

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**OBVLADOVANJE FINANČNEGA TVEGANJA V SLOVENSКИH  
PODJETJIH**

**Ljubljana, marec 2005**

**ARJELA KLARIČ**

## **IZJAVA**

Študentka Arjela Klarič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Aleša Berka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 14.03.2005

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

## KAZALO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>UVOD</b> .....  | <b>1</b>  |
| <b>1 FINANČNO TVEGANJE</b> .....   | <b>3</b>  |
| <b>1.1 Opredelitev finančnega tveganja</b> .....   | <b>3</b>  |
| <b>1.2 Vrste finančnega tveganja</b> .....   | <b>3</b>  |
| 1.2.1 Valutno (tečajno) tveganje .....   | 3         |
| 1.2.2 Obrestno tveganje.....   | 4         |
| 1.2.3 Tveganje spremembe cen blaga .....   | 6         |
| <b>1.3 Obvladovanje finančnega tveganja</b> .....  | <b>6</b>  |
| 1.3.1 Finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja ne moremo vplivati .....        | 6         |
| 1.3.2 Finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja lahko vplivamo .....            | 6         |
| 1.3.3 Finančno tveganje pri varovanju izpostavljenosti .....                               | 7         |
| 1.3.4 Strategija obvladovanja tveganja .....   | 7         |
| 1.3.5 Varovanje ali špekuliranje.....  | 9         |
| <b>1.4 Izpostavljenost finančnemu tveganju</b> .....                                       | <b>9</b>  |
| 1.4.1 Transakcijska izpostavljenost.....   | 10        |
| 1.4.2 Translacijska izpostavljenost.....   | 10        |
| 1.4.3 Ekonomska izpostavljenost .....  | 10        |
| <b>1.5 Vrednotenje portfelja izvedenih finančnih instrumentov</b> .....                    | <b>12</b> |
| 1.5.1 Model tvegane vrednosti .....  | 12        |
| <b>1.6 Nadzor in poročanje o uporabi izvedenih finančnih instrumentov</b> .....            | <b>13</b> |
| <b>2 INSTRUMENTI IN METODE ZA OBVLADOVANJE FINANČNEGA TVEGANJA</b> .....                   | <b>14</b> |
| <b>2.1 Notranje metode za obvladovanje finančnega tveganja</b> .....                       | <b>15</b> |
| 2.1.1 Naravno zavarovanje plačil .....   | 15        |
| 2.1.2 Termnsko usklajevanje plačil.....  | 15        |
| 2.1.3 Vzpostavitev najprimernejše cenovne politike .....                                   | 15        |
| 2.1.4 Upravljanje s sredstvi in obveznostmi .....  | 16        |
| <b>2.2 Izvedeni finančni instrumenti</b> .....   | <b>16</b> |
| 2.2.1 Termnski posel .....   | 16        |
| 2.2.2 Termnska pogodba .....   | 16        |
| 2.2.3 Opcija .....   | 17        |
| 2.2.4 Zamenjava .....  | 17        |
| 2.2.5 Kombinirani izvedeni finančni instrumenti.....                                       | 18        |
| <b>3 VPLIV OBVLADOVANJA FINANČNEGA TVEGANJA NA PODJETJE</b> .....                          | <b>19</b> |
| <b>3.1 Vrednost podjetja</b> .....   | <b>19</b> |
| <b>3.2 Obvladovanje tveganja znotraj podjetja poveča vrednost premoženja vlagateljev</b> . | <b>20</b> |
| 3.2.1 Olajšanje obvladovanja tveganja s strani lastnikov.....                              | 20        |
| 3.2.2 Zmanjšanje stroškov plačilne nesposobnosti .....                                     | 21        |
| 3.2.3 Zmanjšanje tveganja, s katerim se soočajo pomembni nerazpršeni vlagatelji .....      | 22        |
| 3.2.4 Zmanjšanje plačila davkov .....  | 23        |
| 3.2.5 Zmanjšanje stroškov kapitala .....   | 25        |
| 3.2.6 Zagotavljanje internih virov za pomembne investicijske projekte.....                 | 25        |
| <b>4 RAZISKAVA: ANALIZA OBVLADOVANJA TVEGANJA V SLOVENSКИH PODJETJIH</b> .....             | <b>27</b> |
| <b>4.1 Primerjava uporabljenih vzorcev</b> .....   | <b>27</b> |
| <b>4.2 Obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov</b> .....                            | <b>28</b> |

|                         |  |           |
|-------------------------|--|-----------|
| 4.2.1                   | Področje uporabe.....  | 29        |
| 4.2.2                   | Cilji uporabe izvedenih finančnih instrumentov .....   | 30        |
| 4.2.3                   | Pomisleki glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov.....                                | 31        |
| <b>4.3</b>              | <b>Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri varovanju posameznega tveganja ..</b>        | <b>32</b> |
| 4.3.1                   | Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri valutnem tveganju .....                         | 32        |
| 4.3.1.1                 | Translacijska izpostavljenost.....   | 32        |
| 4.3.1.2                 | Ekonomska in transakcijska izpostavljenost .....   | 33        |
| 4.3.1.3                 | Uporabljeni izvedeni finančni instrumenti pri valutnem tveganju.....                         | 33        |
| 4.3.1.4                 | Vpliv tržnih gibanj na strategijo obvladovanja valutnega tveganja .....                      | 35        |
| 4.3.2                   | Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri obrestnem tveganju .....                        | 36        |
| 4.3.2.1                 | Varovana tveganja.....   | 37        |
| 4.3.2.2                 | Uporabljeni izvedeni finančni instrumenti pri obrestnem tveganju .....                       | 37        |
| 4.3.2.3                 | Vpliv tržnih gibanj na strategijo obvladovanja obrestnega tveganja .....                     | 38        |
| 4.3.3                   | Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri tveganju spremembe cene blaga.....              | 39        |
| <b>4.4</b>              | <b>Nadzor in poročanje glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov .....</b>              | <b>41</b> |
| 4.4.1                   | Politika obvladovanja in poročanje o uporabi izvedenih finančnih instrumentov .....          | 41        |
| 4.4.2                   | Tveganje, povezano z nasprotno stranko .....   | 42        |
| <b>4.5</b>              | <b>Vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov in uporaba modela tvegane vrednosti.....</b> | <b>42</b> |
| <b>SKLEP.....</b>       |  | <b>44</b> |
| <b>LITERATURA .....</b> |  | <b>46</b> |
| <b>VIRI .....</b>       |  | <b>48</b> |

## SLOVAR TUJIH IZRAZOV

## PRILOGE

## UVOD

Slovensko gospodarstvo je zaradi svoje majhnosti zelo odvisno od mednarodnega sodelovanja. Zaradi izpostavljenosti podjetij različnim tveganjem, ki iz tega izhajajo, in povečane negotovosti ter spremenljivosti svetovnih finančnih trgov v zadnjih treh desetletjih se je povečala potreba po učinkovitem obvladovanju finančnega tveganja. Na tem področju pridobivajo velik pomen izvedeni finančni instrumenti. V svetu se precej tržnih udeležencev tega dobro zaveda, v Sloveniji pa imajo ti instrumenti še vedno relativno majhen pomen, in sicer predvsem zaradi nepoznavanja tako samih instrumentov kot njihove vloge. Večji poudarek zaščiti pred finančnim tveganjem bo pri nas zagotovo postal neizogiben. Zaradi uvedbe evra kot skupne valute bo v slovenskem prostoru valutno (finančno) tveganje, ki izhaja iz uporabe različnih valut, na skupnem evropskem trgu sicer izginilo, kljub temu pa bo pri transakcijah, ki se nanašajo na ameriške, azijske in druge valute, ostalo.

Namen diplomskega dela je predstaviti vlogo in pomen instrumentov za obvladovanje finančnega tveganja v slovenskih podjetjih. Premajhno poznavanje izvedenih instrumentov je velika slabost podjetij, saj se ne zavedajo koristi, ki jih zaradi tega izgubijo. V diplomskem delu so predstavljeni ključni vzroki, obseg in prednosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov.

Dejstvo je, da pridobiva obvladovanje tveganja (tako finančnega kot tudi ostalih vrst) vse večji pomen v vseh svetovnih gospodarstvih. Trendi in pričakovanja nakazujejo, da bo aktivno obvladovanje tveganja sčasoma postalo sestavni del celotnega procesa upravljanja podjetja. Prav tako bo vplivalo na konkurenčni položaj podjetij, boljši nadzor stroškov, predvidljivost denarnih tokov, višine dobička in posledično na tržno vrednost podjetja.

Veliko podjetij v Sloveniji nima uvedenega učinkovitega sistema obvladovanja tveganja, v tujini pa je tveganje pogosto obravnavano delno, po posameznih vrstah tveganja ali metodah obvladovanja. Najnovejši trendi pri obvladovanju tveganja poudarjajo številne sinergijske učinke in medsebojne odvisnosti tako tveganj, ki jim je podjetje izpostavljeno, kot uporabljenih metod za njihovo obvladovanje, zato opozarjajo na potrebo po celovitem obvladovanju tveganja (angl. *integrated risk management*). Cilj celovitega obvladovanja tveganja je maksimizacija tržne vrednosti podjetja z vnaprejšnjim oblikovanjem profila tveganja podjetja, kar pomeni izločanje nekaterih vrst tveganja in zadržanje drugih. Celovito obvladovanje tveganja v diplomskem delu ne bo podrobneje obravnavano, ker to vključuje vse vrste tveganja in vse načine njegovega obvladovanja; v diplomskem delu je poudarek predvsem na obvladovanju finančnega tveganja z uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Pomembno pa je predvsem zato, ker tako pojmovanje tveganja podjetja zahteva izvajanje strategije obvladovanja tveganja in s tem tudi uporabe izvedenih finančnih instrumentov na ravni celotnega podjetja (Meulbroek, 2002, str. 1–3).

V prvem delu diplomskega dela so navedeni temeljni pojmi, na katerih sloni uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Opisane so osnovne vrste finančnega tveganja in možnosti, ki jih ima podjetje pri njihovem obvladovanju. Sledi predstavitev strategije obvladovanja tveganja, ki jo mora podjetje natančno opredeliti in razumeti, saj je to predpogoj za varno uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Ti se namreč lahko uporabljajo tako za zmanjševanje izpostavljenosti tveganju kot za izpostavljanje dodatnemu tveganju zaradi doseganja dodatnega dobička, kar prinaša tudi številne nevarnosti, ki se jih morajo »špekulanti« zavedati.

V nadaljevanju sledi predstavitev vrst izpostavljenosti tveganju, ki jih je treba dobro poznati, saj so posamezni izvedeni finančni instrumenti različno primerni za posamezno področje. Na koncu prvega dela je predstavljen še pomen kakovostnega in neprestanega vrednotenja portfelja izvedenih finančnih instrumentov ter učinkovitega nadzora in poročanja o njihovi uporabi. Pomanjkljivo obravnavanje omenjenih področij je botrovalo nekaterim velikim izgubam podjetij zaradi uporabe izvedenih finančnih instrumentov.

V drugem delu so opisani osnovni izvedeni finančni instrumenti, in sicer terminski posli, terminske pogodbe, zamenjave in opcije. Ker so izvedeni finančni instrumenti le del strategije obvladovanja finančnega tveganja, sledi temu tudi predstavitev drugih osnovnih metod za obvladovanje tveganja, s katerimi lahko podjetje doseže minimalno izpostavljenost tveganju. Le ustrezno kombiniranje, usklajevanje in dopolnjevanje vseh metod namreč vodi do minimalnih stroškov in tako čim večjih koristi.

V tretjem delu diplomskega dela so predstavljene prednosti, ki jih prinaša uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Nepoznavanje teh prednosti lahko vodi podjetja v izgubo potencialnih koristi.

V petem in zadnjem delu diplomskega dela so predstavljeni izsledki mednarodno primerljive ankete o uporabi izvedenih finančnih instrumentov v slovenskem prostoru, ki je bila v letu 2004 izvedena v okviru Raziskovalnega centra ekonomske fakultete v Ljubljani. V raziskavo so bila vključena vsa podjetja, ki kotirajo na ljubljanski borzi, največji uvozniki in izvozniki ter neto uvozniki in izvozniki v Sloveniji. Osnovni namen tega dela je predstavitev pomena in stopnje razvoja obvladovanja finančnega tveganja ter uporabe izvedenih finančnih instrumentov v največjih podjetjih v Sloveniji. Na podlagi analize in primerjave ameriških, nemških in slovenskih odgovorov so predstavljene temeljne ugotovitve o razlikah in posebnostih slovenskih podjetij pri uporabi izvedenih finančnih instrumentov v primerjavi s tujimi. Zavedanje slovenskih podjetij o razlikah, predvsem pa pomanjkljivostih na področju obvladovanja finančnega tveganja omogoča menedžerjem hitrejšo prilagajanje in uvajanje sistemov uporabe izvedenih finančnih instrumentov, ki bodo pripomogli k večji konkurenčnosti in uspešnosti njihovih podjetij v mednarodnem prostoru.

# 1 FINANČNO TVEGANJE

## 1.1 Opredelitev finančnega tveganja

Za udeležence finančnega trga se predpostavlja, da se obnašajo racionalno in pogosto niso naklonjeni tveganju. V tržnih razmerah pa je edini način, s katerim se lahko vlagatelj sooča z nizkim tveganjem, da sprejme pripadajoče nižje donose. Na drugi strani pa bo vlagatelj realiziral višji donos le ob večjem izpostavljanju tveganju (Eales, 2000, str. 13).

Finančno tveganje (angl. *financial risk*) je le eno izmed tveganj, s katerimi se podjetje srečuje pri poslovanju. V splošnem se podjetja soočajo s štirimi vrstami tveganja: tržnim, operativnim, strateškim in finančnim. Vendar pa imajo vsa tveganja, s katerimi se srečuje podjetje, finančne posledice, zato lahko trdimo, da so posredno vsa tveganja finančna.

Finančno tveganje kot sestavni del poslovnega tveganja lahko podrobneje razdelimo na sedem skupin (Peterlin, 2002, str. 43):

- tveganje neizpolnitve nasprotne stranke (vključuje tudi kreditno tveganje),
- tveganje vlaganja,
- obrestno tveganje,
- valutno (tečajno) tveganje,
- likvidnostno tveganje,
- tveganje uporabe izvedenih finančnih instrumentov,
- finančno tveganje z vidika računovodskih standardov.

V diplomskem delu bodo zaradi poudarka na uporabi izvedenih finančnih instrumentov (v nadaljevanju IFI) podrobneje obravnavana predvsem cenovna tveganja (valutno tveganje, obrestno tveganje in tveganje spremembe cen blaga), saj se IFI največ uporabljajo za njihovo obvladovanje.

## 1.2 Vrste finančnega tveganja

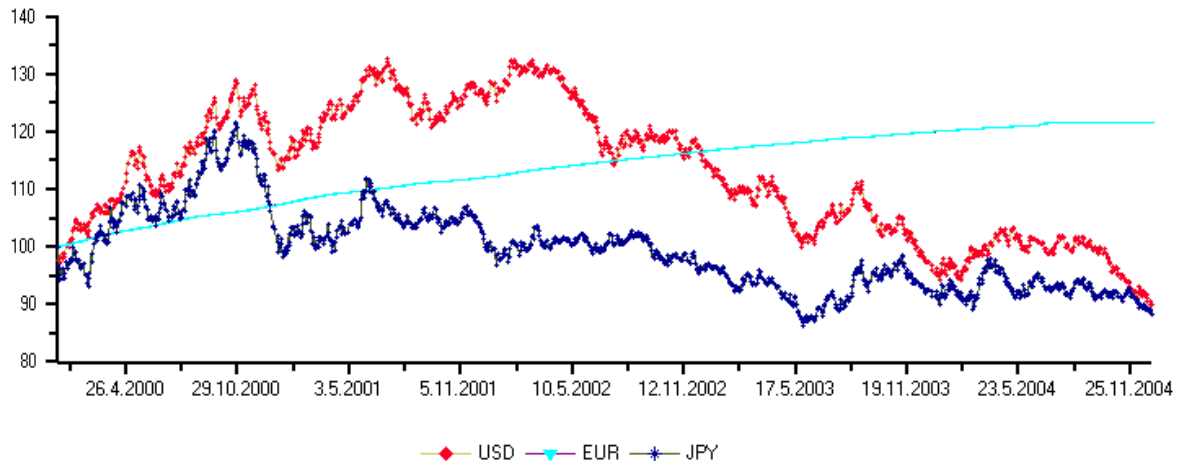
### 1.2.1 Valutno (tečajno) tveganje

Valutno tveganje (angl. *foreign exchange risk*) uvrščamo med cenovna tveganja. Opredeljeno je kot možnost neugodne spremembe vrednosti ene valute v primerjavi z drugo valuto (Repovž, Peterlin, 2000, str. 56).

Na spremembo deviznega tečaja vplivajo dejavniki zunaj države, kot so medvalutna razmerja v tujini, in notranji dejavniki, ki določajo položaj domače valute v medvalutnih razmerjih. Na dnevne spremembe deviznega tečaja najbolj vplivajo ponudba in povpraševanje po tuji valuti

in politika centralne banke, če jo ta izvaja. Na terminski devizni tečaj pa vpliva razlika v obrestnih merah med valutama, s katerima trgujemo. Gibanje tečajev pomembnejših svetovnih valut v zadnjih petih letih prikazuje Slika 1.

**Slika 1: Gibanje tečajev pomembnejših svetovnih valut v zadnjih petih letih**  
(1.1.2000=100)



Vir: Poslovni splet GVIN, 2005.

Tečaj evro/SIT uravnava Banka Slovenije, zato lahko gibanje tega tečaja dokaj zanesljivo predvidimo (Peterlin, 2002, str. 51–52). Slovenija je namreč vključena v mehanizem deviznih tečajev ERM2, kar med drugim pomeni, da je določen centralni tečaj, ki lahko niha okrog centralne paritete le v dogovorjenih mejah, in sicer  $\pm 15\%$  (Banka Slovenije, 2004). V Sloveniji je zato z vidika valutnega tveganja poslovanje z evrom manj tvegano kot poslovanje z drugimi valutami in je tečaj evro/SIT tudi manj pomembno varovati. Na dolgi rok se namreč negativni in pozitivni odkloni izničijo, na kratki rok pa možne izgube v splošnem niso tako velike, da bi ogrožale plačilno sposobnost in s tem obstoj podjetja.

### 1.2.2 Obrestno tveganje

Obrestno tveganje (angl. *interest rate risk*) je opredeljeno kot potencialna sprememba denarnih tokov (angl. *cash flows*) ali vrednosti podjetja (angl. *market value*) zaradi spremembe obrestne mere. Obrestno tveganje v podjetju izhaja predvsem iz zadolženosti in na drugi strani lastništva vrednostnih papirjev (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 151).

Obrestna mera je v bistvu cena denarja. Iz tega sledi, da se tako kot cene katerega koli blaga odziva na sile povpraševanja in ponudbe ter spremenljive makroekonomske razmere. Ker sprememba obrestne mere povzroči spremembo vrednosti denarja, so obrestnemu tveganju



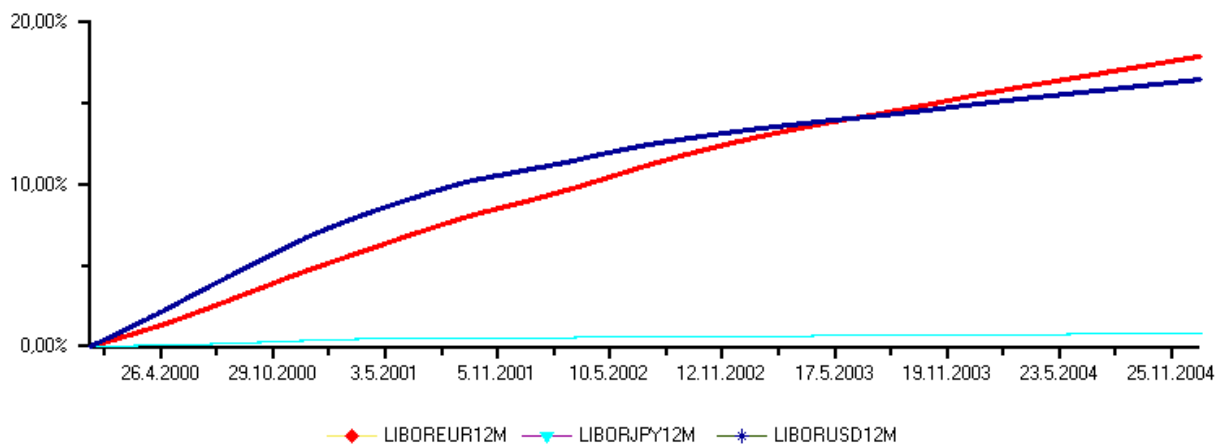
podvržena prav vsa podjetja. Na daljši rok padec vrednosti denarja povzroči dvig cen v gospodarstvu in s tem relativno slabši konkurenčni položaj podjetij v primerjavi s podjetji tujih gospodarstev. Omenjena povezava med obrestno mero in drugimi cenami je izhodišče za razumevanje povezave med obrestnim in valutnim tveganjem. Sprememba obrestne mere okrepi ali oslabi vrednost tuje valute in s tem sredstva in dolgove, nominirane v tuji valuti (Peterlin, 2002, str. 48–51).

