večja vrednost tega kazalnika priča o večji trenutni plačilni sposobnosti podjetja (Gallinger, Healey, 1991, str. 70). Splošna ocena je, da naj bi bila vrednost tega kazalnika okoli 1.

$$\text{Hitri koeficient} = (\text{kratkoročne terjatve iz poslovanja} + \text{kratkoročne finančne naložbe} + \text{denarna sredstva}) / (\text{kratkoročne obveznosti iz financiranja} + \text{kratkoročne obveznosti iz poslovanja})$$

3. **Kazalec dnevov vezave denarja** pove čas obračanja oziroma kroženja denarja, ki ga je potrebno financirati. Za podjetje je ugodnejše, da je vrednost kazalnika čim nižja.

$$\text{dnevi vezave denarja} = \text{dnevi obračanja zalog} + \text{dnevi obračanja terjatev} - \text{dnevi obračanja obveznosti}$$

4. **Kazalnik kosmatega denarnega toka iz poslovanja**³¹ na čiste obresti pove razmerje med denarnimi sredstvi, ki jih je sposobno generirati podjetje iz poslovanja in neto obrestni (razliko med prihodki in odhodki od obresti), ki so posledica finančnega poslovanja družbe. Čim večji je, bolj je podjetje varno z vidika morebitnih likvidnostnih težav.

³¹Kosmati denarni tok iz poslovanja je izračunan posredno iz računovodskih podatkov, in sicer kot vsota dobička iz poslovanja, amortizacije in neto dolgoročnih rezervacij, ter je le grob približek denarnega toka iz poslovanja, vendar pa je z njim moč povezano izraziti ekonomsko-finančni vidik uspešnosti podjetja.

kosmati denarni tok iz poslovanja na čiste obresti = (dobiček iz poslovanja + amortizacija + neto rezervacije) / čiste obresti

5. Do sedaj opisani kazalniki so usmerjeni v ocenjevanje kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja. Kazalnik povprečnega stanja kreditov na kosmati denarni tok iz poslovanja pa je usmerjen k oceni dolgoročne sposobnosti poravnavanja vseh obveznosti iz tekočega poslovanja oziroma solventnosti. Pove, v koliko letih je podjetje zgolj z nastalim denarnim tokom iz poslovanja teoretično sposobno poplačati vse obveznosti iz financiranja. Kazalnik opisuje stopnjo solventnosti podjetja. Čim manjši je kazalnik, bolj je podjetje solventno.

povprečno stanje kreditov na kosmati denarni tok iz poslovanja = povprečno stanje kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti iz financiranja / (dobiček iz poslovanja + amortizacija + neto rezervacije)

Dodatno je mogoče oceniti plačilno sposobnost podjetja s kazalniki obračanja, in sicer s kazalniki obračanja zalog, terjatev ter obveznosti iz poslovanja (Hampton, 1989, str. 103):

1. Likvidnost zalog lahko opredelimo s koeficientom obračanja zalog kot razmerjem med stroški prodanih proizvodov in letnim povprečjem zalog. Pove, kolikokrat v letu se zaloge obrnejo. Višji koeficient obračanja pomeni boljšo plačilno sposobnost (poudariti pa velja, da previsoka vrednost kazalca v nekaterih primerih lahko pomeni, da je podjetje utrpelo izgube zaradi premajhnih zalog). Za dosledno enako razmerje morata biti števec in imenovalc izražena enako, in sicer je bolje, da sta izražena kot strošek. V spodnji formuli je v števcu izkazana nabavna vrednost prodanega blaga, zato morajo biti tudi zaloge izkazane po nabavni vrednosti.

kazalnik obračanja zalog³² = (nabavna vred. prodanega blaga oz. proizvajalni stroški / povprečno stanje zalog po nabavni vrednosti) · (meseci v letu / meseci v obdobju)

2. Likvidnost terjatev do kupcev lahko ocenimo s koeficientom obračanja terjatev do kupcev. Ta je izračunan kot razmerje med letno prodajo na odloženo plačilo in povprečnim stanjem terjatev. Pove, kolikokrat v letu se terjatve, ki izhajajo iz poslovanja, obrnejo. Višji je ta kazalec, manj časa v povprečju preteče med prodajo in dejanskim plačilom, kar pozitivno vpliva na likvidnostno stanje v podjetju. V nasprotju s kazalcem obračanja zalog so tu v števcu prihodki iz prodaje in ne nabavna vrednost prodanega blaga.

³²Če število dni v obdobju delimo z izračunanim kazalnikom obračanja zalog, dobimo povprečno število dni, v katerih se zaloge dejansko obrnejo.

kazalnik obračanja terjatev³³ = (čisti prihodki iz prodaje / (povprečne dolgoročne terjatve iz poslovanja + povprečne kratkoročne terjatve iz poslovanja)) · (mesece v letu / mesece v obdobju)

3. Koeficient obračanja obveznosti iz poslovanja pove razmerje med številom dni v letu in številom dni, v katerih so povprečno vezane obveznosti - pove kolikokrat v letu se obrnejo obveznosti iz poslovanja oziroma obseg, v katerem je podjetje na tekočem s plačili svojim dobaviteljem. Višji kot je, boljše je servisiranje obveznosti, kar posredno priča o likvidnostnem stanju podjetja.

kazalnik obračanja obveznosti iz poslovanja³⁴ = (nabavna vrednost prodanega blaga oz. proizvodni stroški / (povprečne dolgoročne obveznosti iz poslovanja + povprečne kratkoročne obveznosti iz poslovanja)) · (mesece v letu / mesece v obdobju)

Pri ocenjevanju dolgoročne sposobnosti poravnavanja vseh obveznosti iz tekočega poslovanja, oziroma solventnosti, si je mogoče do določene mere pomagati tudi s kazalniki finančne strukture:

1. Delež kapitala v čisti pasivi kaže razmerje med lastniškim kapitalom družbe in celotno pasivo, zmanjšano za obveznosti do dobaviteljev. Če je vrednost kazalnika visoka, izraža konzervativno (varno) finančno politiko podjetja, ki zmanjšuje tveganje pri poslovanju ter s tem tveganje nesolventnosti. Podjetje je manj odvisno od zunanjih virov financiranja. Nizka vrednost tega kazalnika pa je lahko razlog za zaskrbljenost. Čim nižja je vrednost, bolj tvegano je podjetje.

delež kapitala v čisti pasivi = (kapital / (kapital + dolgoročne obveznosti iz financiranja + kratkoročne obveznosti iz financiranja)) · 100

2. Delež kapitala v virih sredstev prikazuje delež lastnikov med vsemi viri financiranja. Višja vrednost kazalca pomeni, enako kot prej, bolj konzervativno finančno politiko, pri čemer se sedaj upoštevajo vsi viri sredstev.

delež kapitala v virih sredstev = (kapital / skupaj obveznosti do virov sredstev) · 100

Ob poznavanju optimalnih velikosti kazalnikov je mogoče podati oceno likvidnostnega stanja podjetja RSK ter s tem izpostavljenost tveganju plačilne sposobnosti. Prav tako je mogoče sklepati o izboljšanju oziroma poslabšanju likvidnostnega stanja v letu 2000 glede na prejšnje leto. Izračuni kazalnikov so predstavljeni v tabeli 7.

