

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**OBVLADOVANJE FINANČNEGA TVEGANJA,
PRIMER PODJETJA ACRONI D. O. O.**

Ljubljana, junij 2006

LIDIJA PRETNAR

IZJAVA

Študentka Lidiya Pretnar 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 22. 6. 2006

Podpis:

KAZALO

	UVOD.....	1
1	PROCES OBVLADOVANJA TVEGANJA.....	2
2	KORISTI IN KRITIKE OBVLADOVANJA TVEGANJA.....	3
2.1	Modigliani-Millerjev teorem.....	4
2.2	Temeljne teorije obvladovanja tveganj v nefinančnih podjetjih.....	5
2.2.1	<i>Teorija maksimizacije premoženja lastnikov.....</i>	<i>5</i>
2.2.1.1	<i>Zmanjševanje davčnih obveznosti.....</i>	<i>5</i>
2.2.1.2	<i>Zmanjševanje transakcijskih stroškov.....</i>	<i>6</i>
2.2.1.3	<i>Izogibanje premajhnemu obsegu investicij.....</i>	<i>8</i>
2.2.2	<i>Teorija stroškov agentov.....</i>	<i>8</i>
2.2.3	<i>Hipoteza ohranjanja konkurenčnih prednosti.....</i>	<i>9</i>
3	OBVLADOVANJE FINANČNEGA TVEGANJA.....	10
4	VRSTE FINANČNEGA TVEGANJA.....	10
4.1	Valutno tveganje.....	11
4.2	Obrestno tveganje.....	12
4.3	Tveganje spremembe cen surovin.....	13
4.4	Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke.....	14
4.5	Likvidnostno tveganje.....	14
4.6	Tveganje likvidnosti trga.....	14
4.7	Tveganje spremembe vrednosti finančnih naložb.....	15
5	IZPOSTAVLJENOST FINANČNEMU TVEGANJU.....	15
5.1	Transakcijska izpostavljenost.....	15
5.2	Translacijska ali bilančna izpostavljenost.....	16
5.3	Ekonomska izpostavljenost.....	16
6	NAČINI OBVLADOVANJA FINANČNEGA TVEGANJA.....	17
6.1	Notranje metode.....	17
6.2	Zunanje metode.....	17
6.2.1	<i>Izvedeni finančni instrumenti.....</i>	<i>17</i>
6.2.1.1	<i>Nestandardizirane terminske pogodbe.....</i>	<i>18</i>
6.2.1.2	<i>Standardizirane terminske pogodbe.....</i>	<i>19</i>
6.2.1.3	<i>Opcije.....</i>	<i>19</i>
6.2.1.4	<i>Zamenjave.....</i>	<i>20</i>
6.2.2	<i>Računovodsko spremljanje izvedenih finančnih instrumentov.....</i>	<i>21</i>
7	PRIMER PODJETJA ACRONI.....	22
7.1	Železarstvo nekoč.....	22
7.2	Poslovanje podjetja Acroni.....	22
7.3	Odnos do tveganja.....	24
7.4	Analiza likvidnostnega tveganja.....	25
7.4.1	<i>Plačilna sposobnost.....</i>	<i>25</i>
7.4.2	<i>Vezava terjatev do kupcev.....</i>	<i>26</i>
7.4.3	<i>Vezava zalog.....</i>	<i>27</i>
7.4.4	<i>Vezava obveznosti do dobaviteljev.....</i>	<i>27</i>
7.4.5	<i>Finančna stabilnost.....</i>	<i>28</i>
7.4.6	<i>Delež kapitala in dolgov.....</i>	<i>29</i>

7.4.7	<i>Načini obvladovanja likvidnostnega tveganja</i>	30
7.4.7.1	<i>Analiza denarnega toka naložbene možnosti</i>	30
7.4.7.2	<i>Analiza sprememb sredstev in dolgov</i>	30
7.4.7.3	<i>Analiza kreditne sposobnosti</i>	33
7.5	Analiza valutnega tveganja	33
7.5.1	<i>Delež tuje valute</i>	33
7.5.2	<i>Tečajne razlike</i>	33
7.5.3	<i>Deleži posameznih valut.....</i>	34
7.5.4	<i>Višina odprte pozicije.....</i>	35
7.5.5	<i>Gibanje valut.....</i>	35
7.5.6	<i>Načini obvladovanja valutnega tveganja.....</i>	37
7.5.6.1	<i>Obvladovanje tveganja na gotovinskem trgu</i>	37
7.5.6.2	<i>Notranje metode obvladovanja tveganja</i>	37
7.5.6.3	<i>Zunanje metode obvladovanja tveganja</i>	38
7.6	Analiza obrestnega tveganja	39
7.6.1	<i>Sestava obveznosti.....</i>	39
7.6.2	<i>Prihodki in odhodki iz obresti</i>	40
7.6.3	<i>Učinek dviga obrestne mere.....</i>	41
7.6.4	<i>Načini obvladovanja obrestnega tveganja.....</i>	41
7.6.4.1	<i>Obvladovanje tveganja na gotovinskem trgu</i>	41
7.6.4.2	<i>Uporaba izvedenih finančnih instrumentov</i>	42
7.7	Analiza tveganja spremembe cen surovin.....	45
7.7.1	<i>Struktura nabave strateških surovin.....</i>	45
7.7.2	<i>Gibanje cen surovin</i>	45
7.7.3	<i>Načini obvladovanja tveganja spremembe cen surovin.....</i>	46
8	SKLEP.....	48
	LITERATURA	49
	VIRI.....	52