Razlago najdemo v teoriji paritete obrestnih mer (angl. *interest rate parity*), ki pravi, da bo valuta države z nižjo obrestno mero terminsko kotirala s premijo v razmerju do valute z višjo nominalno obrestno mero. Država, ki ima nižjo obrestno mero, naj bi imela konec leta tečaj svoje valute več vreden ravno za razliko v obrestni meri (Repovž, Peterlin, 2000, str. 56).

Z dvigom tržne obrestne mere se zmanjša vrednost naložb podjetja s fiksnim donosom, ki potem prinašajo relativno nižji donos v primerjavi s tržno zahtevano donosnostjo kapitala. Sprememba obrestne mere tako vpliva na uspešnost naložb podjetja. Tveganje, ki se tukaj pojavlja je, da podjetje zvišane zahtevane donosnosti poslovanja ne bo doseglo z obstoječimi načrti poslovanja. Zaradi tega se zmanjša tudi tržna vrednost podjetja (Peterlin, 2002, str. 48–51). Gibanje tečajev pomembnejših obrestnih mer v zadnjih petih letih prikazuje Slika 2.

**Slika 2: Gibanje tečajev pomembnejših obrestnih mer v zadnjih petih letih**

sprememba o.m.



Vir: Poslovni splet GVIN, 2005.

### *1.2.3 Tveganje spremembe cen blaga*

V času od ponudbe do sprejema naročila se pojavi tveganje, da se bodo cene medtem spremenile. Ko kupec sprejme naročilo, je za prodajalca to zavezujoče. Kupec prav tako nosi tveganje, saj se lahko cene naročenega blaga zaradi spremenjenih tržnih pogojev spremenijo v zanj negativno smer (Peterlin, 2002, str. 62).

## **1.3 Obvladovanje finančnega tveganja**

Pomen obvladovanja tržnega tveganja v svetu narašča. K temu prispevata zlasti naraščajoče povezovanje globalnega finančnega trga in povečana nestanovitnost v finančnem okolju, v katerem poslujejo multinacionalna podjetja (Rugman, Brewer, 2001). Praktične raziskave v podjetjih kažejo, da so najpomembnejše spodbude za obvladovanje tveganja zlasti pritisk konkurence v panogi, želja po rasti oziroma stanovitni ravni dobička in negotovost okolja (Miccolis, 2001, str. 3).

### *1.3.1 Finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja ne moremo vplivati*

Na tržno obrestno mero, devizni tečaj in cene blaga vplivajo tržne sile in morebitna ekonomska politika. Podjetje samo nanje ne more vplivati. Lahko se le poskuša prilagoditi cenovnim trendom ali jih ustrezno zavaruje.

Tu igrata osrednjo vlogo predvsem čim bolj natančno predvidevanje in napovedovanje cenovnih gibanj ter upoštevanje nestanovitnosti oziroma tveganja pri poslovanju s posamezno tujo valuto. Bolj nestanovitni tečaj pomeni, da ima ta večja nihanja. Ta pa pomenijo poleg možnosti za večji dobiček tudi možnosti za večje izgube, kar je za podjetje lahko usodno predvsem zaradi morebitne kratkoročne plačilne nesposobnosti. Večja nestanovitnost valute prinaša večje tveganje in s tem večje zahtevane stopnje donosa, zato imata upoštevanje nestanovitnosti valute in njeno kakovostno ocenjevanje za poslovanje velik, včasih celo usoden pomen.

### *1.3.2 Finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja lahko vplivamo*

Cenovna nihanja so torej predvsem tržno pogojena in nanje nimamo vpliva, lahko pa vplivamo na odločitve, ali se bomo pred njimi zavarovali in kako, ali jim bomo dali velik pomen in spremljali ter proučevali njihove trende in možnosti obvladovanja ipd.

Izbiro valute, načina zavarovanja, izbiri naložb in načina financiranja, izbira zanesljivih kupcev ter na splošno odnosa do posameznega finančnega tveganja, s katerimi se srečuje

podjetje, je potrebno temeljito proučiti. Poleg tržno pogojenih cen imajo namreč tudi te odločitve, na katere lahko v veliki meri vplivamo, velik pomen na izpostavljenost tveganju v poslovanju in s tem na verjetnost plačilnih težav (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 200). Ustrezno strokovno znanje in izkušnje, ki pogojujejo uspešnost odločanja pri navedenih vprašanjih, nalagajo finančnikom odgovornost za nenehno izpopolnjevanje in spremljanje razvoja na področju obvladovanja finančnega tveganja. To je zapisano tudi v Zakonu o finančnem poslovanju podjetij, ki nalaga upravi in nadzornemu svetu dolžnost spremljanja in obvladovanja tveganj na področju finančnega poslovanja podjetja. Tako se 9. člen Zakona o finančnem poslovanju podjetij glasi: »Uprava podjetij mora zagotoviti, da podjetje redno spremlja tveganja, ki jim je izpostavljeno pri svojem poslovanju, ter sprejeti ustrezne ukrepe, s katerimi podjetje obvladuje ta tveganja«.

### *1.3.3 Finančno tveganje pri varovanju izpostavljenosti*

Finančni instrumenti, ki so jih ustvarili tržni udeleženci za soočanje s finančnim tveganjem, včasih ustvarjajo nova tveganja (Deutsch, 1999, str. 157). Za kritje posameznega tveganja je namreč potreben finančni instrument, ki ustvari novo tveganje, in sicer v nasprotno smer od osnovnega, iz tega pa lahko za neizkušena podjetja izhaja več nevarnosti.

Vrste finančnega tveganja, ki so povezana s samo uporabo IFI, se ne razlikujejo od tveganj, povezanih s tradicionalnimi finančnimi instrumenti (npr. kreditno tveganje, tržno tveganje, likvidnostno tveganje ...), čeprav so ta lahko bistveno bolj zapletena. Tveganje, ki izvira iz uporabe IFI, je pogojeno predvsem z njihovim uporabnikom (Siems, 1997). Napačna ocena tveganja, nepravilno izbrana varovana postavka ali celo neprimerno izbrana orodja za varovanje pred tveganjem lahko povzročijo še večjo škodo, kot bi nastala, če se pred tveganjem ne bi varovali (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 200).

### *1.3.4 Strategija obvladovanja tveganja*

Temeljni postopki pri obvladovanju tveganja so (Campbell, Kracaw, 1993, str. 211):

- ugotovitev vira izpostavljenosti tveganju,
- merjenje tveganja,
- ocena možnih vplivov tveganja na poslovno in finančno politiko,
- ocena lastne sposobnosti za obvladovanje finančnih tveganj,
- izbira primerne instrumenta za obvladovanje tveganja.

Za obvladovanje tveganja je treba poznati tri temeljne spremenljivke. Najprej je treba opredeliti ekonomske dejavnike, ki so vzrok izpostavljenosti (tj. devizne tečaje, obrestne mere, cene blaga). Nato je treba ugotoviti, ali specifična sprememba vpliva na tveganje pozitivno ali negativno. Nenazadnje pa je treba ugotoviti tudi, kako ugotovljeno tveganje neposredno ali posredno vpliva na poslovne dogodke in podjetje.

V drugem koraku sledi merjenje občutljivosti oziroma ranljivosti podjetja in njegovega poslovanja na vir tveganja. To vključuje razne vrste metod za simulacijo možnih posledic zaradi spremembe vira tveganja, če podjetje ne bi storilo ničesar za zmanjšanje izpostavljenosti. Take analize omogočajo kvantitativne ocene o pomenu identificiranega tveganja.

Ocena možnih vplivov tveganja na poslovno in finančno politiko je pravzaprav namenjena ugotavljanju, zakaj želijo menedžerji obvladovati tveganje. Ključno vprašanje je, kako bo proces obvladovanja tveganja koristil podjetju in njegovim lastnikom. Ni namreč nujno, da so lastniki v boljšem položaju, če so vsa tveganja popolnoma zavarovana. Obvladovanje tveganja je lahko koristno za menedžerje in druge upnike v podjetju, medtem ko ni koristno za razpršene lastnike oziroma delničarje. Ti imajo namreč lahko razpršeno premoženje, ki ga omogoča trg kapitala, medtem ko zaposleni in številni drugi upniki tega ne morejo storiti. (Podrobneje so posamezne koristi od obvladovanja tveganja predstavljene v nadaljevanju.) Poleg tega obvladovanje tveganja povzroča stroške, bodisi neposredno ali posredno zaradi porabe časa, zato je potrebno natančno oceniti skupne koristi.

Najpomembnejšo odločitev glede obvladovanja tveganja predstavlja izbira, ali bodo to opravljali specializirani izvajalci zunaj podjetja s prilagojenim programom obvladovanja tveganja posebnostim podjetja ali pa bo podjetje z nakupom IFI in uvedbo lastnega sistema obvladovanja tveganja to opravljalo samo.

Katere IFI bomo uporabili in kako, je v veliki meri odvisno od specifičnih značilnosti podjetja. Zato je najbolje, da se to opravlja znotraj podjetja. Zaradi številnih medsebojnih odvisnosti in vplivov različnih tveganj pa njihovo obvladovanje tudi ne more biti obravnavano ločeno drugo od drugega. Iz tega izhaja, da je obvladovanje tveganja izključna odgovornost vodilnih menedžerjev, ki morajo natančno proučiti in razumeti značilnosti poslovanja celotnega podjetja ter na tej osnovi graditi učinkovit sistem vseobsegajočega obvladovanja tveganja. Naloge se sicer zagotovo posredujejo naprej, vendar morajo vodilni menedžerji sami odločiti, katere vrste finančnega tveganja je nujno obvladovati, in pri tem upoštevati tako medsebojne učinke različnih vrst tveganja kot posredne vplive na druge dele poslovanja (Meulbroek, 2002, str. 36).

Uporaba IFI zahteva njihovo podrobno poznavanje glede primernosti za obvladovanje posamezne vrste tveganja. Vsak instrument prinaša svoje prednosti in slabosti ter specifične značilnosti, ki posameznim podjetjem različno ustrezajo. Zato je treba izbiro instrumentov nujno prilagoditi potrebam in politiki vsakega posameznega podjetja.

### 1.3.5 Varovanje ali špekuliranje

Varovanje (angl. *hedging*) pomeni zavzemanje pozicij, ki so nasprotne osnovni izpostavljenosti. Osnovni namen je preprečiti izgubo vrednosti obstoječe pozicije, in sicer bodisi denarnega toka, premoženja ali vrednosti pogodbe. Vendar pa se tako izniči tudi morebitni dobiček zaradi porasta vrednosti sredstev, ki smo jih zavarovali (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 151). Postavlja se vprašanje, kaj podjetje pridobi z varovanjem. Tržna vrednost podjetja je opredeljena kot diskontirana vrednost vseh prihodnjih denarnih tokov. Iz tega sledi, da lahko podjetje poveča svojo tržno vrednost tudi z zmanjšanjem zahtevane stopnje donosa. To lahko stori z zmanjšanjem tveganja nastanka izgub oziroma varovanjem z IFI (Aabo, 2001, str. 387).

IFI pa se lahko uporabljajo tudi za špekuliranje (angl. *speculation*). Sredstva so tukaj vložena predvsem z namenom kratkoročnih dobičkov, pri čemer se morajo podjetja zavedati tveganja nastanka velikih izgub (Thomsett, 2001, str. 321).

IFI je priporočljivo uporabljati predvsem za varovanje. V praksi imajo številna podjetja oddelek za obvladovanje finančnega tveganja organiziran celo kot profitni center s poudarkom na špekuliranju. Nekatera podjetja so namreč potrdila, da je mogoče na tak način zaslužiti velike zneske. Vendar je v večini primerov taka politika zelo nevarna in zato napačna. Obstajajo številni primeri, ko so se menedžerji popolnoma zanašali na svoja prepričanja o gibanju prihodnjih cen, ker so menili, da imajo zanesljive zasebne informacije. Kot primer lahko navedemo podjetje *Procter and Gamble*, ki je leta 1994 stavilo na padec ameriških in nemških obrestnih mer. Z dvema pogodbama o zamenjavi obrestnih mer je izgubilo kar 157 mio USD. V nekaterih primerih sicer že značilnosti poslovanja dovoljujejo in vodijo v špekuliranje, vendar so to redke izjeme. Kot primer lahko navedemo podjetje *Nestlé*, ki sodi med največje kupce kakava na svetu. Če podjetje predvideva, da bo v naslednjih šestih mesecih potrebovalo manj kakava, lahko na podlagi teh notranjih informacij precej zanesljivo predvideva padec cen kakava na svetovnem trgu. To lahko izkoristi s terminsko prodajo blaga po višji ceni, kot bo dejanska ob izvršitvi pogodbe. Na tak način lahko podjetje s špekuliranjem nekaj zasluži, ne da bi se izpostavljajo večjemu tveganju (Grinblatt, Titman, 1998, str. 726).

## 1.4 Izpostavljenost finančnemu tveganju

Najprej moramo ločiti bruto in neto izpostavljenost. Učinkovit sistem obvladovanja tveganja deli terjatve in obveznosti po posameznih valutah in vrstah ter višinah obrestnih mer. Seštevek vseh izpostavljenih postavk nam da bruto izpostavljenost. Nekatere terjatve in dolgovi pa se z vseh treh vidikov (valuta, višina obresti, dospelost) pobotajo. Nepobotane

terjatve in dolgovi pomenijo neto izpostavljenost, ki z vidika tveganja zahteva posebno pozornost (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 214–215).

V nadaljevanju so predstavljene različne vrste izpostavljenosti. Transakcijska in ekonomska izpostavljenost se pojavljata pri vseh vrstah podjetij, ki sodelujejo v mednarodni menjavi, translacijsko tveganje pa se pojavlja le pri multinacionalnih podjetjih, ki imajo premoženje razpršeno po več državah. Izvozno-uvozna podjetja so mu izpostavljena zaradi tujih finančnih obveznosti oz. prejetih posojil (Mednarodne finančne odločitve, 2004).

#### 1.4.1 Transakcijska izpostavljenost

Transakcijska izpostavljenost (angl. *transaction exposure*) meri spremembo vrednosti denarnih tokov in izvira iz obstoječih pogodbenih obveznosti, nastalih pred spremembo deviznega tečaja, vendar se bo poravnava opravila po spremembi deviznega tečaja. Pojavi se lahko v dveh oblikah (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 151):

- pogodbeni obveznosti (angl. *backlog exposure*) zajema že nastale obveznosti v tuji valuti, ki pa še niso bile poravnane;
- pričakovana transakcija (angl. *quotation exposure*) zajema že izdane ponudbe v tuji valuti, vendar še ne sprejete.

#### 1.4.2 Translacijska izpostavljenost

Translacijska ali bilančna izpostavljenost (angl. *translation exposure*) se pojavlja zaradi potrebe po prevedbi bilanc, izraženih v tuji valuti, v skupno valuto za pripravo konsolidiranih bilanc (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 151).

Glede obvladovanja translacijske izpostavljenosti obstajajo različna in nasprotujoča si mnenja. Marsikateri avtor meni, da je translacijska izpostavljenost le računovodska kategorija in nima neposrednega vpliva na denarni tok, zato ni potrebe, da bi jo aktivno obvladovali. Nasprotno pa številne empirične raziskave potrjujejo, da translacijsko izpostavljenost aktivno obvladuje večina multinacionalnih podjetij (Rugman, Brewer, 2001).

#### 1.4.3 Ekonomska izpostavljenost

Globalizacija je prispevala k odpravljanju nepopolnosti in omejitev na trgu kapitala, kar je privedlo tudi do občutne mednarodne konkurenčnosti na trgu proizvodov. S tem pa se je povečal tudi pomen ekonomske izpostavljenosti (angl. *economic exposure*).

Za ekonomsko izpostavljenost je izhodiščna točka obrestno tveganje. Zaradi vpliva na cene v gospodarstvu ter s tem naprej na povpraševanje in ponudbo je obrestna mera pomemben dejavnik konkurenčnega položaja države v mednarodnem gospodarstvu. V podjetju, ki

posluje s tujino, sprememba obrestne mere tako poleg vpliva na raven cen in uspešnost znotraj gospodarstva še dodatno vpliva preko spremembe deviznega tečaja na okrepitev ali oslabitev sredstev in dolgov, nominiranih v tuji valuti, ter s tem določa položaj in možnosti glede na tuja konkurenčna podjetja (Peterlin, 2002, str. 48–51).

Ekonomska izpostavljenost meri spremembo v sedanji vrednosti podjetja, ki izvira iz spremembe prihodnjih denarnih tokov zaradi nepričakovane spremembe obrestne mere. Obrestna mera namreč vpliva na spremembe deviznega tečaja in s tem na prihodnje prihodke, cene in stroške oziroma pričakovani denarni tok (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 151). Prihodnji denarni tok pa lahko temelji na pogodbenih obveznostih ali pričakovanih transakcijah. S tega vidika je transakcijska izpostavljenost del ekonomske izpostavljenosti. Transakcijska izpostavljenost namreč vključuje prihodnje denarne tokove v tuji valuti na podlagi pogodbenih obveznosti, ki se lahko pokažejo kot bilančne (terjatve ali obveznosti) ali izvenbilančne transakcije (neizpolnjene pogodbe oziroma pričakovani denarni tok). Drugi del ekonomske izpostavljenosti predstavlja operativna izpostavljenost, ki temelji na denarnem toku od pričakovanih transakcij. Razdelimo jo lahko v dve skupini, in sicer na izpostavljenost pričakovanih transakcij, ki jih lahko identificiramo, ter na prihodnje denarne tokove, ki jih ne moremo identificirati, oziroma na konkurenčno izpostavljenost (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 165–166). Ekonomsko izpostavljenost v ožjem smislu vsebinsko predstavlja le konkurenčna izpostavljenost. Tako pojmovanje ekonomske izpostavljenosti najdemo pri večini avtorjev v strokovni literaturi, zato bo v nadaljevanju predpostavljena enakost obeh pojmov.

Razliko med posameznimi vrstami izpostavljenosti prikazuje Slika 3 (na str.12). Pri translacijski izpostavljenosti sprememba tečaja vpliva na spremembo vrednosti že nastalih obveznosti in terjatev oziroma bilančnih postavk. Transakcijska izpostavljenost pa nastopi pri izvajanju sprotnih transakcij, in sicer zaradi možnosti spremembe tečaja v času od nastanka terjatve ali obveznosti do dejanske poravnave. Tako transakcijska kot konkurenčna izpostavljenost sta posledici nepričakovanih sprememb v prihodnjem denarnem toku. Razlika med obema je v tem, da transakcijska izpostavljenost izvira iz spremembe prihodnjih denarnih tokov zaradi že nastalih obveznosti, medtem ko se ekonomska izpostavljenost osredotoča na pričakovani prihodnji denarni tok, ki bo nastal na podlagi prihodnjih obveznosti in se lahko spremeni zaradi vpliva spremembe obrestne mere na mednarodno konkurenčnost (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 152).

### Slika 3: Primerjava transakcijske, translacijske in ekonomske izpostavljenosti



Vir: Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 153.

Številni avtorji trdijo, da je za multinacionalna podjetja najpomembnejše obvladovanje ekonomske izpostavljenosti. Raziskave kažejo, da se tega podjetja zavedajo, čeprav ne posvečajo velike pozornosti njenemu aktivnemu obvladovanju. Temu je verjetno vzrok težavno vrednotenje ekonomske izpostavljenosti, ki zahteva natančno poznavanje konkurenčnega položaja podjetja in makroekonomskega okolja, v katerem to podjetje posluje (Rugman, Brewer, 2001).

#### 1.5 Vrednotenje portfelja izvedenih finančnih instrumentov

Nadzor in vrednotenje morata biti neodvisna in ločena od aktivnosti obvladovanja tveganja, menedžment pa mora biti ne glede na izbrano strategijo nenehno pozoren na vrednost portfelja IFI. Najpomembnejše sestavine in značilnosti takega analitičnega sistema so (Rugman, Brewer, 2001):

- natančni postopki preverjanja podatkov,
- sistem nadzora nad izvrševanja navodil odločevalcev s strani nadrejenih,
- sistem pridobivanja in analiziranja podatkov za ovrednotenje in prilagajanje tveganosti zavzetih pozicij,
- zagotovitev takega sistema obvladovanja tveganja, ki bo veljaven in ustrezno prilagojen specifičnim značilnostim podjetja.

##### 1.5.1 Model tvegane vrednosti

Merjenje tveganja, ki mu je podjetje izpostavljeno, sodi med temeljne sestavine strategije obvladovanja tveganja. Brez znanja o obsegu in vplivih, ki jih ima izpostavljenost na podjetje, ni mogoče učinkovito obvladovati tveganja (Petersen, Thiagarajan, 2000, str. 5).



Med najbolj razširjene metode za merjenje tveganja sodi model tvegane vrednosti (angl. *value-at-risk – VaR*). Tveganje je v omenjenem modelu opredeljeno kot minimalna izguba v tržni vrednosti pozicije pri danem tveganju, ki jo lahko pričakujemo z neko verjetnostjo. S tem model izraža občutljivost naložb podjetja na cenovne spremembe (Fabozzi, Mann, Choudhry, 2003, str. 4).

Pri izračunani vrednosti je potrebno upoštevati predvsem predpostavko normalnih tržnih razmer in uporabljen časovni horizont. Oboje je odvisno od menedžerjevih nagnjenj, zlasti predstava o tem, kaj so običajne tržne razmere, pa predstavlja subjektivni del modela. Najpogosteje se pri izračunavanju predpostavlja običajna porazdelitev. V takem primeru je *VaR* v bistvu le enostaven prikaz pričakovanih odklonov denarnega toka, ki menedžerjem pove, koliko znaša minimalna izguba podjetja pri določeni stopnji tveganja, in s tem poda oceno o tveganosti naložb (Grinblatt, Titman, 1998, str. 747).