³³ Če število dni v obdobju delimo z izračunanim kazalnikom obračanja terjatev, dobimo povprečno število dni, v katerih so terjatve dejansko plačane.

³⁴ Če število dni v obdobju delimo z izračunanim kazalnikom obračanja obveznosti iz poslovanja, dobimo povprečno število dni, v katerih so obveznosti iz poslovanja dejansko plačane.

Tabela 7: Izračun kazalnikov za ocenjevanje likvidnosti ter solventnosti podjetja RSK v letih 1999 in 2000

Ime kazalnika	1.1.1999 - 31.12.1999	1.1.2000 - 31.12.2000
Kazalniki likvidnosti		
Kratkoročni koeficient	0,84	0,98
Hitri koeficient	0,54	0,73
Dnevi vezave denarja	27,18	23,55
Kosmati denarni tok iz poslovanja na čiste obresti	4,92	3,38
Stanje kreditov na kosmati denarni tok iz poslovanja	3,22	3,61
Kazalniki obračanja		
Kazalnik obračanja zalog	8,83	9,94
Kazalnik obračanja terjatev	9,83	8,91
Kazalnik obračanja obveznosti iz poslovanja	6,39	6,74
Kazalnika finančne strukture		
Delež kapitala v čisti pasivi	70,8 %	64,0 %
Delež kapitala v virih sredstev	62,2 %	55,8 %

Vir: Bilanca stanja podjetja RSK na dan 31.12.1999 ter 31.12.2000, izkaz uspeha podjetja RSK za leto 1999 ter 2000.

Tako hitri kot kratkoročni koeficient sta se v letu 2000 glede na prejšnje leto občutno zvišala, iz česar sklepam na splošno izboljšanje likvidnostnega stanja v podjetju. Vrednosti so sicer še vedno nižje od splošnih ocen priporočene vrednosti koeficientov, a potrebno je poudariti, da se le-te spreminjajo v odvisnosti od panoge. Temu pritrjuje tudi tabela 8, iz katere je razvidno, da so vrednosti kratkoročnih koeficientov primerljivih trgovskih družb v EU v primerjavi z RSK v večini nižje. Sklepam torej na zadovoljivo raven likvidnosti v RSK.

Kazalec dnevov vezave denarja je v obeh letih manjši od 30 dni, kar je za osnovno dejavnost podjetja RSK tudi normalno. Poleg tega se je čas vezave v proučevanem obdobju skrajšal za dobre 3 dni, kar kaže na uspešno upravljanje s kratkoročnimi sredstvi ter izboljšanje splošne ravni likvidnosti. Kazalnik kosmatega denarnega toka na čiste obresti se je zaradi porasta zadolžitve v letu 2000 in posledično višjih obresti zmanjšal, povprečno stanje kreditov na kosmati denarni tok pa seveda povečalo. Oba kazalca torej nakazujeta poslabšanje likvidnostnega stanja, vzrok za tako gibanje pa leži v povečanem pridobivanju posojil v letu 2000.

Kazalnik obračanja zalog, računano na nabavno vrednost prodanega blaga, v letu 2000 znaša 9,94, kar pomeni, da so se zaloge povprečno obrnile v 37 dneh in da se je obrat glede na leto 1999 izboljšal za 4 dni. Kazalnik obračanja terjatev se je poslabšal, saj so se v letu 2000 terjatve v povprečju obrnile v 41 dneh, kar je za 4 dni slabše kot leto prej. Vrednost kazalnika obračanja obveznosti iz poslovanja pa se je povečala, in sicer zaradi večjega obsega koriščenja popustov pri predčasnem plačilu obveznosti. Obračanje obveznosti poslovanja tako v letu 2000 znaša 54 dni, kar pomeni izboljšanje za 3 dni glede na leto prej.

Visoki vrednosti kazalnikov finančne strukture v obeh letih jasno odražata konzervativno finančno politiko podjetja, saj poglavitni vir predstavljajo trajni viri financiranja. To trditev podpira tabela 8, iz katere je razvidno, da imajo primerljive našete trgovske družbe v tujini vse višjo raven dolžniškega financiranja. Iz tega je mogoče sklepati na nizko tveganje nesolventnosti podjetja RSK. Kljub temu pa sprememba vrednosti kazalnikov v tabeli 7 odraža dejstvo, da se je delež kapitala tako v celotnih virih sredstev kot v čisti pasivi zmanjšal, delež obveznosti tako iz poslovanja kot iz financiranja pa se je povečal. Takšne vrednosti kazalcev so povezane s porastom zadolžitve, ki je potrebna za intenzivno širitev podjetja.

Tabela 8: Primerjava kazalnika finančne strukture ter kratkoročnega koeficienta podjetja RSK z nekaterimi primerljivimi podjetji v EU na dan 31.12.2000

	Delež obveznosti v virih sredstev (v %)	Kratkoročni koeficient
RSK	44,2	0,98
Podjetje 1	75,7	0,57
Podjetje 2	78,2	0,70
Podjetje 3	49,7	0,37
Podjetje 4	65,1	0,62
Podjetje 5	55,0	1,12
Podjetje 6	69,4	0,52
Podjetje 7	75,3	1,35

Vir: Bilance stanja naštetih podjetij, objavljene na spletnih straneh.

5.1.2. OCENA IZPOSTAVLJENOSTI TVEGANJU PLAČILNE NESPOSOBNOSTI

Na podlagi naslednjih informacij po subjektivni oceni trdim, da je izpostavljenost podjetja RSK likvidnostnemu tveganju nizka:

- Prihodki iz maloprodaje predstavljajo približno 55 % vseh prihodkov iz poslovanja. Velika večina le-teh je v obliki takojšnjega denarnega plačila, kar za RSK predstavlja povsem gotov vsakodneveni pritek. Spremenljivost višine teh pritokov v času je nizka, poleg tega je lahko predvidljiva. Prav tako so povsem gotovi pritoki s strani bank, ki so posledica plačevanja s plačilnimi karticami.
- Poleg omenjenih pritokov ima RSK možnost pridobiti visok znesek denarja tekom posameznega dneva, saj ima s štirimi različnimi bankami odprte kreditne linije, ki mu omogočajo poljubno črpanje denarja brez vnaprejšnjega opozorila.
- Najbolj tvegano skupino glede pritokov predstavljajo veleprodajni kupci, vendar kot sem omenil v 3. poglavju, so le-ti razpršeni, poleg tega ima RSK izoblikovano politiko aktivnega upravlja s kreditnim tveganjem.
- Tako obveznosti iz financiranja kot iz poslovanja so znane vnaprej, kar omogoča podjetju RSK natančno planiranje odtokov. Poleg tega so vse obveznosti dokaj enakomerno razporejene po času. RSK sistematično koristi možnosti predplačil obveznosti (kar kaže na visoko likvidnostno rezervo podjetja), pri čemer je deležen določenih popustov.
- RSK pri dolžniškem financiranju sodeluje s skoraj vsemi slovenskimi bankami ter večjimi tujimi bankami, kar zmanjšuje možnost nelikvidnosti ob morebitnem izpadu posameznega vira financiranja.
- Devize za servisiranje obveznosti v tujih valutah RSK kupuje od bank, ki v danem trenutku nudijo najboljši tečaj, oziroma koristi namenski devizni kredit za uvozno blago.