PRILOGE

UVOD

Tveganje je povezano z negotovimi pričakovanimi donosi, ki so lahko boljši ali slabši od pričakovanih, pri čemer je verjetnost boljših ali slabših rezultatov poznana (Mramor, 2000, str. 75). Delovanje v pogojih tveganja je stalnica tako v življenju posameznikov kot tudi v poslovanju podjetij. Vendar posamezniki in podjetja ne sprejemajo le tveganj, temveč pogosto tudi negotove odločitve, za katere ni mogoče določiti niti verjetnosti nastanka njihovih posledic.

Tveganje na poslovno uspešnost vpliva negativno in pozitivno, zato imajo podjetja različne možnosti pri soočanju z njim. Lahko se tveganju izognejo ali se mu dodatno izpostavijo s ciljem doseganja dodatnega dobička. Vmes obstajajo različne stopnje običajno bolj ali manj odklonilnega odnosa do tveganja. Ne glede na stališče do tveganja je pri aktivnostih njegovega obvladovanja ključno, da podjetja vzpostavijo takšne mehanizme prepoznavanja, merjenja in spremljanja tveganja, s katerimi dosežejo učinkovitejše predvidevanje in izpolnjevanje načrtovanih rezultatov ter povečevanje svoje vrednosti.

Namen diplomskega dela je predstavitev obvladovanja tveganja tako s teoretičnega kot tudi praktičnega vidika, in sicer s poudarkom na finančnem tveganju. Vsa tveganja so namreč posredno povezana s tem tveganjem, saj imajo vse odločitve finančne posledice.

V teoretičnem delu je najprej predstavljen proces obvladovanja tveganja. Sledi poglavje o koristih in kritikah obvladovanja tveganja. Osrednja pozornost je namenjena Modigliani-Millerjevemu teoremu (1958), ki kaže na nesmiselnost obvladovanja tveganja na učinkovitih trgih brez trenja. Sledi predstavitev teorij obvladovanja tveganj v nefinančnih podjetjih, ki nudijo širok vpogled v bistvo problematike. To so teorija maksimizacije premoženja lastnikov, teorija stroškov agentov in hipoteza ohranjanja konkurenčnih prednosti.

V nadaljevanju diplomskega dela je poudarek na obvladovanju finančnega tveganja. Po opredelitvi pojma finančno tveganje so predstavljene posamezne vrste finančnega tveganja. Pozornost je namenjena tudi transakcijski, translacijski in ekonomski izpostavljenosti. V poglavju o načinih obvladovanja finančnega tveganja je vključena predstavitev značilnosti računovodskega evidentiranja izvedenih finančnih instrumentov. Slednji morajo biti po mednarodnih in ameriških računovodskih standardih prepoznani v računovodskih izkazih podjetja kot sredstva oziroma dolgovi. Mednarodne računovodske standarde povzemajo tudi slovenski računovodski standardi, ki nimajo samostojnega standarda za finančne instrumente.

Zaključki teoretičnega dela so uporabljeni na primeru podjetja Acroni, ki se ukvarja s proizvodnjo jekla in jeklenih izdelkov. Cilj je podati smiselne ukrepe za zmanjšanje izpostavljenosti posameznim vrstam finančnega tveganja. Prikaz učinkov uporabe posameznih metod izhaja iz analiziranja tistih vrst finančnega tveganja, ki za podjetje

predstavljajo največjo grožnjo ob morebitnih neugodnih spremembah ekonomskih spremenljivk. Predlagane rešitve so namreč učinkovite le v primeru, če naslavljajo dejansko izpostavljenost. S pomočjo računovodskih izkazov, letnih poročil in internih podatkov so predstavljene različne vrste finančnega tveganja, in sicer likvidnostno, valutno, obrestno tveganje in tveganje spremembe cen surovin.