Priljubljenost modela izvira iz možnosti združevanja različnih vrst tveganja in tržnih kategorij v eno samo številko. Omejitve glede njegove uporabnosti izhajajo predvsem iz dejstva, da vsebuje številne predpostavke, ki lahko vodijo do različnih rezultatov (Ramazan, Faruk, Abdurrahman, 2003, str. 339).

## **1.6 Nadzor in poročanje o uporabi izvedenih finančnih instrumentov**

Izjemno hitra rast v uporabi IFI je bila razlog, da se na tem področju ni v enaki meri razvila ustrezna finančna infrastruktura, npr. regulacija, organizacija trgovanja, informacijski sistem za poročanje vodilnim ipd. Eno najbolj perečih vprašanj na tem področju je prav okolje finančnega poročanja. V primerjavi z uporabo IFI je bilo poročanje o njihovi uporabi še do pred kratkim precej nedosledno in nepopolno ter pogosto celo neobstoječe. Ravno velike izgube nekaterih velikih podjetij zaradi uporabe IFI pa so opozorile na nujnost natančnega nadzora, regulacije in jasne politike na tem področju.

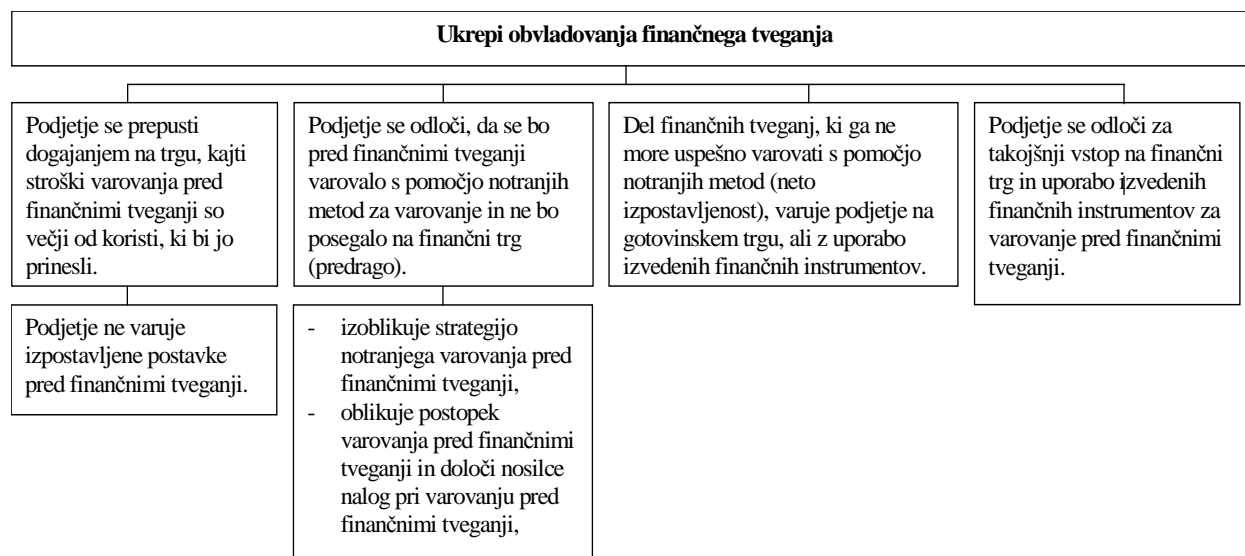
Precejšnjo težavo predstavlja možnost uporabe IFI za zaščito (in s tem manjšo izpostavljenost tveganju) in za špekulacije (in s tem povečano izpostavljenost tveganju). Velike izgube v preteklosti je povzročilo ravno pomanjkljivo poročanje, ki ni zadostilo kakovostnemu informiranju lastnikov, regulatornih organov in drugih zainteresiranih, predvsem glede namena uporabe IFI. Zato so regulatorni organi kot FASB (*Financial Accounting Standards Board*) v ZDA in ASB (*Accounting Standards Board*) v Angliji določili za prioriteto nalogo razvoj razumljivih in doslednih pravil glede poročanja podjetij o uporabi IFI, kar je občutno pripomoglo k večji preglednosti nad njihovo uporabo. Junija 1998 je tako FASB izdal standard SFAS 133, ki natančno določa pravila za računovodsko poročanje o uporabi IFI in obvladovanju tveganja. Že septembra 1998 pa je ASB izdal standard FRS 13, ki se v veliki meri zgleduje po ameriškem standardu SFAS 133 (Barnes, 2001, str. 2–10).

## 2 INSTRUMENTI IN METODE ZA OBVLADOVANJE FINANČNEGA TVEGANJA

Pri izbiri instrumentov za varovanje pred finančnim tveganjem je potrebno upoštevati izbrani ukrep obvladovanja (Slika 4). Podjetje se lahko odloča med notranjimi metodami za varovanje, varovanjem na gotovinskem trgu ali uporabo IFI kot zunanjih instrumentov za varovanje pred finančnim tveganjem (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 225).

Za kakovostno obvladovanje finančnega tveganja je pomembno poznavanje in kombiniranje različnih metod in instrumentov zavarovanja s ciljem najvišje skupne neto koristi od njihove uporabe. Kot je bilo že predstavljeno, so IFI primerni predvsem za zaščito neto izpostavljenosti tveganju. Da bi bila ta čim manjša, lahko vplive cenovnega tveganja delno izničimo z notranjimi metodami obvladovanja v podjetju. Te bodo v nadaljevanju na kratko tudi predstavljene, saj vplivajo na potreben obseg zaščite z zunanjimi metodami obvladovanja in je torej njihovo poznavanje pomembno za končni cilj učinkovitega obvladovanja finančnega tveganja.

**Slika 4 : Ukrepi obvladovanja finančnega tveganja**



Vir: Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 226.

## 2.1 Notranje metode za obvladovanje finančnega tveganja

Notranje metode za obvladovanje finančnega tveganja se izvajajo v podjetju in zanje ni potrebno sklepanje pogodbenih razmerij s podjetji ali finančnimi ustanovami zunaj podjetja ali skupine povezanih podjetij. Najpomembnejše notranje metode obvladovanja valutnega tveganja so naravno zavarovanje oziroma povezovanje plačil (angl. *netting*), terminsko usklajevanje plačil (angl. *leading and lagging*), vzpostavljanje najprimernejše cenovne politike (angl. *try pricing strategy*) in upravljanje s sredstvi in obveznostmi (angl. *asset-liabilities management*) (Peterlin, 2002, str. 98).

### 2.1.1 Naravno zavarovanje plačil

Naravno zavarovanje oziroma povezovanje plačil lahko podjetje izkoristi, ko ima obveznosti in terjatve nominirane v isti tuji valuti z enako zapadlostjo. Podjetje v takem primeru poravna obveznost in dobi hkrati priliv iz naslova terjatev. Ker se poravnava izvede v istem trenutku, se torej tveganje, ki izvira iz različnih tečajev valut, v primeru enakih zneskov izniči. V nasprotnem primeru je potrebno dodatno zavarovanje.

### 2.1.2 Terminsko usklajevanje plačil

S terminskim usklajevanjem plačil je mišljeno prilagajanje kreditnih pogojev oziroma rokov plačil med podjetji. Pospeševanje plačil (angl. *leading*) pomeni plačevanje obveznosti pred rokom zapadlosti, zavlačevanje plačil (angl. *lagging*) pa plačevanje po določenem roku. Koristi obeh metod se kažejo v obvladovanju pričakovanih in nepričakovanih sprememb v vrednosti neke valute.

### 2.1.3 Vzpostavitev najprimernejše cenovne politike

Obstajata dva načina obvladovanja valutnega tveganja s pomočjo politike cen: prilagajanje cen in določanje valute fakturiranja. V prvem primeru podjetje zaradi spremembe na mednarodnih valutnih trgih prilagodi prodajne cene. Izvedljivost in smiselnost te metode določajo konkurenčni položaj podjetja na nekem trgu, značilnosti kupca in tudi ciljna podoba, ki jo želi podjetje imeti. Podobne omejitve pogojujejo tudi uporabo druge metode, določitev valute fakturiranja. Običajno želi podjetje prodati svoje izdelke v lastni valuti oziroma v valuti, v kateri nastajajo stroški. Za kupca je nasprotno idealna njegova valuta, lahko pa tudi valuta, v kateri ima sredstva. Od pogajalske moči posamezne strani je odvisno, kdo bo nosil večje stroške oziroma imel koristi, ki izvirajo iz nihanja tečajev.

#### 2.1.4 Upravljanje s sredstvi in obveznostmi

Podjetje se pri upravljanju s sredstvi in obveznostmi lahko odloča med napadalnim in obrambnim pristopom. Z napadalnim pristopom podjetje povečuje pritoke v močnih valutah in hkrati povečuje odtok v šibkih valutah. Na tak način lahko izkoristi pozitivne učinke povečanja vrednosti pritokov in po drugi strani tudi pozitivne učinke zaradi odtoka valute, ki se ji je vrednost znižala. Obrambni pristop obvladovanja valutnega tveganja pa pomeni predvsem nevtralizacijo valutnega tveganja z izenačevanjem pritokov in odtokov po posameznih valutah (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 228).

### 2.2 Izvedeni finančni instrumenti

Tveganja, ki jim je podjetje pri svojem poslovanju izpostavljeno, je mogoče v veliki meri zavarovati tudi z uporabo IFI. Najpogosteje se uporabljajo terminski posli, terminske pogodbe, opcije in zamenjave (Peterlin, 2002, str. 86). Z omenjenimi instrumenti se lahko podjetje zavaruje pred cenovnim in drugimi tveganji, s katerimi se srečuje pri poslovanju.

»Izvedeni finančni instrumenti so pravice, katerih cena je posredno ali neposredno odvisna od cene osnovnega vrednostnega papirja, tujih valut ali blaga oziroma višine obrestne mere« (Zakon o deviznem poslovanju, 1999). Pravice, ki izhajajo iz njih, ne zahtevajo čiste finančne naložbe ali zahtevajo le majhno finančno naložbo, poravnava pa nastopi v prihodnosti (Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o bančništvu, 2003).

Konkurenčni boj sili vsa podjetja v zniževanje in optimiranje vseh vrst stroškov, ravno IFI pa preko razpršitve tveganja to zniževanje tudi omogočajo. Zato lahko rečemo, da so IFI konkurenčna potreba vseh (Doles, 2004).

#### 2.2.1 Terminski posel

Terminski posel (angl. *forward*) je nestandardizirana terminska pogodba, opredeljena kot nakup ali prodaja osnovnega instrumenta po znani ceni danes in z rokom izvršitve, ki je daljši od dveh delovnih dni (Mohorič, 2001, str. 20).

#### 2.2.2 Terminska pogodba

Standardizirana terminska pogodba (angl. *futures*) je dogovor, s katerim se kupec obveže kupiti, prodajalec pa prodati določeno količino blaga. Rok izvršitve dogovorjenega posla je v prihodnosti. Pogoje, ki jih mora izpolnjevati dogovor, določa borza, kjer se s terminskimi pogodbami terminsko trguje. V pogodbi so tako določeni standardizirana količina, zadnji dan trgovanja, datum, kraj in način izpolnitve. Kupec in prodajalec se pogajata le o ceni blaga, ki

je odvisna od tržnih pogojev. To vpliva na manjšo likvidnost pogodbe, saj je težje dobiti stranko, ki bi sprejela vse že vnaprej določene pogoje. Poleg tega se tudi trguje z njimi le ob točno določenih standardiziranih dnevih, kar dodatno zmanjšuje njihovo likvidnost (Veselinovič, 1991, str. 46).

Denarni tokovi ne potekajo med kupcem in prodajalcem, ampak je posrednik med njima klirinška hiša, kjer obe stranki ob odprtju pogodbe položita določen znesek oziroma kritje, ki služi kot jamstvo (angl. *security account*), da bosta lahko pokrila morebitno izgubo, ki lahko nastane v času do zapadlosti pogodbe. Zaradi tega nosi termimska pogodba v primerjavi s termimskim poslom, ki tega kritja ne zahteva, manjše kreditno tveganje. Ko se bliža dan izpolnitve, kupec standardizirane termimske pogodbe obvesti klirinško hišo, da želi na dan zapadlosti dostavo dogovorjenega blaga (osnovni instrument), ki se lahko opravi na tri načine (Mohorič, 2001, str. 21):

- fizična izpolnitev (angl. *physical delivery*): dogovorjeno blago se fizično dostavi;
- denarna poravnava (angl. *cash settlement*): če je osnovni instrument indeks ali obrestna mera oziroma če je tako določeno v pogodbi, se izvrši denarna poravnava;
- kompenzacija: zavzete nasprotne pozicije in tako prenehanje standardizirane pogodbe pred zapadlostjo.

### 2.2.3 Opcija

Opcija (angl. *option*) je pogodba, ki daje njenemu lastniku pravico, ne pa obveznost, da kupi ali proda v pogodbi določen predmet po vnaprej določeni izvršilni ceni (angl. *strike price*) na dogovorjeni dan ali prej. Če je opcija na izvršilni dan za njenega imetnika dobičkonosna (angl. *in-the-money*), jo izkoristi, sicer pa jo lahko pusti neizkoriščeno. Omenjena prožnost pa vpliva na razmeroma visoke cene opcij. Tudi opcije so lahko standardizirane ali nestandardizirane, od tod pa izvirajo tudi različne prej opisane prednosti in slabosti (Veselinovič, 1998, str. 72–74).

### 2.2.4 Zamenjava

Zamenjava (angl. *swap*) je dogovor med dvema strankama o zamenjavi dveh različnih načinov plačila v prihodnosti (Brigham, Daves, 2002, str. 815).

Ločimo (Prohaska, 1999, str. 178):

- valutno zamenjavo: to je pogodba med dvema strankama, ki se dogovorita, da bosta zamenjali plačevanje obresti in vračilo glavnice v eni valuti za plačevanje obresti in glavnice v drugi;
- obrestno zamenjavo: to je dogovor med dvema strankama, ki se dogovorita, da bosta zamenjali različna plačila obresti in vračilo glavnice na koncu v zaporednih prihodnjih obdobjih, pri čemer so vsa plačila v isti valuti.

Zamenjave so zelo spremenile klasične možnosti financiranja in sodijo med najpomembnejše finančne novosti zadnjega časa. Pojavile so se predvsem zato, ker imajo različni subjekti različen dostop do finančnih trgov in različne potrebe.

### 2.2.5 Kombinirani izvedeni finančni instrumenti

Za učinkovitejše obvladovanje tveganja lahko podjetje uporabi kombinacijo več do sedaj opisanih osnovnih IFI. Kombinacij je zelo veliko, vendar je izbira instrumentov odvisna predvsem od poslovne politike uporabnika, njegovega znanja in razvitosti finančnega trga, na katerem posluje (Veselinovič, 1991, str. 57).

V Tabeli 1 so navedene glavne prednosti in slabosti temeljnih instrumentov za obvladovanje finančnega tveganja, ki jih mora podjetje upoštevati glede na svoje značilnosti in potrebe.

**Tabela 1: Glavne prednosti in slabosti temeljnih instrumentov za obvladovanje finančnih tveganj**

|   | Vrste instrumentov                 | Prednosti                              | Slabosti   |
|---|------------------------------------|--|--|
| Gotovinski posli  | Posojila, obveznice                | Enostavnost                            | Možnost dobička ali izgube, stroški izdaje, davčne posledice |
| Standardizirani instrumenti (trgovanje na organiziranem trgu) | Terminske pogodbe, opcije          | Likvidnost in učinkovito določanje cen | Nefleksibilnost, basis risk, stroški nadzora                 |
| Nestandardizirani instrumenti (trgovanje prek okenca)         | Zamenjave, terminski posli, opcije | Fleksibilnost                          | Potencialna nelikvidnost                                     |

Vir: Campbell, Kracaw, 1993, str. 214.

Poleg opisanih osnovnih IFI ali t. i. instrumentov prve generacije, imamo tudi IFI druge generacije, pri katerih so osnova IFI prve generacije. Nastajajo pa še novejši instrumenti, ki se označujejo kot hibridni, eksotični, strukturirani (Kastelic, 2004, str. 5). Številna tuja podjetja jih že uporabljajo, vendar v nadaljevanju ne bodo podrobneje predstavljeni, saj v slovenski praksi še niso prisotni. Napredek na področju uporabe IFI pa bo zagotovo kmalu privedel do uporabe kompleksnejših in zahtevnejših vrst IFI tudi pri nas.

### 3 VPLIV OBVLADOVANJA FINANČNEGA TVEGANJA NA PODJETJE

#### 3.1 Vrednost podjetja

Za maksimizacijo vrednosti podjetja je treba najprej poznati, kaj jo določa. Vrednost podjetja, ki je izražena v tržni ceni delnice, je funkcija treh temeljnih kategorij (Kolb, DeMong, 1988, str. 11):

- pričakovanega donosa (denarnega toka),
- tveganja, ki mu je delničar, lastnik podjetja izpostavljen,
- časovnega razporeda pričakovanega donosa (denarnega toka).

Pričakovani donos je opredeljen kot denarni tok, ki ga delničar pričakuje v prihodnosti. Tveganje se nanaša na stopnjo negotovosti, ki spremlja pričakovani denarni tok. Čas, ko naj bi bil realiziran donos, pa se nanaša na vzorec nastopa pričakovanih denarnih tokov v prihodnosti in poudarja časovno vrednost denarja.

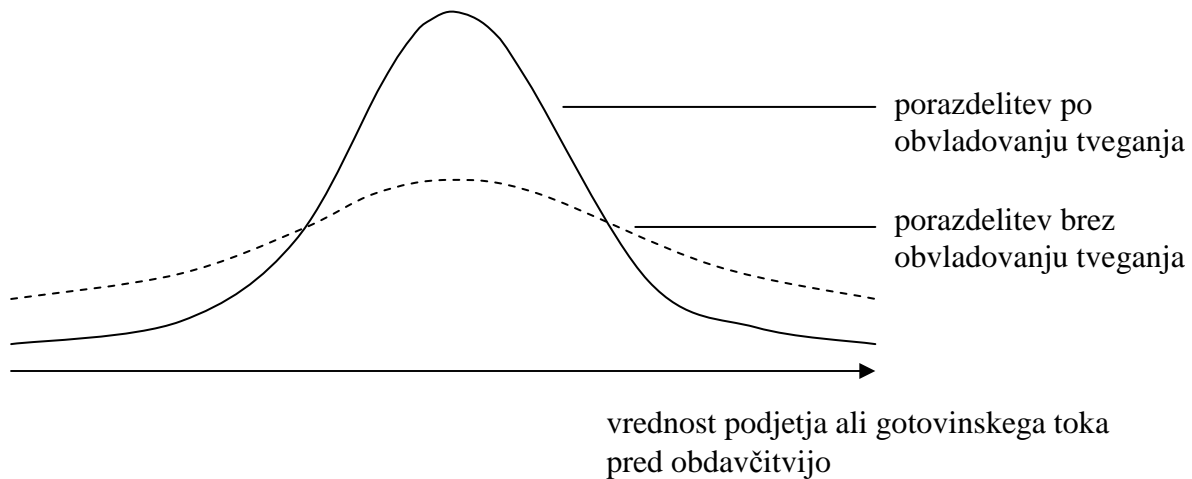
Vsi trije elementi so pomembni za doseganje skupnega cilja podjetja, in sicer maksimizacijo tržne vrednosti. To pa poudarja pomen izbire (angl. *tradeoff-a*) med donosom in tveganjem. Donosnejši projekti z daljšim časovnim horizontom so običajno tudi bolj tvegani, zato lahko minimizacija tveganja podjetja v skrajnem primeru vodi do sicer minimalne tveganosti, vendar za ceno zelo nizkih ali ničelnih donosov. Prisotnost tveganja v podjetju je zato neizogibna, saj lahko le tako dosežemo večjo vrednost podjetja (Kolb, DeMong, 1988, str. 14).

Spremembe valutnih tečajev, obrestnih mer in cen surovin predstavljajo za podjetje tveganje. Z obvladovanjem tveganja lahko podjetje izniči ali vsaj zmanjša vpliv cenovnega tveganja na nihanje posameznih kategorij prihodkov in odhodkov. Na ta način postane poslovanje podjetja v prihodnosti bistveno bolj predvidljivo. Zaradi manjšega nihanja denarnega toka podjetja se zmanjša tudi nihanje vrednosti podjetja, zato se lahko pričakuje, da se bo vrednost podjetja povečala, če bo to obvladovalo izpostavljenost finančnemu tveganju (Slika 5) (Berk, 2004, str. 6).

Obvladovanje tveganja lahko neposredno koristi večini podjetij predvsem na dva načina (Campbell, Kracaw, 1993, str. 211):

- z zmanjšanjem verjetnosti nastanka izgube, ki bi lahko negativno vplivala na izvajanje načrtovanih poslovnih strategij;
- z omogočanjem menedžerjem, da se pri svojih odločitvah osredotočijo neposredno na povečevanje vrednosti lastnikov.

**Slika 5: Zmanjšanje spremenljivosti vrednosti podjetja kot posledica obvladovanja finančnega tveganja**



Vir: Smithson, Smith, Wilford, 1995, str. 101.