Podjetje RSK je tveganju dolgoročne plačilne nesposobnosti izpostavljeno v neznatni meri zaradi visoke stopnje finančne moči, ki izvira iz visoke vrednosti ustvarjenih notranjih virov, konzervativne kapitalske strukture (poglavitni vir predstavljajo trajni viri financiranja, ki obsegajo lastniški kapital ter dolgoročne rezervacije) ter velikega potenciala dezinvestiranja.

5.2. UPRAVLJANJE S TVEGANJI PLAČILNE NESPOSOBNOSTI V PODJETJU RSK

Na podlagi naslednjih dejstev ocenjujem, da podjetje RSK z likvidnostnim tveganjem aktivno kot tudi uspešno upravlja:

1. RSK ima v okviru zakladništva vzpostavljen sistem za upravljanje denarnih tokov podjetja na osnovi OLAP (on-line analytical processing) tehnologije. Sistem se imenuje *Delovna postaja za zakladništvo* in pomaga pri uravnavanju likvidnosti in odločanju o likvidnostnih ukrepih ter pri poročanju in napovedovanju denarnih tokov. Cilj tega sistema je čim boljše, z dejstvi in preračunskimi orodji podprto, načrtovanje denarnih tokov in s tem optimizacija stroškov financiranja v zvezi z likvidnostjo podjetja. Sistem omogoča tudi avtomatizirano izdelovanje periodičnih poročil ter spremljanje odmikov plana denarnih tokov od dejanskega denarnega toka.

Za čim boljšo oceno denarnih tokov se s pomočjo omenjenega sistema izvaja spremljanje ter oblikovanje treh časovnih vrst. Prva časovna vrsta predstavlja *dejanske denarne tokove* (realizacijo), druga *pričakovane tokove v prihodnosti*, tretja časovna vrsta pa je *napoved* in je v Delovni postaji za zakladništvo osrednjega pomena. Tu se izvaja dnevno načrtovanje denarnih tokov za posamezne postavke. Iz vseh treh časovnih vrst se ob pomoči orodij ter na osnovi lastnih izkušenj izračunava čim varnejšo končno napoved stanja denarja ter denarnih tokov. Denarni tokovi se načrtujejo na tri načine:

- letno planiranje denarnih tokov, ki ima za rezultat plan denarnih tokov po mesecih (planski mesečni tok),
 - mesečno planiranje denarnih tokov, ki ima za rezultat plan denarnih tokov po dnevih za prihodnje tri mesece (planski dnevni tok),
 - dnevno planiranje denarnih tokov, ki zajema popravke analitične napovedi na osnovi zunanjih informacij in odločitve o ukrepih za uravnavanje likvidnosti. Rezultat predstavlja dobljena napoved dnevni denarnih tokov ter končnega stanja (Interni podatki podjetja RSK).
2. Dodaten korak pri upravljanju likvidnosti predstavlja dnevni stik podjetja RSK z desetimi največjimi kupci. Tako se sproti ugotavlja višino prihodnjih pritokov z njihove strani. Izdelan je tudi statistični program, ki ocenjuje sprotnost plačevanja terjatev ostalih veleprodajnih kupcev na podlagi preteklih podatkov. Glede na pridobljene informacije se natančno ter z gotovostjo oceni pričakovane pritoke iz veleprodaje.
 3. Dnevno se sestaja tako imenovana likvidnostna komisija, ki pregleduje izdelane napovedi ter na podlagi le-teh ocenjuje trenutne ter prihodnje denarne tokove, usklajuje ter prireja načrte, se odloča o potrebah ter načinih pridobivanja dodatnih likvidnih sredstev oziroma o morebitnem plasiranju presežnih likvidnih sredstev (ti presežki se plasirajo v kreditne linije oziroma izključno v banke - na sivem trgu, ki predstavlja posojanje drugim podjetjem, RSK ne sodeluje).

6. SKLEP

Negotovost ter spremenljivost finančnega okolja se kažeta skozi različne vrste tveganj, katerim so izpostavljeni gospodarski subjekti. Sodobno okolje je zelo spremenljivo, zato upravljanje tako s finančnimi kot z ostalimi tveganji postaja vse bolj pomemben ter nujen del celotne strategije podjetja. Splošni trendi in pričakovanja nakazujejo, da bo tekom časa aktivno upravljanje s tveganji postalo sestavni del celotnega procesa upravljanja. Prav tako bo vplivalo na konkurenčni položaj podjetij, boljši nadzor stroškov, predvidljivost denarnih tokov in višino dobička ter posledično na tržno vrednost podjetja. Dejstvo je, da primerljiva napredna podjetja v svetu že uvajajo aktivno upravljanje tako s finančnimi kot tudi ostalimi tveganji kot del celotnega procesa upravljanja. Tega se kot sodobno in konkurenčno podjetje zaveda tudi podjetje RSK. Upravljanje s finančnimi tveganji je v RSK v fazi razvoja, ocenjujem pa, da je še dosti prostora za oblikovanje novih postopkov, aktivnosti, meril oziroma standardov, ki bi prispevali k boljšem ter aktivnejšem upravljanju s finančnimi tveganji.

V diplomskem delu sem predstavil finančna tveganja, katerim je izpostavljeno podjetje RSK. Pri tem sem posamezne vrste tveganja predstavil s teoretičnega vidika ter opisal možnosti ščitenja pred njimi oziroma upravljanja z njimi. Nato sem poskušal raziskati ter oceniti višino in naravo izpostavljenosti podjetja RSK posameznim vrstam tveganja, pri čemer sem v določenih primerih vpeljal kriterije, ki izpostavljenost rangirajo ter v nadaljnjem koraku predlagajo potrebne ukrepe (vpeljani kriteriji lahko predstavljajo smernice oziroma neke vrste podporo odločanju managementa pri aktivnem upravljanju s tveganji). Sledil je opis sedanje politike upravljanja s posameznim tveganjem. Pri tem sem poskušal tudi oceniti kvaliteto upravljanja s posameznim tveganjem, izpostavil možnost določenih sprememb oziroma poskušal oceniti še neizkoriščene možnosti upravljanja. V nadaljevanju navajam glavne ugotovitve diplomskega dela.

Kljub razpršenosti veleprodajnih kupcev ter aktivnem upravljanju s kreditnim tveganjem ocenjujem, da je izpostavljenost kreditnemu tveganju srednje visoka. Razlogi za tako oceno so predvsem visok delež prihodkov iz veleprodaje (kreditno tveganje izvira iz veleprodaje, ki poteka na odloženo plačilo), porast kratkoročnih terjatev ter posledično pričakovan absolutni porast obsega zapadlih in toženih terjatev, poslabšanje koeficienta obračanja terjatev, nizek delež zavarovanih terjatev (z uporabo spornih zavarovanj), zelo visok odstotek toženih terjatev z nizko verjetnostjo izterjave plačila, znižanje deleža nezapadlih terjatev in porast deleža toženih terjatev v obdobju od konca februarja do konca avgusta 2001 ter nizka plačilna disciplina v Sloveniji z dolgotrajnimi in dragimi postopki tožb. Na podlagi navedenih dejstev ocenjujem tudi, da obstoječe upravljanje s kreditnim tveganjem ne dosega

najvišje možne ravni in bi ga bilo potrebno v določenih delih spremeniti oziroma dopolniti. Menim, da naj vložitev tožbe predstavlja poslednji ukrep pri izterjavi plačila, podjetje RSK naj se jih, če je to možno, izogiba. Prav tako menim, da bi moral RSK opustiti rabo nekaterih vrst zavarovanja (najbolj tipičen primer predstavlja bianco menica z menično izjavo, ki jo RSK uporablja v največjem obsegu). Predlagam tudi vzpostavitev neke vrste centralizirane interne bonitetne oziroma izterjevalne službe.