### 3.2 Obvladovanje tveganja znotraj podjetja poveča vrednost premoženja vlagateljev

#### 3.2.1 Olajšanje obvladovanja tveganja s strani lastnikov

Finančna teorija deli celotno tveganje (angl. *total risk*) na sistematično (angl. *systematic risk*) in nesistematično (angl. *unsystematic risk*). Vlagatelji lahko z razpršitvijo svojega premoženja zmanjšajo nesistematično tveganje, ostane pa jim še sistematično oziroma tržno tveganje.

Tržno tveganje lahko vlagatelji sami obvladujejo z uporabo IFI, vendar za ceno nižjih pričakovanih donosov, saj jim to povzroča dodatne stroške. Poleg tega je ocenjevanje tveganja podjetja za vlagatelje precej težko in nezanesljivo. Nasprotno imajo menedžerji veliko informacij o podjetju, saj bolje poznajo trenutne in načrtovane dejavnosti, ki so podvržene vplivu tržnega tveganja. Zaradi tega lahko bolje obvladujejo tveganje podjetja, vlagatelji pa so potem zaradi večje preglednosti in zanesljivosti glede svoje izpostavljenosti sistematičnemu tveganju pripravljeni sprejeti nižjo premijo za tveganje.

V podporo vlagateljem pri samostojnemu obvladovanju tveganja lahko menedžerji določijo neko ciljno stopnjo izpostavljenosti tržnemu tveganju. Vlagatelji tako lažje obvladujejo tveganje, čeprav so jim aktivnosti podjetja morda nejasne ali celo neznanne. Torej tudi v primeru, ko vlagatelji prevzamejo nase večji del odgovornosti za obvladovanje tveganja,



lahko obvladovanje tveganja na ravni podjetja poveča korist vlagateljem, kar vpliva na nižje stroške kapitala.

Dodaten razlog za obvladovanje tveganja s strani menedžerjev predstavlja učinek ekonomije obsega, zaradi katerega je obvladovanje tveganja znotraj podjetja cenejše od obvladovanja tveganja s strani lastnikov (Meulbroek, 2002, str. 5).

### 3.2.2 Zmanjšanje stroškov plačilne nesposobnosti

Podjetje ima lahko zaradi nestanovitnosti denarnega toka težave s pravočasnim plačevanjem fiksnih obveznosti. Obvladovanje finančnega tveganja lahko zmanjša verjetnost nastanka takšnih težav, kar zmanjša tudi pričakovane stroške v povezavi s pomanjkanjem denarnih sredstev za nemoteno poslovanje (Bartram, Brown, Fehle, 2004, str. 7).

Na odgovornost pri zagotavljanju plačilne sposobnosti opozarja tudi Kodeks poslovnofinančnih načel, ki pravi, da mora biti podjetje sposobno v kratkem roku zagotoviti likvidna sredstva za pravočasno poravnavo obveznosti. Z ustrežno poslovno politiko pa mora zagotavljati tudi plačilno sposobnost na dolgi rok. Eden od načinov je tudi učinkovito obvladovanje tveganja (Kodeks poslovnofinančnih načel, 1998).

Stroški, ki lahko nastanejo kot posledica finančne stiske (angl. *financial distress costs*), oziroma transakcijski stroški so (Peterlin, 1999, str. 77):

- neposredni stroški propada podjetja (reorganizacija, stečaj, likvidacija);
- posredni stroški zaradi finančnih težav (višje obrestne mere pri pridobivanju posojil, slabši pogoji dobaviteljev, nezmožnost vlaganja oziroma izkoriščanja poslovnih priložnosti ...).

Med neposredne stroške stečaja uvrščamo odtok finančnih sredstev iz podjetja za plačilo tistim, ki so zunaj podjetja udeleženi v postopku stečaja, npr. dohodke upravitelja stečaja, stroške pravnega postopka, plačila pravnikom, računovodjem in svetovalnim podjetjem, ki jih novi lastniki najamejo, da bi čim bolj zavarovali svoje interese. Med neposredne stroške stečaja uvrščamo tudi izgubljeni čas menedžerjev, ki ga porabijo v zvezi s postopkom. Pri reorganizaciji podjetja so ravno tako potrebni finančni viri, ki jih lahko podjetje v takih razmerah dobi (če jih pridobi) le po višji zahtevani donosnosti. Ta razlika v zahtevani donosnosti tudi predstavlja neposreden strošek stečaja.

Posredne stroške bi lahko poimenovali »izgubljene možnosti«. Kupci lahko sodijo, da podjetje zaradi plačilnih težav ne bo sposobno financirati nadaljnega poslovanja ali poprodajnih storitev (Mramor, 2002, str. 129). V zaostrenih razmerah štejemo med posredne stroške tudi stroške zaradi omejenega dostopa do trga kapitala in višje osebne dohodke

menadžerjev zaradi večje verjetnosti, da bodo ostali brez zaposlitve (Jensen, Smith, 1984, str. 10).

Podjetja so različno občutljiva na tveganje plačilne nesposobnosti. Za nekatera to ne predstavlja večjih težav in jih zaradi nizkih stroškov plačilne nesposobnosti lahko pričneje reševati šele, ko se pojavijo. Drugače je s podjetji, ki so na plačilno nesposobnost zelo občutljiva. Taka so npr. podjetja, ki poslujejo v hitro se spreminjajočih industrijah, ali finančna podjetja. Konkreten primer je *Microsoft Corp.*, ki je kljub svoji uspešnosti občutljiv na plačilno sposobnost. Zaradi plačilne nesposobnosti se lahko zgodi, da se podjetju ne uspe pravočasno prilagajati spremembam na trgu. To lahko zmanjša zaupanje kupcev pa tudi drugih razvijalcev programske opreme v sposobnost podjetja, da se bo v prihodnosti pravočasno prilagajalo tržnim zahtevam, in se zato preusmeri drugemu dobavitelju. Že najmanjša senca, ki pade na ugled podjetij s podobno občutljivostjo na plačilno sposobnost, lahko poveča nezaupanje poslovnih partnerjev, kar vodi v zmanjšanje števila strank, to pa zmanjša uspešnost poslovanja in lahko v končni fazi celo ogrozi obstoj podjetja.

Da bi podjetje lahko kakovostno ocenilo tveganje plačilne nesposobnosti in posledično tudi smiselnost uporabe IFI v ta namen, je treba oceniti tako verjetnost nastanka plačilne nesposobnosti kot velikost pričakovanih stroškov v primeru nastopa plačilne nesposobnosti. Glede na to je treba določiti stopnjo sprejemljivosti tveganja plačilne nesposobnosti ter nato vrste instrumentov za varovanje in obseg njihove uporabe (Meulbroek, 2002, str. 7–9).

### *3.2.3 Zmanjšanje tveganja, s katerim se soočajo pomembni nerazpršeni vlagatelji*

Manj tvegano podjetje je bolj privlačno za vlagatelje in zaposlene, posledično pa ima tudi višjo tržno vrednost. Obvladovanje tveganja zmanjšuje skupaj s celotnim tveganjem podjetja tudi tveganje vlagateljev, kar je predvsem pomembno za nerazpršene vlagatelje. Pogosto pa je to pomembno tudi za menedžerje, saj ima večina teh zelo nerazpršen vir dohodkov, ki izvira iz njihove zaposlitve v podjetju. To je lahko vzrok, da menedžerji v nasprotju z interesi lastnikov, ki imajo morda bolj razpršeno premoženje, porabljajo sredstva za zaščito tveganja, ki se sicer lahko razprši. Zaradi nerazpršenosti so menedžerji manj nagnjeni k tveganju in zato tudi manj dojemljivi za bolj tvegane projekte, ki so lahko za podjetje zelo donosni (Meulbroek, 2002, str. 9).

Obvladovanje tveganja lahko ta konflikt zmanjša; z vezavo dohodka menedžerjev na vrednost delnice podjetja je menedžer motiviran za obvladovanje tveganja v optimalnem obsegu. Posledično se bo tveganost donosnih projektov zmanjšala, in sicer do optimalne stopnje, ko bo tržna vrednosti podjetja najvišja (Bartram, Brown, Fehle, 2004, str. 9).

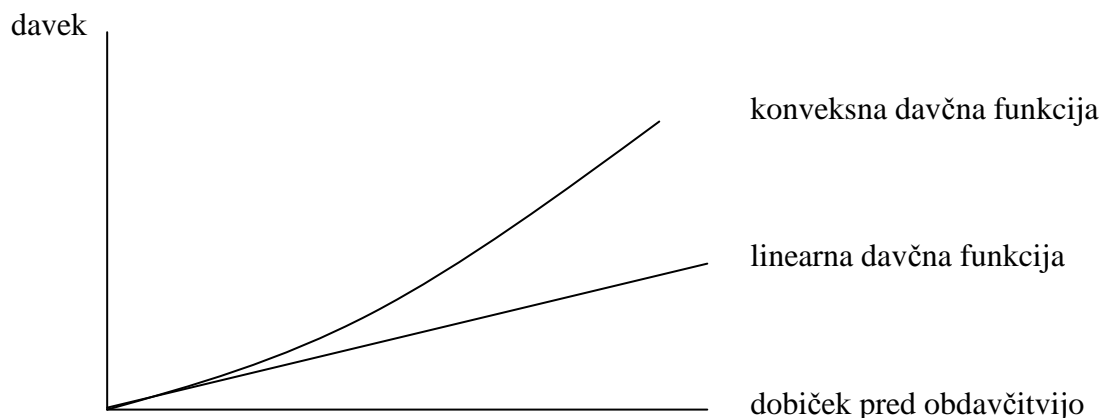
V politiko vezave dohodka na vrednost podjetja uvrščamo tudi spodbujanje nerazpršenega vlaganja ključnih zaposlenih v podjetje. Ti več tvegajo in imajo zato v primerjavi z

zaposlenimi, ki nimajo naložb v podjetju ali imajo naložbe tudi drugje, večji interes za uspešnost podjetja. Da bi bili menedžerji in drugi ključni zaposleni pripravljene vlagati nerazpršeno, jim je treba omogočiti naložbe v podjetje po diskontni ceni, saj so za razliko od drugih razpršenih vlagateljev izpostavljeni še sistematičnemu tveganju in je njihova naložba vredna manj. Razliko med tržno ceno in nižjo vrednostjo, ki jo je pripravljen menedžer plačati za lastniški delež, je strošek podjetja za tako spodbujevalno politiko zaposlenih (Meulbroek, 2002, str. 10).

### 3.2.4 Zmanjšanje plačila davkov

Konveksna oblika davčne funkcije ponazarja eksponencialno odvisnost med dobičkom pred obdavčitvijo in povprečno plačanim davkom. Če ima podjetje konveksno obliko davčne funkcije (Slika 6), raste s povečevanjem dobička pred obdavčitvijo tudi davek. Tako podjetje z obvladovanjem finančnih tveganja obvladuje tudi obveznosti iz naslova davkov in povečuje vrednost podjetja. Bolj kot je davčna funkcija podjetja konveksna, večje so lahko koristi od obvladovanja finančnih tveganj (Peterlin, 1999, str. 74).

#### Slika 6: Konveksnost davčne funkcije



Vir: Peterlin, 1999, str. 74.

Obstajata dve temeljni davčni spodbudi za obvladovanje tveganja (Graham, Rogers, 2002, str. 815):

- zmanjšanje davčnih obveznosti zaradi konveksnosti davčne funkcije in
- zmanjšanje davčnih obveznosti zaradi povečanja sposobnosti zadolževanja.

Na konveksnost davčne funkcije vplivajo progresivnost davčne stopnje in davčne olajšave.

### 1. Progresivnost davčne stopnje

S Slike 6 je razvidno, da je konveksnost zelo odvisna od progresivnosti davčne stopnje. Če davčne stopnje naraščajo z višino dohodkov, lahko podjetje minimizira plačilo davkov z doseganjem enakomernejših prihodkov skozi leta.

Primer: Predpostavimo, da je davčna stopnja za dobiček do 10 mio SIT 20 % in nad 100 mio SIT 30 %. Če podjetje zasluži 10 mio v vsakem od dveh zaporednih let, bo skupno plačilo davka v dveh letih znašalo 4 mio SIT. Zdaj pa predpostavimo, da podjetje ravno tako zasluži v povprečju v vsakem od dveh zaporednih let 10 mio SIT, vendar nič v prvem letu in 20 mio SIT v drugem letu. V tem primeru bo podjetje v drugem letu plačalo 5 mio SIT davka oziroma 1 mio SIT več kot v prvem primeru, ko ima prihodke enakomerno razporejene skozi obe leti (Meulbroek, 2002, str. 11).

### 2. Davčne olajšave

Na konveksnost davčne funkcije vplivajo tudi davčne olajšave (npr. prenos neporavnane izgube v prihodnost, davčne olajšave od naložb itd.). Podjetje vedno najprej izbere najdonosnejšo davčno olajšavo, kar pozitivno vpliva na konveksnost davčne funkcije (Peterlin, 1999, str. 76).

V Sloveniji ni mogoče izkoristiti progresivnosti davčne stopnje, saj je zakonsko predpisana davčna stopnja na dobiček stalna in znaša 25 odstotkov (Peterlin, 1999, str. 75).

Zmanjšanje plačila davkov s povečanjem sposobnosti zadolževanja zaradi učinkovitega znižanja tveganja podjetja se lahko doseže na naslednja načina: z zmanjšanjem nestanovitnosti prihodkov in vplivanjem na spodbude menedžerjev.

#### 1. Zmanjšanje nestanovitnosti prihodkov

Posledično se zmanjša tudi nihanje denarnega toka in s tem tveganje posojilodajalcev, da ne bodo imeli (pravočasno) poplačanih dolgov. Zato so bolj pripravljeni posojati, saj manj kot je podjetje tvegano, manjša je tudi verjetnost njegovega propada in nepoplačila dolgov. Ob zmanjšanjem tveganju podjetje lahko podpira večji delež dolgov v sestavi virov sredstev (višji koeficient finančnega vzvoda), večja sposobnost zadolževanja pa pomeni, da podjetje lahko izkoristi večji pozitivni učinek davčnega ščita.

#### 2. Vplivanje na spodbude menedžerjev

Menedžerji lahko v interesu lastnikov povečajo nestanovitnost vrednosti sredstev oziroma premoženja z usmerjanjem na bolj tvegane poslovne strategije, kot so sprva predvidevali posojilodajalci ali imetniki obveznic. Bolj tvegane naložbe podjetja povečajo verjetnost, da lastniki sicer dobijo nekaj donosa, vendar zmanjšajo znesek, ki ga bodo verjetno dobili

posojilodajalci<sup>1</sup>. Če se menedžerji usmerijo k doseganju ciljne stopnje tveganja celotnega podjetja (eno od temeljnih vrst tveganja pa je tudi finančno tveganje), se zmanjša verjetnost, da se tveganje na prej opisani način prenese na posojilodajalce. Zaradi tega lahko potem podjetje doseže večjo sposobnost zadolževanja, saj so posojilodajalci zaradi znane ciljne stopnje tveganja podjetja bolj sprejemljivi za višji finančni vzvod (Meulbroek, 2002, str. 13).

### 3.2.5 Zmanjšanje stroškov kapitala

Vlagatelji se raje odločajo za podjetja, kjer je poslovanje preglednejše oziroma jih je mogoče lažje ocenjevati in nadzorovati, saj so zaradi tega stroški nadzora manjši. To vpliva na zmanjšanje stroškov kapitala (angl. *capital costs*).

Če se izpostavljenost tveganju v podjetju pogosto spreminja ali če dejavnosti niso pregledne, je lahko ocenjevanje ali vrednotenje poslovanja s strani vlagateljev, posojilodajalcev in kupcev težko in drago. Zaradi teh dodatnih stroškov bodo zahtevali višje stopnje donosa. Podjetje se lahko izogne plačilu dodatne premije s popolnim razkritjem informacij o poslovnih dejavnostih, kar pa zaradi konkurence ali pogostih sprememb često ni izvedljivo.

Kot nadomestilo za popolno razkritje informacij lahko podjetje zasleduje ciljno stopnjo tveganja z uporabo različnih orodij obvladovanja tveganja. S primerjalno analizo za merjenje (angl. *benchmarking*) stopnje sistematičnega in nesistematičnega tveganja menedžerji vlagateljem olajšajo nadzor brez razkritja pomembnih informacij o poslovanju (Meulbroek, 2002, str. 13–14).

Razliko med sistematičnim in nesistematičnim tveganjem moramo poznati, saj vsako zahteva drugačen pristop obvladovanja. Nesistematično tveganje je tveganje, ki izhaja iz podjetja oziroma izdajatelja vrednostnega papirja in ga lahko obvladujemo z razpršitvijo v okviru portfelja. Sistematično tveganje je tveganje, ki je povezano s splošnimi dogajanja v gospodarskem in političnem okolju in ga moramo obvladovati na druge načine (Repovž, Peterlin, 2002, str. 18).

### 3.2.6 Zagotavljanje internih virov za pomembne investicijske projekte

IFI se lahko uporablja tudi za povečanje vrednosti lastnikov z zagotavljanjem internih sredstev za donosne investicijske projekte. Tako povezani finančna in investicijska politika sta dobrodošli zlasti v primeru, ko je pridobivanje zunanjih virov predrago ali ovirano zaradi nasprotujočih si interesov lastnikov in posojilodajalcev (Bartram, Brown, Fehle, 2004, str. 8).

---

<sup>1</sup> Neto koristi v primeru uresničitve najbolj optimističnih napovedi pripadajo v celoti lastnikom, v primeru uresničitve najbolj pesimističnih napovedi, pa poleg lastnikov tudi upniki ne dobijo obljubljenih plačil.

Posojilodajalci zahtevajo za tveganje, ki se mu izpostavljajo, dodatno premijo. Poleg deleža dolga v sestavi virov sredstev vpliva na višjo obrestno mero oziroma tveganost podjetja tudi agencijski problem (angl. *agency problem*) (Peterlin, 1999, str. 78). Ta izvira iz razmerja med principalom (lastniki ali posojilodajalci) in agenti (menedžmentom), in sicer kot posledica nadzora nad menedžmentom, ki ga izvajajo lastniki ali posojilodajalci (Shapiro, 1989, str. 740).

Menedžerji imajo lahko na podlagi notranjih informacij (zaradi konkurence morda ne želijo razkriti vseh informacij) boljše mnenje o neki prihodnji naložbi in zato verjamejo v njen uspeh, medtem ko trg teh informacij nima in ne zaupa v projekt. Zato zahteva višji donos (Meulbroek, 2002, str. 15).

Zaradi informacijskega nesorazmerja posojilodajalci tvegajo, da si menedžment izposodi sredstva po nižji obrestni meri za netvegano naložbo, tako zbrana sredstva pa potem vloži v drugo investicijsko možnost z višjo stopnjo tveganja. Na tak način so posojilodajalci oškodovani, saj obrestna mera za posojena sredstva ne vsebuje primerne premije za večje tveganje. Zaradi nepreglednosti ali pomanjkanja informacij, ki jih morda menedžment iz konkurenčnih razlogov ne želi razkriti, lahko posojilodajalci zaradi večjega občutka tveganja zahtevajo previsoko obrestno mero za sicer manj tvegan projekt (Peterlin, 1999, str. 78).

Informacijsko nesorazmerje in omejitve kapitala so na splošno bolj prisotni pri manjših podjetjih, zato velja opisana prednost predvsem zanje. Manjša podjetja namreč pogosto kljub hitri rasti in obetavnim projektom še nimajo dovolj velikega ugleda za pridobivanje poceni sredstev. Ker si podjetje včasih težko zagotovi sredstva po sprejemljivi obrestni meri, lahko za nadaljevanje projekta zbere sredstva interno ali pa z obvladovanjem tveganja vpliva na znižanje obrestne mere (Meulbroek, 2002, str. 15–16):

#### 1. Interno zbiranje finančnih sredstev

Če torej podjetja potrebuje sredstva za potencialno donosen projekt in je izdaja dolga ali predraga ali neizvedljiva, lahko poskuša za izvedbo naložbe najti sredstva interno. Način, s katerim lahko k temu pripomore obvladovanje tveganja, je zmanjšanje nestanovitnosti denarnih tokov in tako zagotavljanje sposobnosti podjetja, da načrtovano zbere sredstva interno.

Tukaj velja opozoriti na slabosti, ki zahtevajo nekoliko previdnosti. V primeru, ko podjetje na podlagi obvladovanja tveganja uravna denarni tok in na tej osnovi zbere finančna sredstva za projekte, so ta lahko zaradi izogitve tržni selektivnosti precenjena. Včasih namreč lahko trg zazna in oceni projekt bistveno drugače kot menedžerji in morda opozori na nekatera spregledana dejstva. Na ta način lahko prepreči izvedbo neuspešne naložbe. Taka razlaga vloge trga opozarja, da imajo lahko finančna sredstva, zbrana na podlagi obvladovanja tveganja, negativen značaj in lahko nasprotno od cilja obvladovanja tveganja zmanjšajo tržno

vrednost podjetja. Naslednja slabost, ki se lahko pojavi, je, da se pri takem načinu zbiranja sredstev pojavi razlika v stroških zunanjega in notranjega financiranja. Če zunanji vlagatelji menijo, da ima podjetje dovolj internih virov za financiranje, vendar izbere zunanje, to poslabša njihovo oceno projekta in zato zahtevajo višjo stopnjo donosa.

## 2. Znižanje obrestne mere najetega posojila

Lahko se zgodi, da se menedžment podjetja, ki ni v finančni stiski, zaradi previsokih stroškov financiranja namenoma ne odloči za sprejem naložbe s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Donos naložbe bi se namreč zaradi visoke premije za tveganje pretil k posojilodajalcem. V takem primeru in ko podjetje ne more zbrati sredstva interno, lahko obvladovanje finančnega tveganja prispeva k zmanjšanju celotnega tveganja podjetja. Zaradi večjega zaupanja posojilodajalcev v podjetje in njegove projekte to pozitivno vpliva na znižanje obrestne mere. Z obvladovanjem finančnega tveganja torej lahko preprečujemo tudi sprejemanje napačnih investicijskih odločitev (Peterlin, 1999, str. 78).

## **4 RAZISKAVA: ANALIZA OBVLADOVANJA TVEGANJA V SLOVENSКИH PODJETJIH**

V tem delu diplomskega dela bom primerjala uporabo IFI v Sloveniji z uporabo v tujini. Analiza temelji na anketi, ki je bila izvedena v okviru Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete v Ljubljani (v nadaljevanju Anketa RCEF-IFI; glej prilogo). Anketa je bila odposlana 20. oktobra 2004 največjim podjetjem v Sloveniji, in sicer vsem, ki kotirajo na ljubljanski borzi, ter petdesetim največjim podjetjem iz vsake izmed naslednjih skupin: uvozniki, izvozniki, neto uvozniki in neto izvozniki. Skupaj je bila anketa poslana 258 podjetjem, odzvalo pa se jih je 57.

Izsledki so v nadaljevanju primerjani s tremi študijami v tujini: z analizo uporabe IFI v ZDA (Bodnar, Marston, Hayt, 1998), s primerjalno analizo med uporabo IFI v Nemčiji leta 1997 in v ZDA leta 1995 (Bodnar, Gebhardt, 1998) ter z analizo uporabe IFI v Nemčiji (Fatemi, Glaum, 2000).

### **4.1 Primerjava uporabljenih vzorcev**

Geografska omejitev in posledično majhno število primernih podjetij za analizo sta omejitvi, ki ne omogočata, da bi bil vzorec slovenskih podjetij enako strukturiran po velikosti in področju dejavnosti kot ameriški ali nemški vzorec. V primerjavi s tujino je sicer število analiziranih anket majhno, vendar je zaradi (kot je pokazala analiza) trenutno še precej nizke stopnje uporabe navedenih instrumentov zadostno za predstavbo o trenutnem pojmovanju

pomena in vrednosti IFI s strani slovenskih podjetij ter oceno njihove praktične uporabe v primerjavi s tujimi podjetji.

Vzorec podjetij v Sloveniji zajema le večja podjetja. Razlog je predvsem ta, da se v teh zaradi sinergijskih učinkov in potrebe po specializiranem znanju uporaba IFI veliko prej uveljavi (Guay, Kothari, 2002, str. 461). Ker je uporaba IFI pri nas šele v začetni fazi in se še med večjimi podjetji redko uporabljajo, analiza manjših podjetij ni smiselna.

#### 4.2 Obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov

V primerjavi z ameriški podjetji uporabljajo nemška podjetja IFI v precej večjem obsegu (Tabela 2). Omenjeno dejstvo je predvsem posledica večjega valutnega tveganja Nemčije, ki je v času analize poslovala v evropskem prostoru z različnimi valutami. Trenutno stanje se torej verjetno nekoliko razlikuje zaradi uvedbe skupne valute evra in tako manjšega tveganja, ki izvira iz uporabe različnih valut pri poslovanju. Nasprotno pa ameriška podjetja poslujejo z domačo valuto na razmeroma velikem geografskem področju in so s tega vidika manj izpostavljena valutnemu tveganju.

Podobne učinke kot v Nemčiji lahko pričakujemo tudi v slovenskih podjetjih po uvedbi evra. Kljub temu ostajajo valutni IFI aktualni zaradi naraščajočega zanimanja za trge bivše Jugoslavije in drugih, predvsem vzhodnih držav, ki blagovnih tokov ne vežejo na evro. IFI bodo zaradi zagotavljanja konkurenčnosti nepogrešljivi tudi pri obrestnem tveganju in tveganju spremembe cen blaga.

**Tabela 2: Obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov**

|                  | ZDA    |        |        | Nemčija |        |        | Slovenija |        |       |
|------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-----------|--------|-------|
|                  | Skupaj | Da     | Ne     | Skupaj  | Da     | Ne     | Skupaj    | Da     | Ne    |
| Število podjetij | 197    | 112    | 85     | 126     | 98     | 28     | 57        | 21     | 36    |
|                  | 100 %  | 56,9 % | 43,1 % | 100 %   | 77,8 % | 22,2 % | 100 %     | 36,8 % | 3,2 % |

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 157 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

Iz odgovorov na Anketo RCEF-IFI je razvidno, da Slovenija pri uporabi IFI močno zaostaja. Kljub temu da je slovensko gospodarstvo zaradi majhnosti močno odvisno od valutnih tečajev, ki predstavljajo največji delež v uporabi IFI, je uporaba IFI v slovenskih podjetjih v primerjavi s tujino precej manj pogosta.

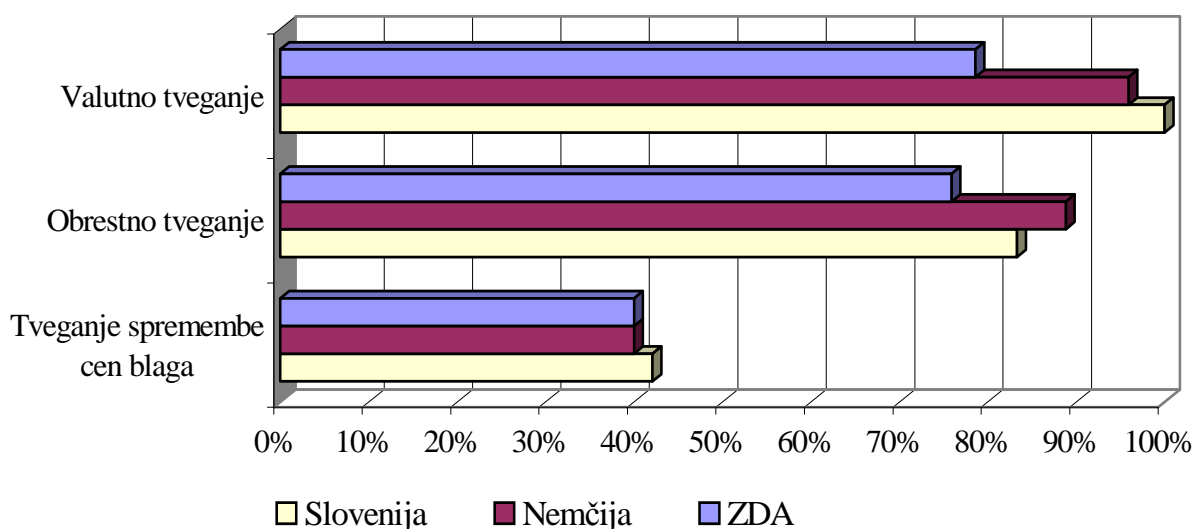


Podjetja navajajo med tremi najpomembnejšimi razlogi, zaradi katerih ne uporabljajo IFI, predvsem to, da tveganje bolje obvladujejo na druge načine (72,9 % anketiranih podjetij) ali da stroški uvedbe in vzdrževanja uporabe IFI presegajo pričakovane koristi (70,2 % anketiranih podjetij). Težavo predstavlja tudi vrednotenje cene in ocenjevanje vrednosti izvedenih finančnih instrumentov (64,8 % anketiranih podjetij). 59,4 % podjetij meni, da nimajo potrebe po uporabi IFI zaradi premajhne izpostavljenosti finančnim ali blagovnim cenam (Anketa RCEF-IFI<sup>2</sup>).

#### 4.2.1 Področje uporabe

Analiza odgovorov ameriških in nemških podjetij je pokazala, da skoraj vsa podjetja z uporabo IFI varujejo valutno tveganje, le nekoliko manj podjetij varuje obrestno tveganje. Tveganje spremembe cen blaga pa v obeh analizah varuje manj kot polovica podjetij (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 159). S Slike 7 je razvidno, da slovenska podjetja, ki uporabljajo IFI, varujejo posamezne vrste tveganja v podobnem razmerju.

**Slika 7: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov po tveganih področjih**



Podatki za Slovenijo temeljijo na 9. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo vseh 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 160 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

<sup>2</sup> Podatki za Slovenijo temeljijo na 5. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 37 izmed vseh 57 podjetij, ki so odgovorila na anketo.

#### 4.2.2 Cilji uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Cilja uporabe IFI naj bi bila predvsem uravnavanje denarnega toka ali povečanje tržne vrednosti podjetja (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 160). Praktične raziskave so pokazale, da so za podjetja pogosto pomembnejši drugi cilji (Tabela 3).

Med ameriški podjetji je tržno vrednost podjetja kot najpomembnejši cilj izbralo le 8,3 % anketiranih podjetij, od nemških pa 11,7%. Še bolj presenetljivo je dejstvo, da je 23,9 % ameriških in kar 42,6 % nemških podjetij označilo tržno vrednost podjetja kot nepomemben cilj (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 161). Slovenska podjetja so temu cilju pripisala celo najmanjši pomen, in sicer ga je kot najpomembnejši cilj izbralo le 5 %.

Ameriška podjetja so kot najpomembnejši cilj izbrala denarni tok (48,6 %) in takoj za tem računovodski dobiček (44,0 %). Velik pomen, ki ga pripisujejo ameriška podjetja večjemu dobičku, lahko vpliva na zavzemanje pozicij, ki bi podjetje še bolj izpostavile tveganjem, namesto da bi ga zaščitile (Bodnar, Marston, Hayt, 1998, str. 89). Za nemška podjetja je najpomembnejši računovodski dobiček (55,3 %), denarni tok pa je najpomembnejši le za 34,0 % podjetij; 19,1 % ga celo ocenjuje kot nepomembnega, medtem ko ga tako ocenjuje le 3,7 % ameriških podjetij. Omeniti pa velja, da tako v Nemčiji kot v ZDA največja podjetja pripisujejo največji pomen denarnemu toku. Razlike pri celotnem vzorcu med obema državama gre pripisati predvsem posebnostim finančnega računovodstva v Nemčiji, ki dovoljuje izplačilo dividend le od pozitivno ugotovljenega računovodskega dobička, kar povzroča preusmeritev pozornosti v poslovanju k računovodskemu dobičku (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 162).

**Tabela 3: Najpomembnejši cilji obvladovanja finančnega tveganja**

|           | Računovodski dobiček | Denarni Tok | Bilančna sredstva in Obveznosti | Tržna vrednost podjetja |
|-----------|----------------------|-------------|---------------------------------|-------------------------|
| ZDA       | 44,0 %               | 48,6 %      | 0,9 %                           | 8,3 %                   |
| Nemčija   | 55,3 %               | 34,0 %      | 7,4 %                           | 11,7 %                  |
| Slovenija | 14,3 %               | 57,1 %      | 10,0 %                          | 5,0 %                   |

Podatki za Slovenijo temeljijo na 7. vprašanju v Anketi RCEF-IFI. Nanj je odgovorilo vseh 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 161 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

V primerjavi z izsledki analize Bodnarja in Gebharda (1998) so v nemška podjetja kasnejši raziskavi pokazala nekoliko drugačne rezultate. Tržno vrednost podjetja so anketiranci ocenili kot precej pomembnejšo od dobička ali denarnega toka. Ker so bila v to raziskavo vključena nekoliko večja podjetja, lahko sklepamo, da z večanjem podjetja narašča pomen tržne vrednosti podjetja (Fatemi, Glaum, 2000, str. 4).

Slovenska podjetja so ravno tako izbrala za najpomembnejši cilj denarni tok (57,1 %). Daleč za tem ciljem sledijo dobiček (14,3 %) in ostali cilji.

Izsledke potrjuje tudi raziskava, ki je bila leta 2003 opravljena v slovenskih podjetjih. Podjetja so kot najpomembnejše poslovno-finančno načelo izbrala plačilno sposobnost, sledijo pa dobičkonosnost, ohranjanje samostojnosti podjetja in zmanjševanje tveganja v poslovanju (Berk, 2003, str. 36).

#### *4.2.3 Pomisleki glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov*

Izsledki Ankete RCEF-IFI<sup>3</sup> kažejo, da podjetja v Sloveniji skrbi predvsem tržno tveganje oziroma z njim povezane morebitne nenadne spremembe v ceni IFI (40,4 % podjetij ima v povezavi s tem največ pomislekov). Nekaj manj podjetij je izrazilo tudi zaskrbljenost glede vrednotenja in nadzora uporabe IFI (35,1%).

Primerjava ameriških in nemških podjetij je pokazala, da imajo nemška podjetja glede uporabe IFI manj skrbi in pomislekov. Skoraj nobeno nemško podjetje ne posveča velike zaskrbljenosti vrednotenju tveganja uporabe IFI, računovodskim zahtevam glede evidentiranja ali razkrivanja uporabe IFI in davčnim zahtevam, medtem ko jim ameriška podjetja pripisujejo največji pomen (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 163). Primerjalna analiza ameriških in nemških podjetij vključuje podobna podjetja, vendar lahko razlike izhajajo iz značilnosti posameznih vzorcev. Kasnejša analiza nemških podjetij, ki je sicer vključevala nekoliko večja podjetja, je pokazala, da imajo nemška podjetja zelo podobne pomisleke kot ameriška (Fatemi, Glaum, 2000, str. 8).

Glede prilagajanja mednarodnim računovodskim standardom (MRS) slovenska podjetja nimajo večjih skrbi. Na vprašanje, kako bodo MRS vplivali na uporabo IFI, je 68,4 % podjetij odgovorilo, da ne bo večjih vplivov, 21,0 % pa jih meni, da bo prilagajanje MRS pomembno vplivalo na strategijo obvladovanja tveganja z IFI (Anketa RCEF-IFI<sup>4</sup>).

---

<sup>3</sup> Analiza odgovorov na 11. vprašanje v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 47 od 57 podjetij, ki so se odzvala na anketo.

<sup>4</sup> Podatki temeljijo na 8. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 19 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

## 4.3 Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri varovanju posameznega tveganja

### 4.3.1 Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri valutnem tveganju

Podjetje je lahko izpostavljeno valutnemu tveganju na tri načine: s transakcijsko izpostavljenostjo, translacijsko oziroma bilančno izpostavljenostjo in ekonomsko izpostavljenostjo. V nadaljevanju bo predstavljen pomen, ki ga podjetja v analiziranih državah pripisujejo posamezni vrsti izpostavljenosti (Tabela 4).

**Tabela 4: Zaščita posameznih izpostavljenosti z valutnimi izvedenimi finančnimi instrumenti**

| Izpostavljenost   | ZDA    |        | Nemčija |        | Slovenija |        |
|---|--------|--------|---------|--------|-----------|--------|
|   | P      | O      | P       | O      | P         | O      |
| Repatriacija kapitala (dividende, honorarji, plačila obresti) | 37,6 % | 37,6 % | 38,0 %  | 37,0 % | 6,3 %     | 31,3 % |
| Pogodbene obveznosti  | 50,6 % | 43,5 % |         |        |           |        |
| a) Bilančne transakcije (terjatve/obveznosti)                 |        |        | 77,2 %  | 16,3 % | 52,9 %    | 35,3 % |
| b) Izvenbilančne transakcije (neizpolnjene pogodbe)           |        |        | 29,3 %  | 50,0 % | 46,2 %    | 38,5 % |
| Pričakovane transakcije < 1 leto                              | 55,3 % | 36,5 % | 28,3 %  | 41,3 % | 50,0 %    | 37,5 % |
| Pričakovane transakcije > 1 leto                              | 11,8 % | 42,4 % | 6,5 %   | 40,2 % | 0,0 %     | 53,8 % |
| Ekonomska oz. konkurenčna izpostavljenost                     | 7,1 %  | 16,5 % | 8,7 %   | 14,1 % | 23,1 %    | 46,2 % |
| Translacijska izpostavljenost                                 | 15,3 % | 14,1 % | 5,4 %   | 9,8 %  | 25,0 %    | 25,0 % |

Podatki za Slovenijo temeljijo na 13. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 17 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Legenda: P - pogosto O - občasno

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 156 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

#### 4.3.1.1 Translacijska izpostavljenost

Potreba po obvladovanju translacijske izpostavljenosti je manjša, saj ne vpliva neposredno na denarni tok. Praktične raziskave potrjujejo, da večina ameriških in nemških podjetij taka teoretična izhodišča upošteva: translacijsko izpostavljenost pogosto varuje le 15,3 % ameriških in 5,4 % nemških podjetij (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 156). Nasprotno posvečajo

slovenska podjetja tovrstni izpostavljenosti precej več pozornosti (25,0 % jo varuje pogosto, drugih 25,0 % pa vsaj občasno).

#### *4.3.1.2 Ekonomska in transakcijska izpostavljenost*

Nemška in slovenska anketa vključujeta delitev transakcijske izpostavljenosti na bilančne in izvenbilančne transakcije, medtem ko ameriška anketa sprašuje le za obseg zaščite pogodbenih obveznosti. Skoraj vsa nemška podjetja varujejo bilančne transakcije, le nekoliko manj izvenbilančne transakcije oziroma neizpolnjene pogodbene obveznosti. Izsledki analize ameriških podjetij ne odstopajo veliko, saj jih nad 90 % ščiti transakcijsko izpostavljenost od pogodbenih obveznostih v tuji valuti, in sicer bodisi repatriacijo kapitala znotraj podjetja v tuji valuti, ki so posebna skupina pogodbenih obveznosti, ali pričakovanih transakcij. Tretjina ameriških in nemških podjetij ščiti transakcijsko tveganje zaradi repatriacije kapitala, ravno tako več kot tretjina to počne občasno. Slovenska podjetja tukaj močno zaostajajo. Le 37,6 % jih varuje tovrstno tveganje pogosto ali občasno.

Transakcije, ki so pričakovane v roku enega leta, ščiti večina ameriških podjetij (55,3 % pogosto in 36,5 % občasno). Nemška podjetja ščitijo nekoliko manj in predvsem občasno (28,3 % pogosto in 41,3 % občasno). Iz tega izhaja, da je večina podjetij zaskrbljena glede vpliva obrestne mere na finančne rezultate in zato v veliki meri ščiti ne le pogodbene obveznosti, temveč tudi pričakovane transakcije. Občasno podjetja varujejo celo tveganje zaradi terjatev, ki so pričakovane v roku, daljšem od enega leta (42,4 % ameriških in 40,2 % nemških podjetij počne to občasno); vendar je odstotek podjetij, ki to počne, nizek.

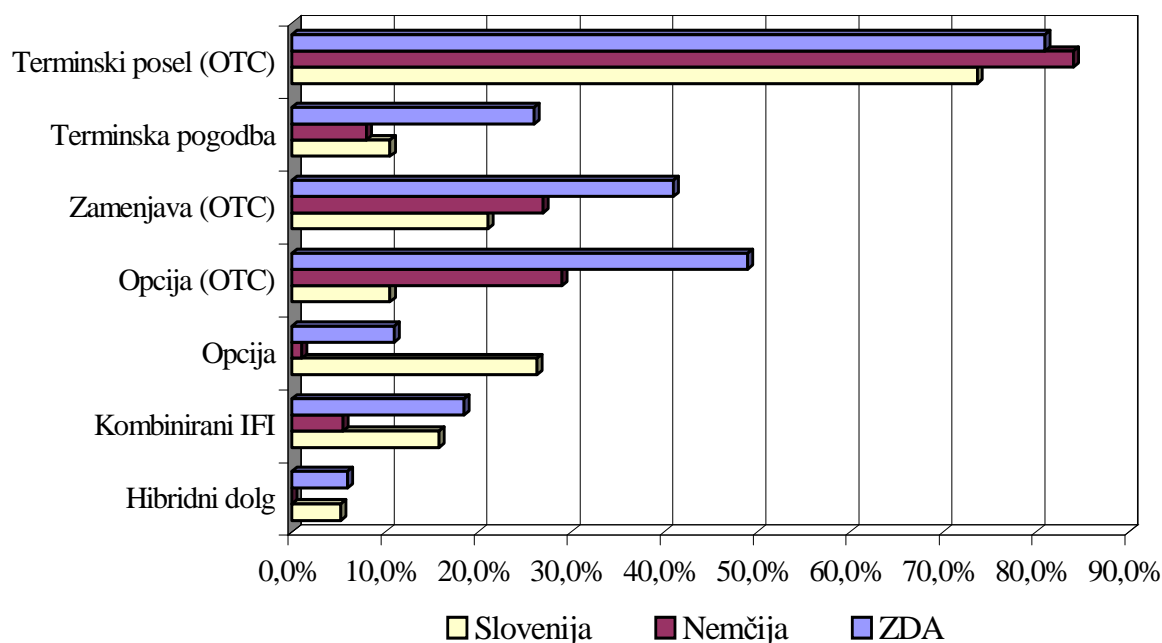
Za slovenska podjetja veljajo podobne ugotovitve: veliko pozornost posvečajo varovanju pričakovanih terjatev v roku enega leta, pričakovane terjatve v roku, daljšem od enega leta, pa vsaj občasno varuje polovica podjetij. Pozornosti je vreden tudi podatek, da 7,1 % ameriških in 8,7 % nemških podjetij pogosto varuje konkurenčno izpostavljenost. Ta namreč predstavlja tveganje zaradi nedoločenih prihodnjih denarnih tokov in je zato precej abstraktna kategorija, ki jo je težko številčno prikazati (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 167). Slovenska podjetja pa menijo, da je zaščita ekonomske izpostavljenosti še pomembnejša (23,1 % podjetij jo ščiti pogosto).