Predstavljena dejstva, vpeljeni kriteriji ter ugotovitve analize kažejo na visoko izpostavljenost podjetja RSK tveganju spremembe obrestne mere EURIBOR, na podlagi česar ocenjujem, da bi bilo potrebno izpostavljenost zmanjšati na sprejemljivo raven z uporabo ustreznih instrumentov, prav tako pa bi bilo potrebno ustrezno zavarovati morebitna neto nova posojila.

Vpeljeni kriteriji ter ugotovitve analize kažejo na nizko izpostavljenost podjetja RSK tveganju spremembe obrestne mere LIBOR, na podlagi česar ocenjujem, da ukrepi za zmanjšanje izpostavljenosti niso potrebni.

Zaradi svoje bilančne strukture je RSK izpostavljen tveganju porasta deviznega tečaja SIT/EUR. Ob upoštevanju slovenskih razmer, kjer obstaja visoka povezanost med rastjo tečaja SIT/EUR ter stopnjo inflacije, ocenjujem izpostavljenost temu tveganju kot nizko, pri čemer sem mnenja, da ukrepi za zmanjšanje le-te niso potrebni. V primeru, da bi se RSK kljub temu odločil ščititi pred tveganjem spremembe tečaja SIT/EUR, predstavlja primeren ukrep načrtno usklajevanje relevantnih bilančnih postavk. Ščitenje z uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih razmerah v primeru tega tečaja zaradi navedenih razlogov ni primerna rešitev.

Zaradi svoje bilančne strukture je RSK izpostavljen tveganju porasta deviznega tečaja SIT/CHF. Ob upoštevanju slovenskih razmer, kjer obstaja visoka povezanost med rastjo tečaja SIT/CHF ter stopnjo inflacije, ocenjujem izpostavljenost temu tveganju kot nizko, pri čemer sem mnenja, da ukrepi za zmanjšanje le-te niso potrebni. V primeru, da bi se RSK kljub temu odločil ščititi pred tveganjem spremembe tečaja SIT/CHF, predstavlja primeren ukrep načrtno usklajevanje relevantnih bilančnih postavk. Ščitenje z uporabo valutnih izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih razmerah tudi v primeru tega tečaja ni primerna rešitev.

RSK je tveganju spremembe inflacije izpostavljen v dveh vidikih. Prvi predstavlja možnost, da se na nepričakovano spremembo v inflaciji, ki zmanjšuje realno vrednost denarja, ne more pravočasno odzvati s prilagoditvijo prodajnih cen blaga in storitev. Ocenjujem, da je izpostavljenost, ki izhaja iz prvega vidika, nizka, kar je posledica zmožnosti RSK, da učinke

izgube kupne moči domače valute, ki se kaže skozi zviševanje cen dobavnega blaga, pravočasno ter v primerni meri vgradi v prodajne cene blaga.

Drugi vidik predstavlja možnost, da bo sprememba inflacije negativno vplivala na višino revalorizacijskega izida podjetja ter s tem posledično na zmanjšanje dobička oziroma povečanje izgube podjetja. Na podlagi strukture bilance stanja ugotavljam, da je RSK v tem vidiku izpostavljen tveganju zmanjšanja inflacije. Zmanjšanje le-te bi znižalo revalorizacijski presežek ter posledično dobiček poslovnega leta. Vendar pa na podlagi predstavljenih dejstev kot tudi vpeljanega kriterija sklepam na nizko izpostavljenost tveganju spremembe inflacije, pri čemer ocenjujem, da zmanjševanje le-te z boljšim usklajevanjem relevantnih bilančnih postavk ni potrebno.

Tveganju zmanjšane likvidnosti oziroma spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev RSK ni izpostavljen, ker nima materialno pomembnih naložb v vrednostne papirje, s katerimi bi trgoval oziroma ni izdalo tržnih dolžniških vrednostnih papirjev. Prav tako ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov.

Na podlagi kazalnikov likvidnosti, primerjav z nekaterimi primerljivimi podjetji v EU ter drugih relevantnih dejavnikov, pri čemer na prvem mestu stojita velikost sprotnih ter gotovih pritokov iz poslovanja kot tudi sposobnost pridobitve visokega denarnega zneska tekom posameznega dneva, ocenjujem, da je izpostavljenost podjetja RSK tveganju plačilne nesposobnosti nizka, pri čemer se je plačilna sposobnost v letu 2000 glede na prejšnje leto izboljšala. Prav tako ima RSK podrobno ter dobro razdelano politiko upravljanja z likvidnostnim tveganjem.

7. LITERATURA

1. Bešter Primož, Prašnikar Janez et al.: Internacionalizacija slovenskega podjetja. Ljubljana: Finance, 2000. 428 str.
2. Bierman Harold, Smidt Seymour: Financial Management for Decision Making. New York: Macmillan Publishing Company, 1986. 840 str.
3. Brealey Richard, Myers Stewart: Principles of Corporate Finance. New York: McGraw-Hill, 1991. IV, 924 str.
4. Brigham Eugene, Gapenski Louis: Financial Management. Orlando: The Dryden Press, 1994. VII, 1135 str.
5. Butler Cormac: Mastering Value at Risk. London: Financial Times Professional Limited, 1999. 241 str.
6. Campbell Tim, Krackaw William: Financial Risk Management: Fixed Income and Foreign Exchange. New York: HarperCollins College Publishers, 1993. I, 349 str.
7. Cetinski Andrej: Dobra novica o revalorizaciji. Finance, 9.6.2000, 67, str. 8.
8. Cetinski Andrej: Mnenje: Indeksacije ne damo - za nobeno ceno! Gospodarski vestnik, 24.5.2001, 21, str. 28.
9. Doles Jernej: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih bankah. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 90 str.
10. Drenovec Franček: Je TOM že za v smeti? Finance, 13.5.1998, 36, str. 3.
11. Gallinger W. George, Healey P. Basil: Liquidity Analysis and Management. New York: Addison-Wesley Publishing Company, 1991. II, 642 str.
12. Hampton J. John: Financial Decision Making. London: Prentice-Hall International, 1989. IV, 550 str.
13. Harrington E. Scott, Niehaus R. Gregory: Risk Management and Insurance, International Edition. Singapore: Irwin/McGraw-Hill, 1999. 674 str.
14. Harrington R. Diana: Corporate Financial Analysis. Boston: Richard D. Irwin, 1993. IV, 387 str.
15. Kendall Robin: Risk Management for Executives. London: Pitman Publishing, 1998. 252 str.