#### *4.3.1.3 Uporabljeni izvedeni finančni instrumenti pri valutnem tveganju*

S Slike 8 (na str. 34) je razvidno, da slovenska podjetja podobno kot tuja izrazito največ uporabljajo za zaščito valutnega tveganja terminske posle. Za zaščito posameznih vrst izpostavljenosti so nekateri IFI primernejši kot drugi: za zaščito pogodbenih obveznosti so primerni predvsem terminski posli, medtem ko so za negotove prihodnje denarne tokove v tuji valuti primernejše opcijske pogodbe.

Kljub temu analize kažejo, da ameriška in nemška podjetja v splošnem raje uporabljajo terminske posle, tudi ko varujejo bolj negotove denarne tokove, ki izvirajo iz pričakovanih transakcij (Tabela 5, na str. 35). Presenetljiv je še podatek, da razmeroma velik del nemških podjetij uporablja opcijske pogodbe za zaščito pogodbenih obveznosti (16,3 % za bilančne transakcije in 20,7 % za izvenbilančne transakcije) (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 168). Praktične raziskave so namreč pokazale, da je uporaba opcij najpogostejša pri dolgoročnih in negotovih izpostavljenostih (Bodnar, Marston, Hayt, 1998, str. 85).

**Slika 8: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri valutnem tveganju**



Podatki za Slovenijo temeljijo na 22. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Na del, ki se nanaša na uporabo instrumentov za valutno tveganje, je odgovorilo 19 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 167 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

Bodnar in Gebhardt v primerjalni analizi ameriških in nemških podjetij (1998) navajata kot temeljni vzrok za večjo priljubljenost terminskih poslov v primerjavi z opcijo predvsem to, da terminalni posel običajno ni razviden v bilancah in je zato njegova uporaba manj vidna za višje vodstvo ali za nadzorne organe, medtem ko se premija, ki je plačana za opcijo, pokaže v analizi dobička oziroma izgube (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 169).

**Tabela 5: Najpogosteje uporabljeni instrumenti za zaščito pri posamezni vrsti valutnega tveganja**

|   | ZDA   |       |      | Nemčija |       |       | Slovenija |      |      |
|---|-------|-------|------|---------|-------|-------|-----------|------|------|
|   | TP    | O     | Z    | TP      | O     | Z     | TP        | O    | Z    |
| Pogodbene obveznosti:                               | 82,5% | 7,5%  | 5,0% |         |       |       |           |      |      |
| a) Bilančne transakcije (terjatve/obveznosti)       |       |       |      | 69,6%   | 16,3% | 7,6%  | 63,6%     | 9,1% | 9,1% |
| b) Izvenbilančne transakcije (neizpolnjene pogodbe) |       |       |      | 47,8%   | 20,7% | 5,4%  | 54,5%     | 9,1% | 9,1% |
| Pričakovane transakcije < 1 leto                    | 60,0% | 28,8% | 5,0% | 47,8%   | 20,7% | 5,4%  | 63,6%     | 9,1% | 0,0% |
| Pričakovane transakcije > 1 leto                    | 21,3% | 31,3% | 2,5% | 23,9%   | 17,4% | 3,3%  | 36,4%     | 9,1% | 0,0% |
| Ekonomska oz. konkurenčna izpostavljenost           | 5,0%  | 16,3% | 2,5% | 8,7%    | 5,4%  | 2,2%  | 27,3%     | 9,1% | 9,1% |
| Repatriacija Kapitala                               | 82,5% | 7,5%  | 7,5% | 58,7%   | 4,3%  | 12,0% | 18,2%     | 0,0% | 0,0% |
| Translacijska izpostavljenost                       | 12,5% | 11,3% | 6,3% | 3,3%    | 1,1%  | 3,3%  | 0,0%      | 0,0% | 0,0% |

Podatki za Slovenijo temeljijo na 13. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 17 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Legenda:

TP – terminski posel

O – opcija

Z – zamenjava

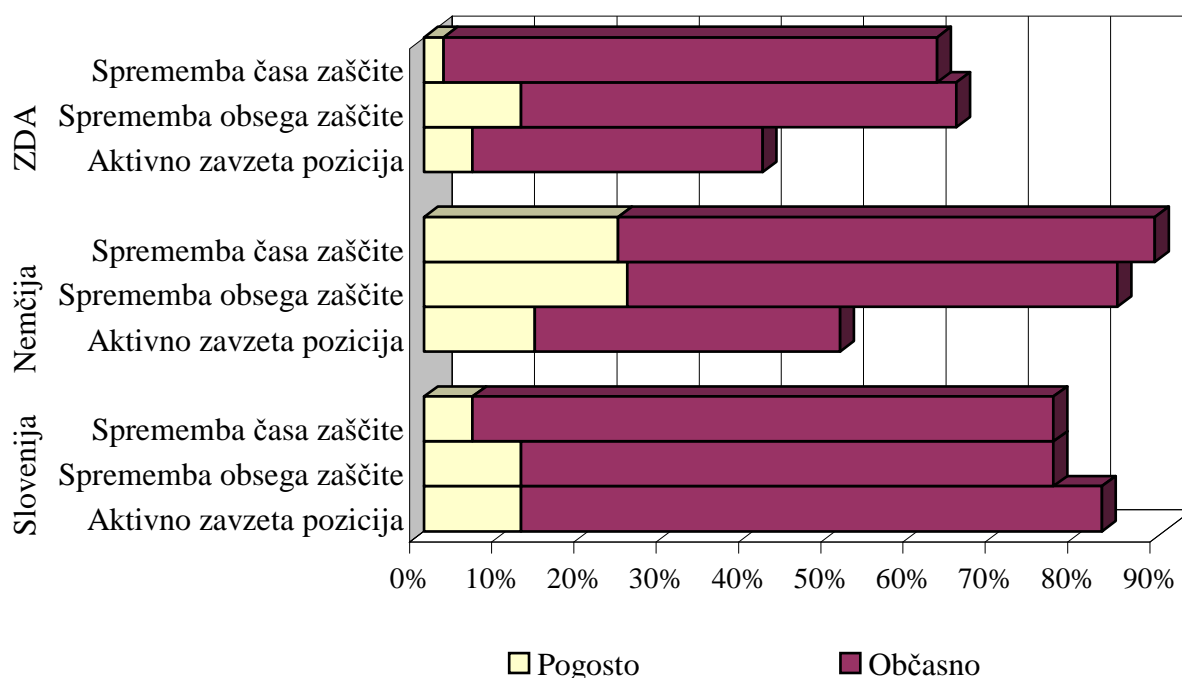
Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 168 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

#### 4.3.1.4 Vpliv tržnih gibanj na strategijo obvladovanja valutnega tveganja

Čeprav je prihodnje tržne razmere težko napovedati, podjetja v strategiji zaščite v splošnem upoštevajo svoj lastni pogled na tržne razmere. Slika 9 (na str. 36) prikazuje analizo vpliva pogleda podjetja na tržne razmere in v skladu s tem uporabo valutnih IFI. Opaziti je razlike med ameriški in nemški podjetji. Nemška nekoliko bolj upoštevajo svoj pogled na tržna gibanja in na tej osnovi tudi pogosteje spreminjajo svojo strategijo zaščite (23,2 % podjetij

pogosto spremeni čas zaščite, 18,3 % pa obseg zaščite, medtem ko med ameriškimi podjetji pogosto spremeni čas zaščite le 7,8 %, obseg zaščite pa le 3,3 %) ali dejavno zavzamejo pozicijo (6,1 % podjetij) v primerjavi z ameriškimi podjetji (2,2 % podjetij) (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 169). Slovenska podjetja se odločajo predvsem za občasno upoštevanje lastnih pogledov na tržna gibanja (približno 70 %), v nasprotju z ZDA in Nemčijo pa na tej osnovi najpogosteje dejavno zavzamejo pozicijo.

**Slika 9: Vpliv tržnih gibanj na strategijo obvladovanja valutnega tveganja**



Podatki za Slovenijo temeljijo na 14. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 17 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 169 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

#### 4.3.2 Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri obrestnem tveganju

Obrestne IFI uporabljajo podjetja v nekoliko manjši meri in redkeje kot valutne IFI. V ameriški analizi anket iz leta 1998 je kot verjetni razlog navedeno, da se obrestne IFI običajno povezuje z izdajo dolga, medtem ko uporaba valutnih IFI temelji pretežno na transakcijah, ki so veliko pogostejše od izdaje dolga (Bodnar, Marston, Hayt, 1998, str. 83).



#### 4.3.2.1 Varovana tveganja

Ameriška in nemška podjetja najpogosteje uporabljajo obrestne IFI za zamenjave iz spremenljive obrestne mere v fiksno obrestno mero dolgov: 89,3 % nemških in 76,7% ameriških podjetij jih v ta namen uporablja vsaj občasno. V splošnem pa obrestne IFI v večji meri uporabljajo nemška podjetja (Tabela 6) (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 170).

Podjetja v Sloveniji ravno tako najpogosteje uporabljajo IFI za zamenjavo iz spremenljive v fiksno obrestno mero dolgov. Za to se vsaj občasno odloča približno 71,5 % (odgovorilo je 14 podjetij).

**Tabela 6: Namen uporabe obrestnih izvedenih finančnih instrumentov**

|   | ZDA     |         | Nemčija |         | Slovenija |         |
|---|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|
|   | Pogosto | Občasno | Pogosto | Občasno | Pogosto   | Občasno |
| Zamenjava iz fiksne o.m. dolgov v spremenljivo                            | 10,0 %  | 55,6 %  | 6,0 %   | 60,7 %  | 7,7 %     | 23,1 %  |
| Zamenjava iz spremenljive o.m. dolgov v fiksno                            | 10,0 %  | 66,7 %  | 31,0 %  | 58,3 %  | 28,6 %    | 42,9 %  |
| Vnaprejšnje določanje o.m. za nov dolg                                    | 3,3 %   | 43,3 %  | 15,5 %  | 52,4 %  | 50,0 %    | 7,1 %   |
| Zmanjšanje ali vnaprejšnje fiksiranje o.m. na podlagi tržnih predvidevanj | 10,1%   | 45,6 %  | 20,2 %  | 65,5 %  | 14,3 %    | 35,7 %  |

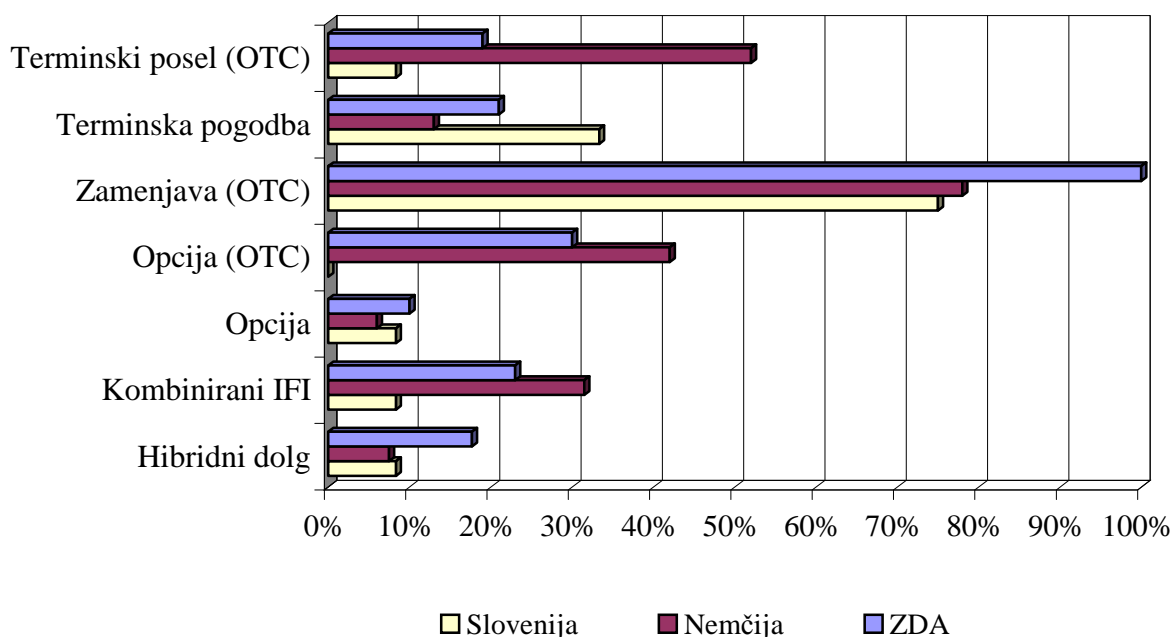
Podatki za Slovenijo temeljijo na 17. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 14 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 170 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

#### 4.3.2.2 Uporabljeni izvedeni finančni instrumenti pri obrestnem tveganju

Pričakovano je najbolj uporabljen obrestni IFI zamenjava, in sicer ga za zavarovanje obrestnega tveganja uporablja skoraj 100 % ameriških in skoraj 80 % nemških podjetij. Tudi v Sloveniji je ta instrument za zavarovanje obrestnega tveganja izrazito na prvem mestu (Slika 10, na str. 38).

**Slika 10: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri obrestnem tveganju**



Podatki za Slovenijo temeljijo na 22. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Na del, ki se nanaša na uporabo instrumentov za obrestno tveganje, je odgovorilo 12 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

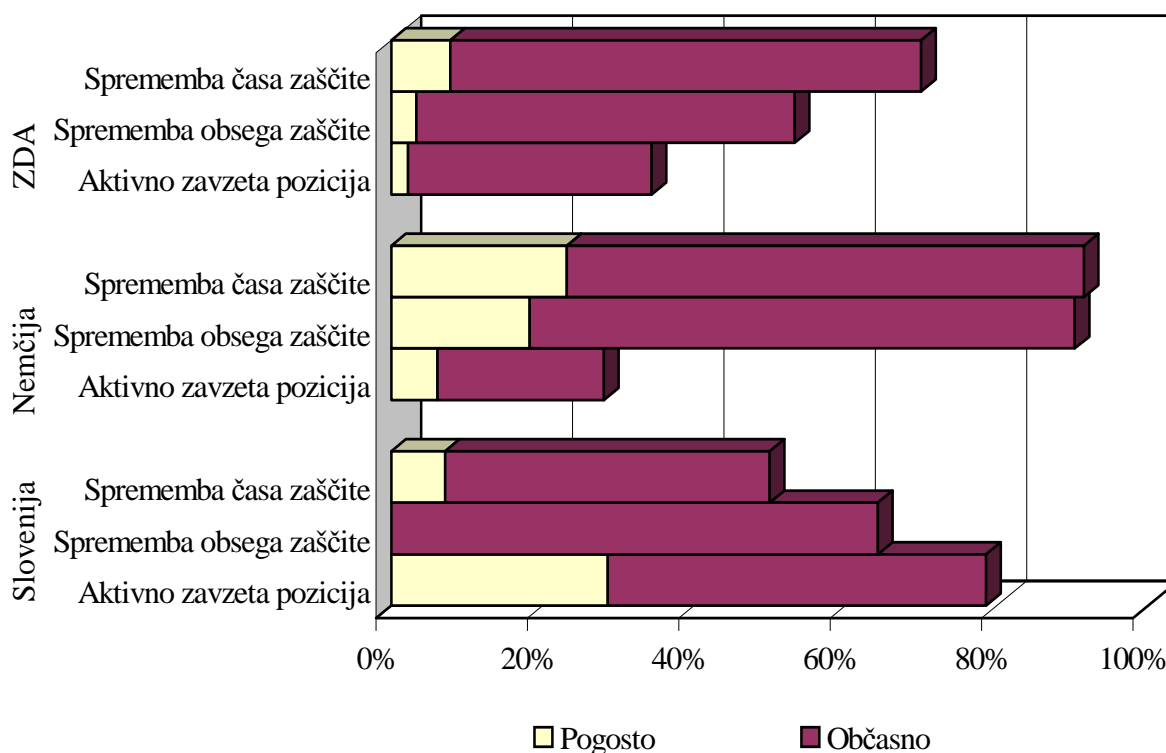
Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 171 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

#### 4.3.2.3 Vpliv tržnih gibanj na strategijo obvladovanja obrestnega tveganja

Pogled podjetja na gibanje tržnih obrestnih ima tako kot pri valutnem tudi pri obrestnem tveganju meren znanen vpliv na strategijo obvladovanja tveganja. 28,1 % nemških in 34,4 % ameriških podjetij na tej podlagi vsaj občasno dejavno zavzame pozicijo, večina nemških podjetij (približno 90 %) in nekoliko manj ameriških (70 % čas zaščite, 53,3 % obseg zaščite) pa na osnovi lastne presoje tržnih gibanj vsaj občasno spremeni čas ali obseg zaščite (Slika 11, na str. 39) (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 171).

Za slovenska podjetja veljajo pri obrestnem tveganju podobne ugotovitve kot pri valutnem tveganju: v nasprotju z ameriški in nemški podjetji dejavno zavzamejo pozicijo z IFI (28,6 % pogosto, 50,0 % občasno) najpogosteje na podlagi tržnih predvidevanj. Približno polovica podjetij pa vsaj občasno spremeni čas ali obseg zaščite.

**Slika 11: Vpliv tržnih gibanj na strategijo obvladovanja obrestnega tveganja**



Podatki za Slovenijo temeljijo na 18. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 14 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 172 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

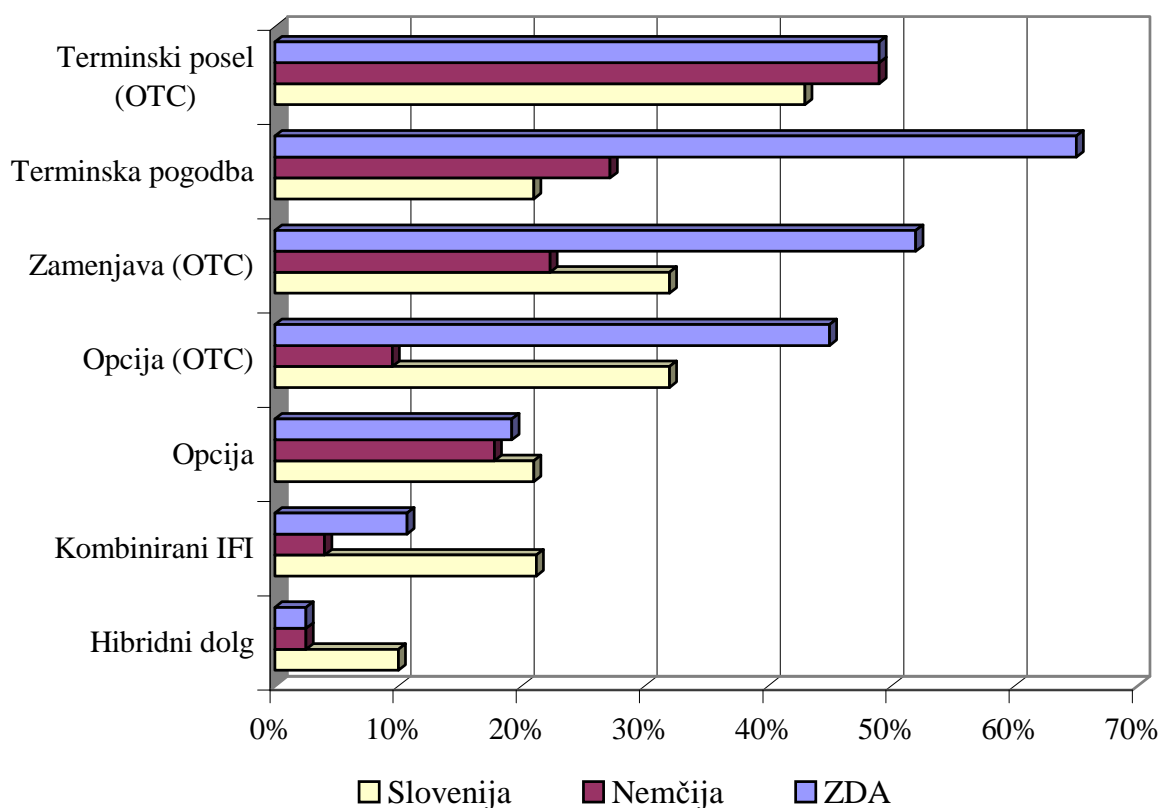
#### 4.3.3 Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri tveganju spremembe cene blaga

Za obvladovanje tveganja spremembe cen blaga uporabljajo nemška in ameriška podjetja predvsem terminske posle, terminske pogodbe in zamenjave, vendar s to posebnostjo, da uporabljajo ameriška podjetja največ terminskih pogodb, nemška pa največ terminskih poslov (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 172–173). Podjetja v Sloveniji uporabljajo predvsem nestandardizirane IFI, in sicer največ terminskih poslov. Ostale instrumente uporabljajo v manjši meri (Slika 12, na str. 40).

Kot pri drugih analiziranih tveganjih tudi tukaj uporaba opcij ni nikjer na prvih mestih. Praktične raziskave so pokazale, da so opcije na splošno manj priljubljene kot terminski posli na področju valutnega tveganja, zamenjave na področju obrestnega tveganja in terminske pogodbe na področju tveganja spremembe cen (Bodnar, Marston, Hayt, 1998, str. 85). Ameriška podjetja navajajo kot najbolj tehten razlog, da ne uporabljajo opcij, prevelike stroške; poleg tega navajajo še neprimernost instrumenta za zaščito tveganja podjetja, večjo primernost nekega drugega instrumenta za zaščito njihovega tveganja in pomanjkanje dovolj

izobraženega ter izkušenega kadra za njihovo uporabo (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 173). Kljub temu je analiza ameriških podjetij leta 1998 pokazala, da je skoraj 70 % podjetij v preteklih 12 mesecih uporabljalo opcije (Bodnar, Marston, Hayt, 1998, str. 85), medtem ko raziskava RCEF-IFI<sup>5</sup> kaže, da v Sloveniji uporablja opcije le 38,1 % uporabnikov IFI. Podjetja v Sloveniji so kot glavni razlog, da ne uporabljajo opcij, navedla, da nimajo potrebe po njihovi uporabi. Oviro jim predstavljajo še preveliki stroški in preveliko tveganje pri njihovi uporabi (Anketa RCEF-IFI<sup>6</sup>).

**Slika 12: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov pri tveganju spremembe cen blaga**



Podatki za Slovenijo temeljijo na 22. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Na del, ki se nanaša na uporabo instrumentov za tveganje spremembe cen blaga, je odgovorilo 9 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 173 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

<sup>5</sup> Podatki za Slovenijo temeljijo na 23. vprašanju iz Ankete RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo vseh 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

<sup>6</sup> Podatki za Slovenijo temeljijo na 24. vprašanju iz Ankete RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 7 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

## 4.4 Nadzor in poročanje glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov

### 4.4.1 Politika obvladovanja in poročanje o uporabi izvedenih finančnih instrumentov

Večina ameriških in nemških podjetij ima dokumentirano politiko obvladovanja z IFI, in sicer približno 80 % podjetij, z velikostjo podjetij pa se ta odstotek viša. K tako visoki stopnji urejanja uporabe IFI so verjetno pripomogli tudi nekateri odmevni porazni rezultati velikih podjetij, ki so z uporabo IFI ustvarila velike izgube (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 173). Med slovenskimi podjetji je odstotek podjetij, ki imajo dokumentirano politiko za obvladovanje tveganja, nekoliko nižji (70,0 %) (Tabela 7).

**Tabela 7: Dokumentiranost politike za obvladovanje tveganja z izvedenimi finančnimi instrumenti v ZDA in Nemčiji**

|  | ZDA    | Nemčija | Slovenija |
|--|--------|---------|-----------|
| Delež vseh podjetij, ki imajo dokumentirano politiko za obvladovanje z IFI | 80,4 % | 81,6 %  | 70,0 %    |

Podatki za Slovenijo temeljijo na 26. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 20 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 174 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

Večina ameriških podjetij (50,9 %) poroča upravi o uporabi IFI le po potrebi, medtem ko nemška podjetja poročajo bolj redno: kar 80 % jih mesečno poroča glavnemu finančniku, ki je član uprave, v nekaj podjetjih pa tudi tedensko ali dnevno. Na tem izjemno pomembnem področju je raziskava v slovenskem prostoru pokazala, da le 28,6 % podjetij poroča upravi o uporabi IFI mesečno, ostala pa redkeje (Tabela 8).

**Tabela 8: Pogostost poročanja upravi o aktivnostih glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov**

|                          | Mesečno | Četrtno | Letno  | Po potrebi |
|--------------------------|---------|---------|--------|------------|
| <b>ZDA:</b> uprava       | 3,5 %   | 24,6 %  | 21,1 % | 50,9 %     |
| <b>Nemčija:</b>          |         |         |        |            |
| finančni direktor        | 80,2 %  | 7,0 %   | 1,2%   | 11,6 %     |
| uprava                   | 35,3 %  | 27,9 %  | 14,7 % | 22,1 %     |
| nadzorni svet            | 8,1 %   | 30,6 %  | 32,3 % | 29,0 %     |
| <b>Slovenija:</b> uprava | 28,6 %  | 23,8 %  | 0,0 %  | 23,8 %     |

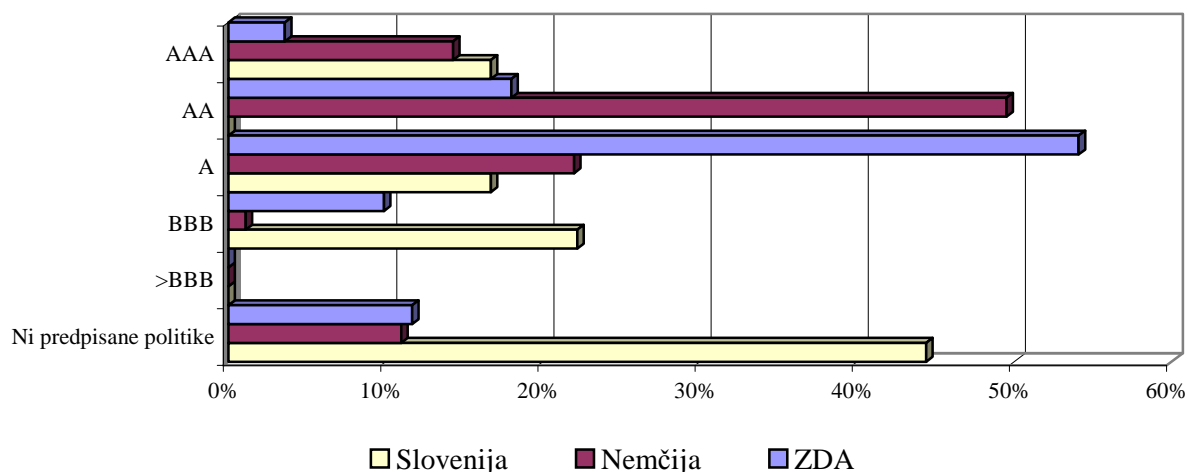
Podatki za Slovenijo temeljijo na 27. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 20 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 174 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

#### 4.4.2 Tveganje, povezano z nasprotno stranko

Slika 13 prikazuje, kako visok položaj nasprotne stranke zahteva podjetje pri sklenitvi transakcij z IFI. Iz analize odgovorov na Anketo RCEF-IFI je razvidno, da podjetja v Sloveniji v veliki meri še nimajo predpisane politike glede zahtevanega položaja strank za sklenitev transakcije z IFI.

**Slika 13: Najnižji razred stranke za sklenitev transakcije z izvedenimi finančnimi instrumenti**



Podatki za Slovenijo temeljijo na 28. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 18 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 175 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

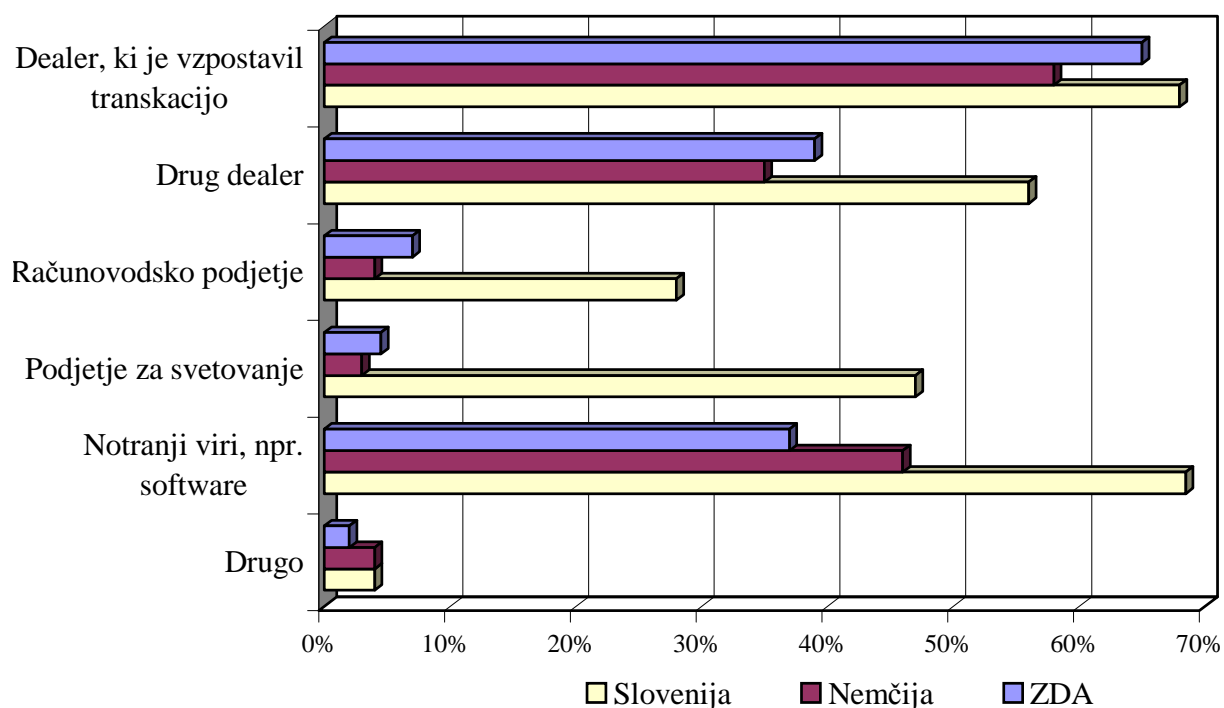
Najvišje zahteve imajo glede nasprotne stranke nemška podjetja (največ podjetij je izbralo razred A ali AA), ameriška podjetja pa imajo nekoliko nižja merila (največ podjetij je izbralo razred A). Bodnar in Gebhardt (1998) navajata, da je omenjena značilnost predvsem posledica dejstva, da so bile v osemdesetih letih le redke največje ameriške banke v višjem razredu od A. Vsekakor pa ni nobeno podjetje izrazilo, da bi sprejelo nasprotno stranko, ki bila uvrščena v nižji razred od BBB, kar velja tudi za ameriška in nemška podjetja.

#### 4.5 Vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov in uporaba modela tvegane vrednosti

Slika 14 (na str. 43) prikazuje, katere vire uporabljajo podjetja za vrednotenje IFI in kako pogosto. Ameriški in nemški odgovori so zelo podobni. Večina jih uporablja za vrednotenje IFI-trgovca, ki je vzpostavil transakcijo, pa tudi druge trgovce, svetovalce ali prodajalce cen in notranje vire, kot je programje (računalniške programe za finančno načrtovanje in

načrtovanje proračuna ipd). Uporaba strokovnih informacij, npr. s strani računovodskih ali svetovalnih podjetij, ni razširjena (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 177).

**Slika 14: Viri za vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov**



Podatki za Slovenijo temeljijo na 30. vprašanju v Anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo vseh 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 176 (ZDA, Nemčija); Analiza RCEF-IFI (Slovenija).

Glede vrednotenja IFI se podjetja v Sloveniji zanašajo na podobne vire kot tuja podjetja, in sicer predvsem na notranje vire, v nekoliko manjši meri pa na trgovca z IFI, s katerim so vzpostavili transakcijo, in druge trgovce z IFI. V nasprotju s tujimi podjetji pogosto upoštevajo tudi mnenja podjetij za svetovanje ali (nekoliko manj) računovodskih podjetij.

V Sloveniji se podjetja premalo zavedajo pomena stalnega spremljanja vrednosti portfelja IFI, saj vrednotijo portfelj veliko redkeje kot tuja podjetja. Kot je razvidno iz Tabele 9 (na str. 44), se tuja podjetja večkrat odločajo za to celo dnevno, česar ne počne praktično nobeno podjetje v Sloveniji. Med najbolj razširjene metode za vrednotenje tveganja uvrščamo uporabo modela tvegane vrednosti. Ta je v svetu zelo razširjen: v ZDA ga uporablja kar 77,5 % podjetij (Bodnar, Marston, Hayt, 1998, priloga, str. 2). Kot je bilo že prej ugotovljeno, posvečajo podjetja v Sloveniji malo pozornosti vrednotenju uporabljenih IFI, kar še dodatno potrjuje

redka uporaba (33,3 % podjetij) omenjenega modela za vrednotenje tveganja (Anketa RCEF-IFI<sup>7</sup>).

**Tabela 9: Pogostost vrednotenja portfelja izvedenih finančnih instrumentov**

|            | ZDA    | Nemčija | Slovenija |
|------------|--------|---------|-----------|
| Dnevno     | 16,9 % | 26,0 %  | 0,0 %     |
| Tedensko   | 8,5 %  | 19,8 %  | 20,0 %    |
| Mesečno    | 35,6 % | 28,1 %  | 30,0 %    |
| Četrtno    | 17,8 % | 4,2 %   | 25,0 %    |
| Letno      | 4,2 %  | 5,2 %   | 10,0 %    |
| Po potrebi | 16,9 % | 16,7 %  | 15,0 %    |

Podatki za Slovenijo temeljijo na 29. vprašanju iz Ankete RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 20 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 174 (ZDA, Nemčija); Anketa RCEF-IFI (Slovenija).

## SKLEP

Negotovost in spremenljivost finančnega okolja se kaže skozi različne vrste tveganja, ki so jim izpostavljeni gospodarski subjekti. Sodobno okolje je zelo spremenljivo, zato postaja obvladovanje finančnega in ostalih vrst tveganja vse pomembnejši del celotne strategije podjetja. Dejstvo je, da obvladovanje vseh vrst tveganja v okviru celotnega procesa obvladovanja tveganja za primerljiva napredna podjetja v svetu ni več novost, medtem ko slovenska podjetja v marsikaterem pogledu na tem področju zaostajajo, npr. pri uporabi IFI, ki so bili predstavljeni v tem diplomskem delu.

Tveganje je pri poslovanju nenehno prisotno in se nikakor ne sme zanemarjati, saj prinaša podjetju nestabilnost poslovanja številne negativne posledice. Zato je treba tveganje predvideti in v ustrezni meri obvladovati, kar je ena temeljnih nalog menedžmenta (Končina, Mirtič, 1999, str. 15).

Trgovanje z IFI sodi danes med najpomembnejše posle, s povprečno letno rastjo 14 % (Jun, Jun, 2003, str. 401), kar kaže na močan trend naraščanja uporabe IFI. Trg razvija vedno nove finančne instrumente, s tem pa ustvarja tudi vedno več priložnosti za učinkovitejše obvladovanje tveganja.

Kljub temu kažejo izsledki anketiranja slovenskih podjetij (leta 2002), da sodi obvladovanje tveganja med strokovno najbolj pomanjkljivo obravnavana področja v okviru finančne

---

<sup>7</sup> Podatki za Slovenijo temeljijo na 10. vprašanju v anketi RCEF-IFI (glej prilogo). Nanj je odgovorilo 18 od 21 podjetij, ki uporabljajo IFI.



funkcije. Podjetja obvladujejo tveganje zlasti s strateškim in z dolgoročnim načrtovanjem ter z ustrezno delujočimi notranjimi kontrolami, medtem ko je uporaba IFI zelo redka (Berk, 2003, str. 36), kar je potrdila tudi analiza izsledkov Ankete RCEF-IFI. Podjetja, ki poslujejo v slovenskem prostoru, se še vedno premalo zavedajo pomembnosti uporabe IFI. Čeprav so nekatera že pred nekaj leti pričela z njihovo uporabo, se pojavlja zlasti vprašanje celovitosti strategije obvladovanja tveganja in kakovosti vrednotenja ter poročanja o uporabi IFI. V diplomskem delu je bilo ugotovljeno, da prinašajo IFI številne neposredne ali posredne koristi, vendar je za njihovo varno uporabo potrebno vrhunsko strokovno znanje, česar v slovenskih podjetjih še vedno primanjkuje.

Finančni sektor v Sloveniji je še vedno precej oddaljen od zavirljive ravni konkurenčnosti, posebno z vidika raznolikosti finančnih instrumentov, stabilnosti in stroškov. V zadnjem času vlagajo v slovenskih podjetjih v uporabo IFI vse več truda. Vse kaže, da želijo tako ponudniki kot uporabniki IFI v najkrajšem času nadoknaditi zamujeno v preteklosti. A podobno kot na drugih finančnih področjih tudi na tem ni bližnjice. Najprej bo treba dodelati zakonodajo, računovodsko regulativo in izobraziti kadre v podjetjih (Doles, 2004).

Če slovenska podjetja v bližnji prihodnosti še ne bodo učinkovito uporabljala IFI in ne bo ustrezne ponudbe IFI, bodo tuja podjetja z izobraženimi, izučeni in izkušeni kadri ter infrastrukturo za trgovanje z najzahtevnejšimi terminskimi instrumenti pridobivala konkurenčno prednost pred domačimi. Zaradi tega je nujno sistematično vključevanje tega področja v finančno načrtovanje in vsakodnevno poslovanje.

## LITERATURA

1. Aabo Tom: Exchange Rate Exposures and Strategies of Industrial Companies: An Empirical Study. *Thunderbird International Business Review*, Hoboken, 43(2001), 3, str. 379–395.
2. Bartram Söhnke M., Brown Gregory W., Fehle Frank R.: International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Econ WPA*.  
[URL: <http://econwpa.wustl.edu/>], julij 2003.
3. Barnes Ronnie: Accounting for Derivatives and Corporate Risk Management Policies. London : London Business School, 2001. 52 str.
4. Berk Aleš: Razvitost finančne funkcije v slovenskih podjetjih. Zbornik referatov. 1. poslovnofinančna konferenca Slovenskega inštituta za revizijo, Bled, 16. in 17. januar. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2003, str. 17– 44.
5. Berk Aleš: Obvladovanje tveganja v slovenskih podjetjih in njegov vpliv na uspešnost. Delovni zvezek št. 168. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 15 str.
6. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana : GV Založba, 2005. 280 str.
7. Bodnar Gordon M., Marston Richard C., Hayt Greg: 1998 Survey of Financial Risk Management by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, Tampa, 27(1998), 4, str. 70–91.
8. Bodnar Gordon M., Gebhardt Günther: Derivatives Usages in Risk Management by U.S. and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. *Journal of International Financial Management & Accounting*, Oxford, 10(1999), 3, str. 153–178.
9. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: *Intermediate Financial Management*. 7. izdaja, B.k. : South-Western Thomson Learning Inc., 2002. 988 str.
10. Campbell Tim S., Kracaw William A.: *Financial Risk Management: Fixed Income and Foreign Exchange*. New York : Harper Collins College Publishers, 1993. 350 str.
11. Deutsch Hans-Peter: Computational methods in the pricing and risk management of modern financial derivatives. *Computer Physics Communications*, Eschborn, 121–122(1999), str. 157–160.
12. Doles Jernej: Izvedeni finančni instrumenti: Vrste in njihova uporaba v Sloveniji. Nova Ljubljanska banka.  
[URL: [http://www.nlb.si/images/\\_doc/izvedeni-uporaba-slo.pdf](http://www.nlb.si/images/_doc/izvedeni-uporaba-slo.pdf)], 18.12.2004.
13. Eales Brian: *Financial Engineering*. 1. izdaja. London : Macmillan press, 2000. 292 str.
14. Eiteman David K., Stonehill Arthur I., Moffett Michael H.: *Multinational Business Finance*. 9. izdaja. B.k. : Addison-Wesley Longman Inc., 2000. 694 str.
15. Fabozzi Frank J., Mann Steven V., Choudhry Moorad: *Measuring and controlling interest rate and credit risk*. Hoboken : John Wiley & Sons, 2003. 511 str.

16. Fatemi Ali, Glaum Martin: Risk Management Practices of German Firms. *Managerial Finance*, Patrinton, 26(2000), 3, str. 1–17.
17. Graham John R., Rogers Daniel A.: Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?. *The Journal of Finance*, Cambridge, 57(2002), 2, str. 815-840.
18. Grinblatt Mark, Titman Sheridan: *Financial Markets and Corporate Strategy*. Singapore : McGraw-Hill Book Companies, 1998. 823 str.
19. Guay Wayne, Kothari S.P.: How much do firms hedge with derivatives?. *Journal of Financial Economics*, B.k., 70(2003), 3, str. 423–462.
20. Jensen M.C., Smith C.W.: *The Modern Theory of Corporate Finance*. New York : McGraw–Hill, 1984. 773 str.
21. Jun Liu, Jun Pan: Dynamic derivative strategies. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 69(2003), 3, str. 401–430.
22. Kastelic Helena: *Pravni vidiki netiranja*. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 41 str.
23. Kolb Burton A., DeMong Richard F.: *Principles of Financial Management*. 2. izdaja. Plano : Business Publications Inc., 1988. 793 str.
24. Končina Miroslav, Mirtič Ksenija: *Kako rešiti podjetje iz krize*. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 184 str.
25. Meulbroek Lisa K.: *Integrated Risk Management for the Firm: A Senior Manager's Guide*. Boston : Harvard Business School, 2002, 37 str.
26. Miccolis A. Jerry et al.: *Enterprise Risk Management–Trends and Emerging Practices*. Altamonte Springs : The Institute of Internal Auditors Research Foundation, 2001. 179 str.
27. Mohorič Saša: *Gradivo za vaje za mednarodne finance*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 40 str.
28. Mramor Dušan: *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002, 183 str.
29. Peterlin Jožko: *Finančna tveganja*. *Revizor*. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 10(1999), 10, str. 58–79.
30. Peterlin Jožko: *Vpliv zunajbilančnih finančnih instrumentov na denarni tok in vrednost podjetja*. Doktorska disertacija. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2002. 284 str.
31. Petersen Mitchell A., Thiagarajan S. Ramu: Risk Measurement and Hedging: With and Without Derivatives. *Financial Management*, Tampa, 29(2002), 4, 2000, str. 5–30.
32. Prohaska Zdenko: *Finančni trgi*. 1. izdaja, Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 196 str.
33. Ramazan Gençay, Faruk Selçuk, Abdurrahman Ulugülya: High volatility, thick tails and extreme value theory in value-at-risk estimation. *Insurance, Mathematics and economics*, Amsterdam, 33(2003), 2, str. 337–356.