16. Koch W. Timothy, MacDonald S. Scott: Bank Management. Orlando: The Dryden Press, 2000. IV, 968 str.
17. Kolb W. Robert: Understanding Futures Markets. Glenview: Scott, Foresman and Company, 1988. 457 str.
18. Lumby Stephen: Investment Appraisal and Financing Decisions. London: Chapman & Hall, 1991. IV, 518 str.
19. Miccolis A. Jerry et al.: Enterprise Risk Management - Trends and Emerging Practices. Altamonte Springs (Florida): The Institute of Internal Auditors Research Foundation, 2001. 179 str.
20. Penec Urška: Terminkim trgovcem TOM ni preveč všeč. Finance, 23.4.1997, 31, str. 8.
21. Pfajfar Lovrenc: Ekonometrija - obrazci in postopki. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 34 str.
22. Pfajfar Lovrenc, Arh Franc: Statistika 1. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 252 str.
23. Pike Richard, Neale Bill: Corporate Finance & Investment. Hertfordshire: Prentice Hall Europe, 1996. II, 706 str.
24. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
25. Saunders Anthony: Financial Institutions Management. New York: McGraw-Hill, 2000. III, 742 str.
26. Shapiro Alan: Modern Corporate Finance. New York: Macmillan Publishing Company, 1990. 1045 str.
27. Usenik Boštjan: Kdo je kriv, da se slovenska podjetja ne hedžajo? Finance, 19.5.2000, 58, str. 5.
28. Veselinovič Draško: Devizno trgovanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 191 str.
29. Winstone David: Financial Derivatives - hedging with futures, forwards, options and swaps. London: Chapman & Hall, 1995. I, 303 str.

8. VIRI

1. Bilance stanja podjetij od 1 do 7 na dan 31.12.2000.
2. Derivatives in Plain English. [URL: <http://www.iol.ie/~aibtreas/derivs-pe/>], AIB Group, 16.4.2001.
3. FINBON - ekspertni sistem za finančno analizo poslovanja podjetja. Ljubljana, 1995.
4. Interna gradiva podjetja RSK.
5. Pogovori ter intervjuji z zaposlenimi v podjetju RSK, s tistimi zaposlenimi v NLB in Societe Generale, ki se ukvarjajo s ponudbo izvedenih finančnih instrumentov, ter z direktorjem MBOT.
6. Ponudba izvedenih finančnih instrumentov v Novi Ljubljanski Banki. [URL: http://www.n-lb.si/slo/izvedeni_financni_instrumenti.html], NLB, 17.5.2001.
7. Spletna stran s podatki o dnevni vrednosti spremenljive obrestne mere EURIBOR. [URL: <http://www.euribor.org>], 31.8.2001.
8. Spletna stran s podatki o dnevni vrednosti spremenljive obrestne mere LIBOR. [URL: <http://www.bba.org.uk/media/>], 31.8.2001.
9. Treasury Risk: The Roadmap. [URL: <http://www.iol.ie/~aibtreas/roadmap/>], AIB Group, 10.4.2001.

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

Acid-test ratio, quick ratio - hitri koeficient

Average collection period - dnevi vezave terjatev do kupcev

Currency risk, currency exposure, exchange risk - valutno tveganje

Current ratio - kratkoročni koeficient

Derivative, derivative security, contingent claim - izveden finančni instrument

Duration - trajanje, povprečni čas vezave

Economic exposure, economic risk - konkurenčno tveganje

Fire-sale price - cena, nižja od tržne zaradi potrebe po takojšnji prodaji sredstev

Interest rate cap - obrestna kapica

Interest rate collar - obrestna ovratnica

Interest rate swap - obrestna zamenjava

Inventory turnover ratio - koeficientom obračanja zalog

Leading and lagging - predčasno plačevanje oziroma zavlačevanje plačila

Market risk - tveganje spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev

Market value risk - tveganje tržne vrednosti

Matching - ujemanje

Netting - netiranje

Receivable turnover ratio - obračanje terjatev do kupcev

Refinancing risk - tveganje refinanciranja

Reinvestment risk - tveganje reinvestiranja

Transaction risk - transakcijsko tveganje

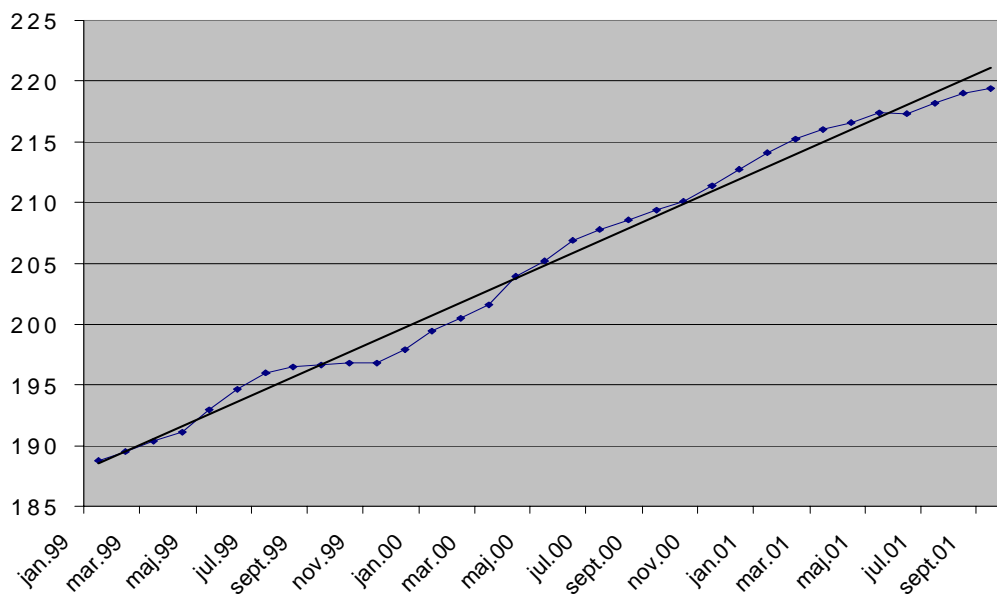
Translation risk, accounting risk, balance sheet risk - računovodsko tveganje

PRILOGE

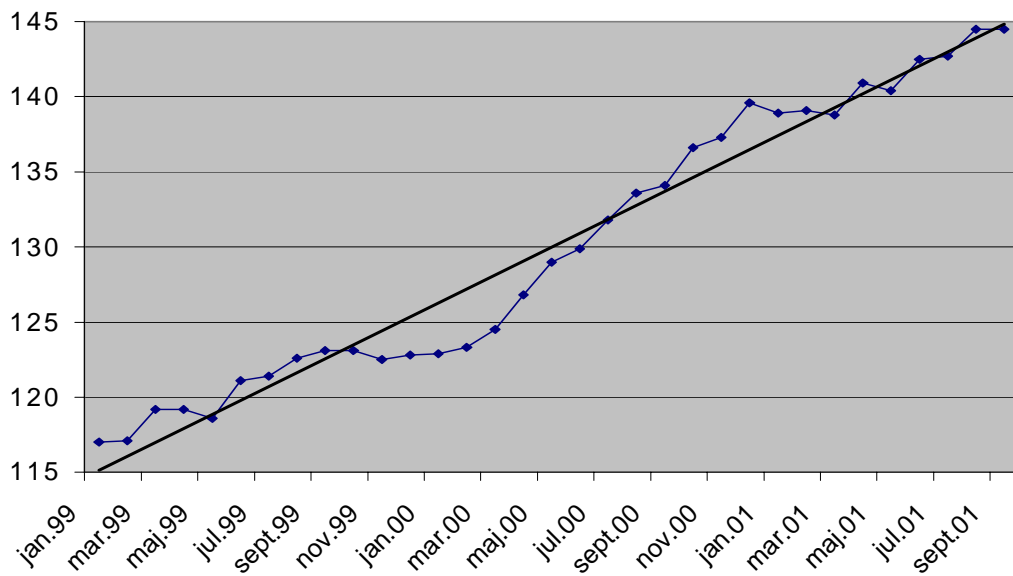
1. Gibanje deviznih tečajev SIT/EUR in SIT/CHF od 1.1.1999 do 1.9.2001.
2. Dnevne vrednosti šestmesečnega EURIBOR-ja ter šestmesečnega LIBOR-ja od začetka januarja 1999 do začetka septembra 2001.
3. Spreminjanje TOM od januarja 1999 do septembra 2001.
4. Revalorizacijski izid podjetja RSK v letu 2000 v 1.000 SIT.
5. Postopek izračuna največjega pričakovanega porasta stroškov obresti, vezanih na EURIBOR, po posameznih mesecih v prihodnosti.
6. Postopek izračuna največjega pričakovanega porasta neto stroškov obresti, vezanih na LIBOR, po posameznih mesecih v prihodnosti.
7. Analiza gibanja tečaja SIT/EUR od 1.1.1999 do 1.9.2001.
8. Analiza gibanja tečaja SIT/CHF od 1.1.1999 do 1.9.2001.

PRILOGA 1: Gibanje deviznih tečajev SIT/EUR in SIT/CHF od 1.1.1999 do 1.9.2001

Slika P1: Tečaj SIT/EUR od 1.1.1999 do 1.9.2001

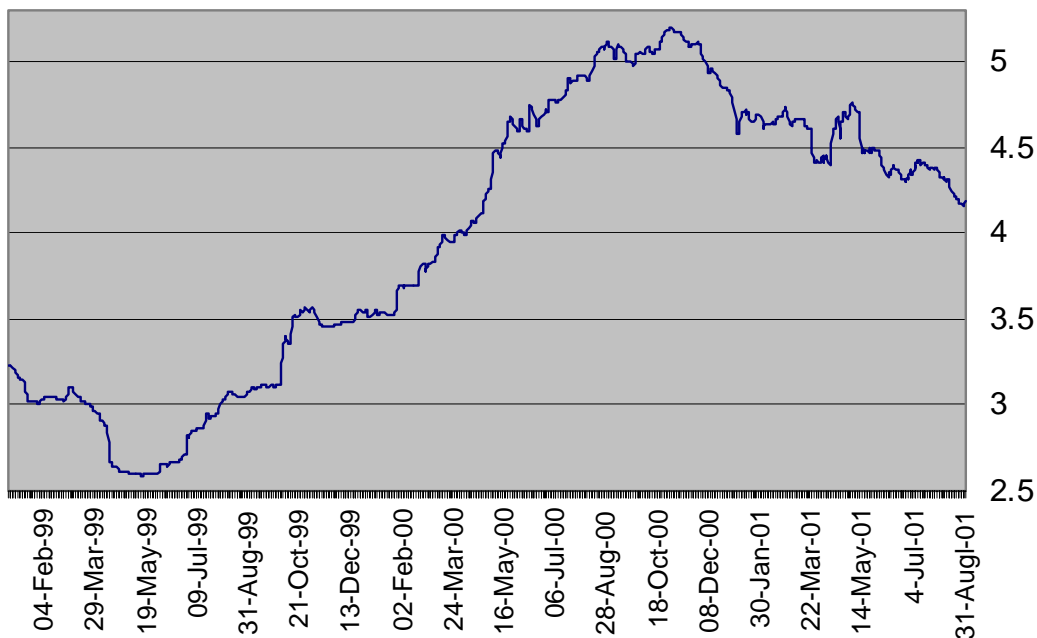


Slika P2: Tečaj SIT/CHF od 1.1.1999 do 1.9.2001

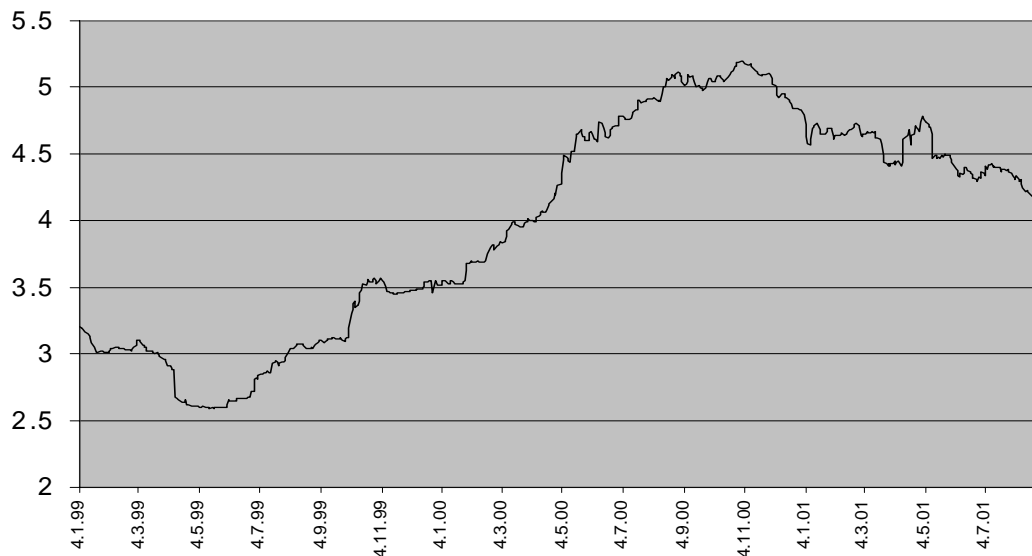


PRILOGA 2: Dnevne vrednosti šestmesečnega EURIBOR-ja ter šestmesečnega LIBOR-ja od začetka januarja 1999 do začetka septembra 2001

Slika P3: Dnevne vrednosti šestmesečnega EURIBOR-ja od začetka januarja 1999 do začetka septembra 2001

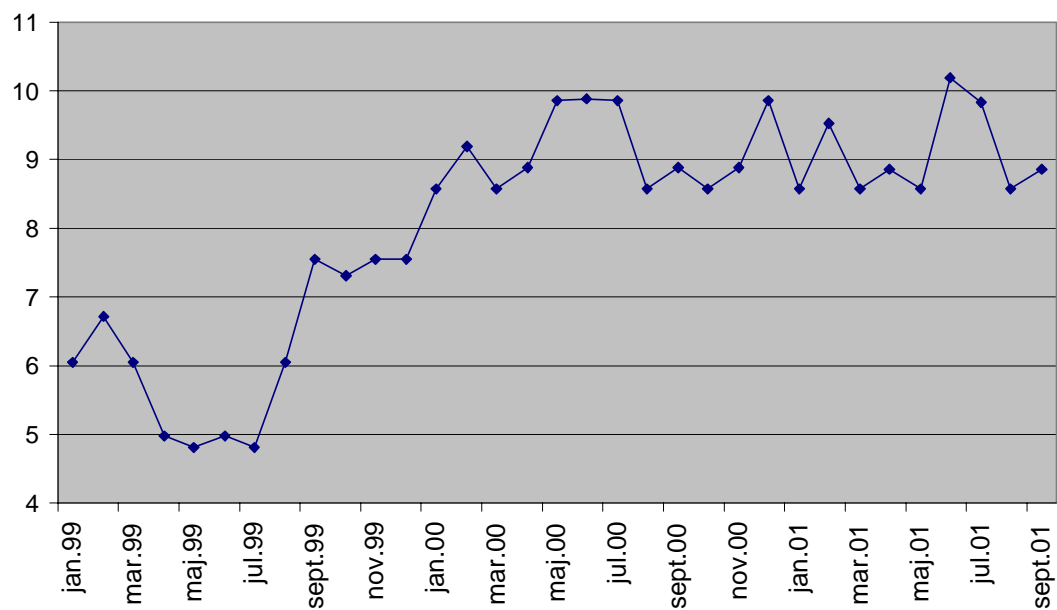


Slika P4: Dnevne vrednosti šestmesečnega LIBOR-ja od začetka januarja 1999 do začetka septembra 2001