34. Repovž Leon, Peterlin Jožko: *Financiranje*. 2. izdaja. Koper : Visoka šola za management, 2000. 111 str.
35. Rugman Alan M., Brewer Thomas L.: *The Oxford Handbook of International Business*.  
[URL:[http://www.oxfordscholarship.com/oso/public/content/subject\\_index/economics\\_finance/ecofin/titles\\_first.html](http://www.oxfordscholarship.com/oso/public/content/subject_index/economics_finance/ecofin/titles_first.html)], 18.12.2004.
36. Siems Thomas F.: *Policy Analysis: 10 Myths About Financial Derivatives*.  
[URL: <http://www.cato.org/pubs/studies.html>], 11.09.1997.
37. Thomsett Michael C.: *Getting Started in Option*. 4. izdaja. New York : John Wiley & Sons, 2001. 322 str.
38. Shapiro Alan C.: *Multinational Financial Management*. 4. izdaja. Massachusetts : Allyn and Bacon, 1989. 845 str.
39. Veselinovič Draško: *Devizno trgovanje*. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 183 str.
40. Veselinovič Draško: *Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti*. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1998. 341 str.

## **VIRI**

1. Banka Slovenije.  
[URL: <http://www.bsi.si/html/kazalo.asp>], 30.01.2005.
2. Poslovni splet GVIN.  
[URL: <http://www.gvin.com>], 05.01.2005.
3. Kodeks poslovnofinančnih načel. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 1998.
4. Mednarodne finančne odločitve.  
[URL: <http://www.sbaza.net/index.php>], 18.10.2004.
5. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).
6. Zakon o finančnem poslovanju podjetij (Uradni list RS, št. 54/99).
7. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o bančništvu (Uradni list RS, št. 55/03).

## SLOVAR TUJIH IZRAZOV

|  |   |
|--|---|
| <b>agency problem</b>                                      | problem agenta  |
| <b>asset-liabilities management</b>                        | usklajevanje sredstev in obveznosti   |
| <b>backlog exposure</b>                                    | pogodbene obveznosti  |
| <b>basis risk</b>  | tveganje, ki se pojavlja, kadar ni možno popolnoma zavarovati izpostavljenosti (pogosto zaradi standardiziranosti pogodb) |
| <b>capital costs</b>                                       | stroški kapitala  |
| <b>cash flow</b>   | denarni tok   |
| <b>cash settlement</b>                                     | denarna poravnava obveznosti, ki izhajajo iz pogodbe  |
| <b>currency risk, exchange risk, foreign exchange risk</b> | valutno tveganje  |
| <b>derivative</b>  | izvedeni finančni instrument  |
| <b>economic exposure</b>                                   | ekonomska oziroma konkurenčna izpostavljenost   |
| <b>financial distress costs</b>                            | stroški finančne stiske (plačilne nesposobnosti)  |
| <b>financial risk</b>                                      | tveganje, ki izvira iz finančne strukture in stroškov virov sredstev podjetja   |
| <b>forward</b>   | terminski posel oziroma nestandardizirana terminska pogodba   |
| <b>futures</b>   | standardizirana terminska pogodba   |
| <b>integrated risk management</b>                          | celovito obvladovanje tveganja  |
| <b>interest rate risk</b>                                  | obrestno tveganje   |
| <b>interest rate parity</b>                                | pariteta obrestnih mer  |
| <b>in-the-money</b>  | opcija je lahko na izvršilni dan in-the-money, kar pomeni, da je dobičkonosna   |
| <b>leading and lagging</b>                                 | terminsko usklajevanje plačil, in sicer predčasno plačevanje oziroma zavlačevanje plačila                                 |
| <b>managerial incentives</b>                               | spodbude menedžerjev  |

|  |  |
|--|--|
| <b>market risk</b>   | tveganje spremembe tržnih cen vrednostnih papirjev                                   |
| <b>market value of the firm</b>                              | tržna vrednost podjetja  |
| <b>market value risk</b>                                     | tveganje tržne vrednosti   |
| <b>netting</b>   | naravno zavarovanje oziroma povezovanje plačil                                       |
| <b>option</b>  | opcija   |
| <b>physical delivery</b>                                     | fizična izpolnitev pogodbe   |
| <b>quotation exposure</b>                                    | tveganje, ki izhaja iz pričakovanih obveznosti                                       |
| <b>security account</b>                                      | kritje, ki služi kot jamstvo za denarne tokove, ki potekajo preko klirinške hiše     |
| <b>speculation</b>   | špekuliranje oziroma iskanje zaslужka s tveganimi transakcijami                      |
| <b>strike price</b>  | vnaprej določena izvršilna cena pri opcijski pogodbi                                 |
| <b>swap</b>  | dogovor med dvema strankama o zamenjavi dveh različnih načinov plačila v prihodnosti |
| <b>systematic risk</b>                                       | sistematično tveganje  |
| <b>total risk</b>  | celotno tveganje   |
| <b>transaction exposure</b>                                  | transakcijska izpostavljenost  |
| <b>translation risk, accounting risk, balance sheet risk</b> | računovodsko tveganje  |
| <b>underlying</b>  | osnovni instrument, zaradi katerega obstaja izvedeni finančni instrument             |
| <b>unsystematic risk</b>                                     | nesistematično tveganje  |
| <b>Value-at-risk</b>   | tvegana vrednost (metoda za merjenje tveganja)                                       |

**PRILOGA: Anketa RCEF-IFI**

**ANKETA: UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V SLOVENIJI**

*Že vnaprej se Vam zahvaljujemo za sodelovanje!*

**I. Uporaba izvedenih finančnih instrumentov**

**1. Ali v vašem podjetju uporabljate izvedene finančne instrumente (terminski posel, termimska pogodba, opcija, zamenjava)?**

a) Da.

b) Ne.

**2. Če jih uporabljate, v katerem letu ste pričeli z njihovo uporabo? \_\_\_\_\_**

**3. Kolikšen delež vaših konsolidiranih poslovnih prihodkov je v tuji valuti?**  
(Označite najbolj ustrezen odgovor.)

a) 0% b) 5% c) 10% d) 15% e) 20% f) 25% g) 30% h) 40% i) 50+%

**4. Kolikšen delež vaših konsolidiranih poslovnih odhodkov je v tuji valuti?**  
(Označite najbolj ustrezen odgovor.)

a) 0% b) 5% c) 10% d) 15% e) 20% f) 25% g) 30% h) 40% i) 50+%

**5. Na to vprašanje odgovorite le, če ste pod 1. odgovorili z »Ne«. Izberite tri najbolj pomembne dejavnike, ki so vplivali na to, da ne uporabljate izvedenih finančnih instrumentov!**

(Razvrstite: 1 –Najbolj pomembno; 2 –Drugo najbolj pomembno ; 3 –Tretje najbolj pomembno.)

**Razvrstite:**

|   |  |
|---|--|
| Premajhna izpostavljenost finančnim ali blagovnim cenam.  |  |
| Izpostavljenost bolje obvladujemo na druge načine.  |  |
| Težko je oceniti vrednost in ceno izvedenih finančnih instrumentov.   |  |
| Zahteve po razkritju uporabe v računovodskih poročilih.   |  |
| Računovodsko obravnavanje.  |  |
| Negotovost glede mnenja, ki bi ga imeli vlagatelji, nadzorniki in javnost glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov. |  |
| Stroški uvedbe in vzdrževanja uporabe izvedenih finančnih instrumentov presegajo pričakovane koristi.                     |  |
| Drugo (prosimo, navedite):  |  |

**6. Kako se je v vašem podjetju v letošnjem letu gibala uporaba izvedenih finančnih instrumentov v primerjavi z lanskim letom?**

- a) Uporaba je narasla.      b) Uporaba je upadla.      c) Uporaba je ostala na isti ravni.

**7. Razvrstite cilje obvladovanja finančnega tveganja z izvedenimi finančnimi instrumenti glede na pomembnost!**

*( 1 - najbolj pomemben cilj ... 6 - najmanj pomemben cilj)*

Dobiček \_\_\_\_\_ Bilančna sredstva in obveznosti \_\_\_\_\_

Denarni tok \_\_\_\_\_ Za tveganje prilagojena donosnost \_\_\_\_\_

Tržna vrednost podjetja \_\_\_\_\_ Zmanjšana nestanovitnost glede na benchmark \_\_\_\_\_

**8. Kako bo prilagajanje računovodskih postopkov mednarodnim računovodskim standardom najverjetneje vplivalo na uporabo izvedenih finančnih instrumentov v vašem podjetju?**

*(Označite vse ustrezne odgovore.)*

- a) Ne bo vplivov na uporabo izvedenih finančnih instrumentov ali na strategijo obvladovanja tveganja.
- b) Uporaba izvedenih finančnih instrumentov se bo zmanjšala.
- c) Uporaba izvedenih finančnih instrumentov se bo povečala.
- d) Uporabili bomo druge instrumente.
- e) Spremenil se bo čas trgovanja z izvedenimi instrumenti za zaščito.
- f) Pomembno bo vplivalo na celotno strategijo in izhodišča upravljanja s tveganjem.

**9. Katera od naslednjih trditev najbolje opisuje stališče vašega podjetja do uporabe izvedenih finančnih instrumentov za obvladovanje vsakega od navedenih oblik tveganja?**

*(Označite z X v vsakem stolpcu.)*

|   | <b>Valutno tveganje</b> | <b>Obrestno tveganje</b> | <b>Tveganje spremembe cen blaga</b> |
|---|-------------------------|--------------------------|-------------------------------------|
| Izpostavljenosti ne obvladujemo z izvedenimi finančnimi instrumenti.                            |                         |                          |                                     |
| Aktivnosti obvladovanja tveganja so predvsem centralizirana.                                    |                         |                          |                                     |
| Odločitve pri obvladovanju tveganja so predvsem decentralizirane s centralizirano koordinacijo. |                         |                          |                                     |
| Aktivnosti obvladovanja tveganja so predvsem decentralizirane.                                  |                         |                          |                                     |



10. Ali v vašem podjetju računate “value-at-risk” (model za izračun tvegane vrednosti) vsaj za nekatere izvedene finančne instrumente?

a) Da.

b) Ne.

11. Navedite katere pomisleke imate glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov!

(Označite z X v vsaki vrstici.)

|   | Nepomembno | Malo pomembno | Srednje pomembno | Zelo pomembno |
|---|------------|---------------|------------------|---------------|
| Računovodska obravnava  |            |               |                  |               |
| Kreditno tveganje   |            |               |                  |               |
| Tržno tveganje – nenadne spremembe cene izvedenega finančnega instrumenta |            |               |                  |               |
| Nadzor in vrednotenje rezultatov zaščite                                  |            |               |                  |               |
| Odziv analitikov ali vlagateljev  |            |               |                  |               |
| Računovodske zahteve  |            |               |                  |               |
| Likvidnost sekundarnega trga  |            |               |                  |               |

Če ne uporabljate valutnih izvedenih finančnih instrumentov, nadaljujte pri III. delu.

## II. VALUTNO TVEGANJE

12. Kolikšen delež vseh vaših valutnih izvedenih finančnih instrumentov (po nominalni vrednosti pogodb) ima naslednje začetne dospelosti?

(Vpišite približen odstotek valutne zaščite za vsako dospelost.)

| Odstotek aktivne valutne zaščite z dospelostjo: | 90 dni ali manj | 91 do 180 dni | 181 dni do 1 leta | 1 leto do 3 leta | Nad 3 leta |
|---|-----------------|---------------|-------------------|------------------|------------|
| 0%  |                 |               |                   |                  |            |
| 1% - 25%  |                 |               |                   |                  |            |
| 25% - 50%                                       |                 |               |                   |                  |            |
| 50% - 75%                                       |                 |               |                   |                  |            |
| 75% - 100%                                      |                 |               |                   |                  |            |

**13. Kako pogosto uporabljate v vašem podjetju valutne izvedene finančne instrumente za zaščito posamezne izpostavljenosti? Kateri izvedeni finančni instrument (terminski posel, terminska pogodba, zamenjava, opcija) najpogosteje uporabljate za posamezno zaščito?**

*(Označite z X ustrezen odgovor, v zadnjem stolpcu pa navedite instrument.)*

|  | Ni uporabno | Nikoli | Občasno | Pogosto | Najpogosteje uporabljen instrument |
|--|-------------|--------|---------|---------|------------------------------------|
| Zaščititi repatriacijo kapitala (dividende, honorarje, plačila obresti)        |             |        |         |         |                                    |
| Zaščititi pogodbene obveznosti :   |             |        |         |         |                                    |
| a) bilančne transakcije (terjatve/obveznosti)                                  |             |        |         |         |                                    |
| b) izvenbilančne transakcije (neizpolnjene pogodbe oz. pričakovan denarni tok) |             |        |         |         |                                    |
| Zaščita pričakovanih transakcij v roku 1 leta ali manj                         |             |        |         |         |                                    |
| Zaščita pričakovanih transakcij v roku več kot 1 leta                          |             |        |         |         |                                    |
| Zaščita ekonomske oz. konkurenčne izpostavljenosti                             |             |        |         |         |                                    |
| Zaščita translacijske izpostavljenosti   |             |        |         |         |                                    |

**14. Kako pogosto na podlagi vašega pogleda na tržna gibanja spremenite ...**

*(Označite z X ustrezen odgovor v vsaki vrstici.)*

|  | Nikoli | Redko | Pogosto |
|--|--------|-------|---------|
| Čas zaščite  |        |       |         |
| Obseg zaščite  |        |       |         |
| Aktivno zavzamete pozicijo pri valutnih izvedenih finančnih instrumentih |        |       |         |

**15. Kako dolgo je tipično obdobje zaščite za vsako od navedenih izpostavljenosti?**  
(Označite z X ustrezen odgovor v vsakem stolpcu.)

| <b>Obdobje zaščite</b>  | <b>Pogodbene obveznosti</b> | <b>Pričakovane transakcije</b> | <b>Ekonomska/konkurenčna izpostavljenost</b> | <b>Repatriacija kapitala</b> | <b>Translacijska izpostavljenost</b> |
|---|-----------------------------|--------------------------------|--|------------------------------|--------------------------------------|
| Zaščita krajša od trajanja izpostavljenosti                             |                             |                                |  |                              |                                      |
| Zaščita obdobja trajanja izpostavljenosti                               |                             |                                |  |                              |                                      |
| Zaščita daljša od trajanja izpostavljenosti                             |                             |                                |  |                              |                                      |
| Zaščita do konca tekočega obdobja (planskega obdobja ali davčnega leta) |                             |                                |  |                              |                                      |

---

**III. OBRESTNO TVEGANJE**

**16. Katera trditev/trditve najbolj opisuje/opisujejo benchmark, ki ga uporabljate za vrednotenje upravljanja portfelja dolgov?**  
(Označite z X vse odgovore, ki ustrezajo)

- a) V podjetju ne uporabljamo benchmarkov za portfelj dolgov.
  - b) Relativna spremenljivost stroškov obresti glede na vsak specifični portfelj.
  - c) Realizirani stroški virov v odvisnosti od tržnega indeksa (npr. LIBOR).
  - d) Realizirani stroški virov v odvisnosti od portfelja s specifičnim trajanjem.
  - e) Realizirani stroški virov v odvisnosti od portfelja s specifičnim razmerjem med fiksno in spremenljivo obrestno mero.
  - f) Drugi standard (prosimo, navedite ga).
-

Če ne uporabljate obrestnih izvedenih finančnih instrumentov, nadaljujte pri IV. delu.

- 17. Kako pogosto uporabljate obrestne izvedene finančne instrumente za:**  
(Označite z X v vsaki vrstici. Izberite »Ni uporabno«, če naveden vzrok ni relevanten za vaše podjetje.)

|   | Ni uporabno | Nikoli | Občasno | Pogosto |
|---|-------------|--------|---------|---------|
| Zamenjave iz spremenljive obrestne mere v fiksno obrestno mero dolgov                                 |             |        |         |         |
| Zamenjave iz fiksne obrestne mere v spremenljivo obrestno mero dolgov                                 |             |        |         |         |
| Vnaprejšnje določanje obrestne mere (oziroma njen razpon) za nov dolg                                 |             |        |         |         |
| Zmanjšanje ali vnaprejšnje fiksiranje obrestnih mer, ki temeljijo na predvidevanjih o tržnih gibanjih |             |        |         |         |

- 18. Kako pogosto na podlagi vašega pogleda na gibanje tržnih obrestnih mer spremenite...**  
(Označite z X ustrezen odgovor v vsaki vrstici.)

|  | Nikoli | Občasno | Pogosto |
|--|--------|---------|---------|
| Čas zaščite  |        |         |         |
| Obseg zaščite  |        |         |         |
| Aktivno zavzamete pozicijo pri obrestnih izvedenih finančnih instrumentih. |        |         |         |

#### **IV. TVEGANJE SPREMEMBE CEN BLAGA**

- 19. Kolikšen odstotek vsake navedene kategorije izpostavljenosti običajno zaščitite?**  
(Označite z X ustrezen odstotek pri vsaki kategoriji izpostavljenosti.)

| Odstotek zaščite izpostavljenosti              | >25% | 25%-50% | 50%-75% | 75%-100% |
|--|------|---------|---------|----------|
| Bilančne transakcije                           |      |         |         |          |
| Zunaj bilančne transakcije oz. denarni tok     |      |         |         |          |
| Pričakovane transakcije v roku 1 leta ali prej |      |         |         |          |
| Pričakovane transakcije čez najmanj eno leto   |      |         |         |          |
| Ekonomska/konkurenčna izpostavljenost          |      |         |         |          |
| Repatriacija kapitala                          |      |         |         |          |
| Translacijska izpostavljenost                  |      |         |         |          |

---

---

## **V. PORTFELJ IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV**

**20. Pri kateri vrsti tveganja čutite največjo potrebo po obvladovanju?**

*(1-največja potreba...3-najmanjša potreba)*

Valutno tveganje \_\_\_\_\_

Obrestno tveganje \_\_\_\_\_

Tveganje spremembe cen blaga \_\_\_\_\_

**21. Razvrstite zastopanost izvedenih finančnih instrumentov v vašem portfelju po pomembnosti!**

*(1-največ instrumentov,..., 3- najmanj inštrumentov)*

Valutno tveganje \_\_\_\_\_

Obrestno tveganje \_\_\_\_\_

Tveganje spremembe cen blaga \_\_\_\_\_

**22. Kako je sestavljen vaš portfelj izvedenih finančnih instrumentov za zaščito pred posamezno vrsto tveganja? (Vpišite približen odstotek uporabe posameznega inštrumenta v okviru vseh uporabljenih izvedenih finančnih inštrumentov.)**

|   | <b>Valutno tveganje</b> | <b>Obrestno tveganje</b> | <b>Tveganje spremembe cen blaga</b> |
|---|-------------------------|--------------------------|-------------------------------------|
| Terminski posel (OTC)                     |                         |                          |                                     |
| Terminska pogodba                         |                         |                          |                                     |
| Zamenjava (OTC)                           |                         |                          |                                     |
| Opcija (OTC)                              |                         |                          |                                     |
| Opcija                                    |                         |                          |                                     |
| Kombinirani izvedeni finančni inštrumenti |                         |                          |                                     |
| Hibridni dolg                             |                         |                          |                                     |

---

---

## **VI. OPCIJE**

**23. Ali v vašem podjetju uporabljate opcije ?**

a) Da.

b) Ne.

**24. Če NE uporabljate opcij, lahko navedete zakaj?\_\_\_\_\_**

---

---

## **VII. NADZOR IN POROČANJE**

**26. Ali imate v vašem podjetju dokumentirano politiko za upravljanje z izvedenimi finančnimi instrumenti?**

a) Da.

b) Ne.

**27. Kako pogosto se upravi poroča o aktivnostih glede uporabe izvedenih finančnih instrumentov?**

a) Mesečno b) Četrtno c) Letno d) Po potrebi e) Ni predpisano e) drugo\_\_\_\_\_

**28. Kateri je najnižji razred nasprotne stranke, s katero bi še sklenili transakcijo z izvedenimi finančnimi instrumenti?**

*(Označite z X ustrezen razred za vsako dospelost.)*

|                                  | AAA | AA | A | BBB | Manj kot BBB | Nimamo predpisane politike/ Ne vem |
|----------------------------------|-----|----|---|-----|--------------|------------------------------------|
| a) Dospelost 12 mesecev ali manj |     |    |   |     |              |                                    |
| b) Dospelost več kot 12 mesecev  |     |    |   |     |              |                                    |

**29. Kako pogosto vrednotite vaš portfelj izvedenih finančnih instrumentov?**

a) Dnevno

b) Tedensko

c) Mesečno

d) Četrtno

e) Letno

f) Po potrebi /Ni predpisano

**30. Katerim subjektom najbolj zaupate glede pravilnega vrednotenja izvedenih finančnih instrumentov:**

*(Razvrstite: 1 – najbolj zaupamo, ..., 3 – najmanj zaupamo. Dodatno v posamezni vrstici označite z "X" subjekt, katerega storitev v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti ne uporabljate.)*

**Razvrstite:**

|   |  |
|---|--|
| Trgovec z izvedenimi finančnimi instrumenti, ki je vzpostavil transakcijo                                 |  |
| Drugi trgovec z izvedenimi finančnimi instrumenti, konzultant ali prodajalec cen (npr. Bloomberg)         |  |
| Računovodsko podjetje   |  |
| Podjetje za svetovanje  |  |
| Notranji viri (npr. software, računalniški programi za finančno planiranje in planiranje proračuna, ipd.) |  |
| Drugo (navedite):   |  |