PRILOGA 3: Spreminjanje TOM od januarja 1999 do septembra 2001

Slika P5: TOM od januarja 1999 do septembra 2001



PRILOGA 4: Revalorizacijski izid podjetja RSK v letu 2000 v 1.000 SIT

	Leto 2000
Oblikovanje revalorizacijskega izida:	
Revalorizacija neopredmetenih dolgoročnih sredstev	3.867
Revalorizacija opredmetenih osnovnih sredstev	703.445
Revalorizacija amortizacije	33.941
Revalorizacija dolgoročnih finančnih naložb	27.100
Revalorizacija dolgoročnih danih posojil iz financiranja	9.178
Revalorizacija dolgoročnih danih posojil iz poslovanja	759
Revalorizacija zalog	52.697
Revalorizacija dolgoročnih terjatev iz finančnega najema	20
Revalorizacija kratkoročnih finančnih naložb	2.227
Pozitivne tečajne razlike	69.383
Skupaj	902.620
Črpanje revalorizacijskega izida:	
Revalorizacija kapitala	609.691
Revalorizacija dolgoročnih rezervacij	47.175
Revalorizacija dolgoročnih obveznosti iz financiranja	35.192
Revalorizacija dolgoročnih obveznosti iz poslovanja	145
Revalorizacija kratkoročnih obveznosti iz financiranja	7.623
Negativne tečajne razlike	148.150
Skupaj	847.981
REVALORIZACIJSKI PRESEŽEK/PRIMANJKLJAJ	54.639

Vir: Prirejeni interni podatki podjetja RSK.

PRILOGA 5: Postopek izračuna največjega pričakovanega porasta stroškov obresti, vezanih na EURIBOR, po posameznih mesecih v prihodnosti

Za izračun največjega pričakovanega porasta stroškov obresti sem v prvem koraku oblikoval frekvenčno porazdelitev mesečnih stopenj rasti EURIBOR-ja. Iz oblike porazdelitve sklepam na normalno porazdelitev, kar omogoča izračun največjega pričakovanega porasta obrestne mere v določenem obdobju ter posredno izračun največjega pričakovanega povečanja stroškov za obresti, ob določeni stopnji zaupanja v napoved.³⁵

Na podlagi frekvenčne porazdelitve, ob upoštevanju predpostavke, da je frekvenčna porazdelitev preteklih mesečnih stopenj rasti dober približek frekvenčne porazdelitve prihodnjih stopenj rasti ter ob poznavanju aritmetične sredine in standardnega odklona porazdelitve ugotavljam, da največja možna mesečna stopnja rasti EURIBOR-ja v proučevanem obdobju ne bo presegla pričakovane (aritmetična sredina) za več kot 8,50 odstotne točke pri 5-odstotni stopnji tveganja oziroma 11,98 odstotnih točk pri 1-odstotni stopnji tveganja. Če torej predpostavimo, da bodo dejavniki, ki so vplivali na gibanje obrestne mere EURIBOR v preteklosti ostali nespremenjeni tudi v prihodnje, lahko z 95-odstotno gotovostjo trdimo, da mesečna stopnja rasti EURIBOR-ja ne bo višja od 9,61 %, z 99-odstotno gotovostjo pa lahko trdimo, da ne bo višja od 13,09 %. Na podlagi teh napovedi je mogoče sklepati o najvišjem pričakovanem povišanju stroškov obresti.

Tabela P2: Največji pričakovani porast obresti podjetja RSK po posameznih mesecih v prihodnosti ob upoštevanju predpostavke, da je frekvenčna porazdelitev mesečnih stopenj rasti EURIBOR-ja dober približek frekvenčne porazdelitve prihodnjih stopenj rasti pri 95 % in 99 % stopnji zaupanja v napoved

Mesec	Osnovni strošek obresti		Največji pričakovani porast stroškov obresti pri 95 % stopnji zaupanja		Največji pričakovani porast stroškov obresti pri 99 % stopnji zaupanja	
	EUR	mio SIT	EUR	mio SIT	EUR	mio SIT
Okt 01	60.788	106,5	5.790	1,26	7.887	1,73
Nov 01	39.697	8,7	3.749	0,82	5.107	1,11
Dec 01	67.006	14,7	6.273	1,37	8.545	1,87
Jan 02	17.486	3,8	1.636	0,36	2.228	0,49
Feb 02	164.388	36,0	15.725	3,44	21.419	4,69
Mar 02	60.455	13,2	5.644	1,24	7.688	1,68

Vir: Lastna zasnova.

³⁵Gre za zgodovinsko simulacijo, ki je ena od metod za izračun VaR.

Na primeru meseca decembra 2001 prikazujem, kako se tolmačijo podatki iz tabele. Če predpostavimo, da bodo dejavniki, ki so vplivali na gibanje obrestne mere EURIBOR v preteklosti ostali nespremenjeni do decembra 2001, potem lahko s 95-odstotno gotovostjo trdimo, da porast stroškov obresti zaradi neugodnega gibanja EURIBOR-ja ne bo višji od 6.273 EUR (1,37 mio SIT), z 99-odstotno gotovostjo pa lahko trdimo, da porast stroškov ne bo višji od 8.545 EUR (1,87 mio SIT). Najvišji možni porast stroškov obresti v decembru torej znaša 6.273 EUR pri 95-odstotni stopnji zaupanja v dano napoved oziroma 8.545 EUR pri 99-odstotni stopnji zaupanja v dano napoved.

PRILOGA 6: Postopek izračuna največjega pričakovanega porasta neto stroškov obresti, vezanih na LIBOR, po posameznih mesecih v prihodnosti

Za izračun največjega pričakovanega porasta neto stroškov obresti sem v prvem koraku oblikoval frekvenčno porazdelitev mesečnih stopenj rasti LIBOR-ja. Iz oblike porazdelitve sklepam na normalno porazdelitev, kar omogoča izračun največjega pričakovanega porasta obrestne mere v določenem obdobju ter posredno izračun največjega pričakovanega povečanja neto stroškov za obresti, ob določeni stopnji zaupanja v napoved.

Na podlagi frekvenčne porazdelitve, ob upoštevanju predpostavke, da je frekvenčna porazdelitev preteklih mesečnih stopenj rasti dober približek frekvenčne porazdelitve prihodnjih stopenj rasti ter ob poznavanju aritmetične sredine in standardnega odklona porazdelitve ugotavljam, da največja možna mesečna stopnja rasti LIBOR-ja v proučevanem obdobju ne bo presegla pričakovane (aritmetična sredina) za več kot 8,50 odstotne točke pri 5% stopnji tveganja oziroma 11,98 odstotnih točk pri 1% stopnji tveganja. Če torej predpostavimo, da bodo dejavniki, ki so vplivali na gibanje obrestne mere LIBOR v preteklosti ostali nespremenjeni tudi v prihodnje, lahko z 95% gotovostjo trdimo, da mesečna stopnja rasti LIBOR-ja ne bo višja od 9,61%, z 99% gotovostjo pa lahko trdimo, da ne bo višja od 13,09%. Na podlagi teh napovedi je mogoče sklepati o najvišjem pričakovanem povišanju stroškov obresti.

Tabela P3: Največji pričakovani neto porast obresti podjetja RSK v posameznem mesecu ob upoštevanju predpostavke, da je frekvenčna porazdelitev mesečnih stopenj rasti LIBOR-ja dober približek frekvenčne porazdelitve prihodnjih stopenj rasti pri 95-odstotni in 99-odstotni stopnji zaupanja v napoved

Mesec	Osnovna višina neto obresti		Največji pričakovani neto porast stroškov obresti pri 95 % stopnji zaupanja		Največji pričakovani neto porast stroškov obresti pri 99 % stopnji zaupanja	
	EUR	1.000 SIT	EUR	1.000 SIT	EUR	1.000 SIT
Okt 01	5.698	1.248	547	120	746	163
Nov 01	4.851	1.062	466	102	635	139
Dec 01	0	0	0	0	0	0
Jan 02	989	216	95	20	129	28
Feb 02	0	0	0	0	0	0
Mar 02	0	0	0	0	0	0

Vir: Lastna zasnova.

Podajam razlago za november 2001. Če predpostavimo, da bodo dejavniki, ki so vplivali na gibanje obrestne mere LIBOR v preteklosti ostali nespremenjeni do novembra 2001, potem lahko s 95-odstotno gotovostjo trdimo, da neto porast stroškov obresti zaradi neugodnega gibanja LIBOR-ja ne bo višji od 466 EUR (102.000 SIT), z 99-odstotno gotovostjo pa lahko trdimo, da neto porast stroškov ne bo višji od 635 EUR (139.000 SIT). Najvišji možni neto porast stroškov obresti v novembru torej znaša 466 EUR pri 95-odstotni stopnji zaupanja v dano napoved oziroma 635 EUR pri 99-odstotni stopnji zaupanja v dano napoved.

PRILOGA 7: Analiza gibanja tečaja SIT/EUR od 1.1.1999 do 1.9.2001

Da bi ugotovili, kako je gibanje deviznega tečaja SIT/EUR odvisno od časa, izvedemo regresijsko analizo, pri čemer spremenljivka ČAS nastopa kot neodvisna oziroma pojasnjevalna spremenljivka, TEČAJ pa kot odvisna. Vrednosti spremenljivke TEČAJ predstavlja višina deviznega tečaja SIT/EUR začetek vsakega meseca. Spremenljivka ČAS zavzema vrednosti od 1 do 33. Ocena regresijske funkcije je sledeča:³⁶

$$\text{TEČAJ} = b_1 + b_2 \cdot \text{ČAS}$$

$$\text{TEČAJ} = 187,500 + 1,01798 \cdot \text{ČAS} \quad n = 33 \quad R^2 = 0,9904 \quad F = 3200,57^{37}$$

t-statistika: (534,780) (56,5736)

st. značilnosti: (0,000) (0,000)

Že sam graf v prilogi 1 priča o tem, da gre za pozitivno povezavo med spremenljivkama, saj devizni tečaj tekom časa vseskozi raste.³⁸ Determinacijski koeficient (ki predstavlja razmerje med pojasnjeno in nepojasnjeno varianco) znaša $R^2 = 0,9904$, kar pomeni, da je kar 99,04 % celotne variance spremenljivke TEČAJ pojasnjene z linearnim vplivom spremenljivke ČAS. Varianca odklonov spremenljivke TEČAJ od ocenjene regresijske premice je torej zelo majhna, kar pomeni, da je mogoče sklepati na zelo visoko koreliranost med spremenljivkama.

³⁶Regresija je bila izvedena v programu *SORITEC for Windows 95*.

³⁷F-test statistične značilnosti modela kot celote znaša $F_{(1, 31)} = 3200,57$ pri zanemarljivi stopnji značilnosti, kar potrjuje pričakovanje, da model kot celota zadovoljivo pojasnjuje variabilnost odvisne spremenljivke.

³⁸Regresijski koeficient b_2 pove, da je v proučevanem obdobju devizni tečaj SIT/EUR v roku enega meseca zrasel v povprečju za 1,01798 SIT/EUR. Na podlagi *t*-statistike pa ugotavljam, da je b_2 statistično značilno različen od 0 pri zanemarljivi stopnji značilnosti kar pomeni, da spremenljivka ČAS dejansko vpliva na spremenljivko TEČAJ.

PRILOGA 8: Analiza gibanja tečaja SIT/CHF od 1.1.1999 do 1.9.2001

Da bi ugotovili, kako je gibanje deviznega tečaja SIT/CHF odvisno od časa, izvedemo regresijsko analizo. Vrednosti spremenljivke TEČAJ predstavlja višina deviznega tečaja SIT/CHF začetek vsakega meseca. Spremenljivka ČAS zavzema vrednosti od 1 do 33. Ocena regresijske funkcije je sledeča:

$$\text{TEČAJ} = b_1 + b_2 \cdot \text{ČAS}$$

$$\text{TEČAJ} = 114,198 + 0,928443 \cdot \text{ČAS} \quad n = 33 \quad R^2 = 0,9648 \quad F = 850,121^{39}$$

t-statistika: (184,053) (29,1568)

st. značilnosti: (0,000) (0,000)

Že sam graf v prilogi 1 priča o tem, da gre za pozitivno povezavo med spremenljivkama, saj devizni tečaj tekom časa vseskozi raste.⁴⁰ Determinacijski koeficient znaša $R^2 = 0,9648$, kar pomeni, da je kar 96,48 % celotne variance spremenljivke TEČAJ pojasnjene z linearnim vplivom spremenljivke ČAS. Varianca odklonov spremenljivke TEČAJ od ocenjene regresijske premice je torej zelo majhna, kar pomeni, da je mogoče sklepati na zelo visoko koreliranost med spremenljivkama.

³⁹F-test statistične značilnosti modela kot celote znaša $F_{(1, 31)} = 850,121$ pri zanemarljivi stopnji značilnosti, kar potrjuje pričakovanje, da model kot celota zadovoljivo pojasnjuje variabilnost odvisne spremenljivke.

⁴⁰Regresijski koeficient b_2 pove, da je v proučevanem obdobju devizni tečaj SIT/CHF v roku enega meseca zrasel v povprečju za 0,928443 SIT/CHF. Na podlagi *t*-statistike pa ugotavljam, da je b_2 statistično značilno različen od 0 pri zanemarljivi stopnji značilnosti kar pomeni, da spremenljivka ČAS dejansko vpliva na spremenljivko TEČAJ.