1 PROCES OBVLADOVANJA TVEGANJA

V današnji družbi, ki jo nekateri imenujejo družba stalnih sprememb, je utopično pričakovati, da bodo podjetja dosegala pozitiven poslovni izid, če se bodo odrekla tveganim aktivnostim. Zato se zastavlja vprašanje, kako naj se podjetja soočijo s tveganjem. Odgovor ni v popolni eliminaciji tveganja, ampak v njegovem upravljanju oziroma obvladovanju. Podjetja se tega vedno bolj zavedajo, zato tveganja razčlenjujejo, razkrivajo in podrobneje prikazujejo strategije ukrepanja v primeru za podjetje neljubih situacij. Vedno večjo potrebo podjetij po obvladovanju tveganja lahko pojasnimo z naslednjima trendoma (Grinblatt, Titman, 1998, str. 712):

- povečano volatilnostjo obrestnih mer in deviznih tečajev,
- povečano vlogo multinacionalnih podjetij, ki spremlja proces globalizacije, medsebojne povezanosti podjetij, strategij, trgov, proces deregulacije in liberalizacije.

Razumevanje obvladovanja tveganja je bilo sprva omejeno na zavarovanje pred premoženjsko škodo in nezgodami zaposlenih, sredi šestdesetih let prejšnjega stoletja se je vloga managerja zavarovanj v ameriških podjetjih postopoma razširila na minimiziranje stanj, ko podjetje posluje z izgubo. Šele v devetdesetih letih se je odnos do obvladovanja tveganja korenito spremenil, saj ga podjetja niso več obravnavala zgolj kot način zmanjševanja škode, ki jo povzročajo zunanji dejavniki, ampak so pozornost vse bolj začela namenjati nepričakovanim posledicam sprejetih poslovnih odločitev (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 49, 50). Proces obvladovanja tveganja se je tako od upravljanja zavarovalnih polic premaknil k obvladovanju finančnih in strateških tveganj ter tveganj delovanja.

Danes razumemo proces obvladovanja tveganja (ang. *risk management*) kot aktivnost identificiranja dogodkov, ki predstavljajo nevarnost in imajo za podjetje neugodne posledice ter iskanje načinov, kako neugodne vplive zmanjšati oziroma jih odpraviti (Brigham, Daves, 2004, str. 805). Področje obvladovanja tveganja torej ni omejeno zgolj na zavarovanje, ampak tudi na kontroliranje cen ključnih surovin, obrestnih mer in deviznih tečajev. Grinblatt in Titman (1998, str. 709) menita, da je obvladovanje tveganja v podjetju proces ocenjevanja in upravljanja izpostavljenosti tveganju s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov,

zavarovanja in ostalih aktivnosti. Ta proces mora biti (Pike, Neale, 1996, str. 349) naravnan k povečevanju vrednosti za lastnike¹ in zagotavljanju obstoja podjetja na dolgi rok.

2 KORISTI IN KRITIKE OBVLADOVANJA TVEGANJA

Površinski pogled nam ne razkrije tehtnih razlogov v prid obvladovanja tveganja. Obvladovanje tveganja doprinese podjetju neposredne in posredne stroške, na primer stroške posredniških provizij, stroške nepravilne ocene vrednosti izvedenih finančnih instrumentov in stroške zunanjih svetovalcev. Zaradi tega se zmanjšajo pričakovani denarni tokovi, to pa posledično pomeni zmanjšanje vrednosti podjetja (Prakash, 2001, str. 4).

Kritiki obvladovanja tveganja tudi zagovarjajo stališče, da bi morala podjetja več pozornosti nameniti svoji osnovni dejavnosti in se manj ukvarjati z iskanjem vzrokov za morebitna odstopanja od načrtov ter z analiziranjem in uporabo finančnih instrumentov. Berk, Peterlin, Ribarič (2005, str. 15) odgovarjajo, da takšno gledanje zgreši bistvo. Obvladovanje tveganja namreč podjetju omogoča, da se bolj osredotoči na svojo osnovno dejavnost, hkrati pa postavi nekatere strategije v ponovno presojo. Brez obvladovanja tveganja lahko podjetje dosega visoko produktivnost, ki pa ne pomeni tudi povečanja dodane vrednosti. To dejstvo potrjujejo cenovna finančna tveganja, ki izvirajo iz spremenljivih deviznih tečajev, cen surovin in obrestnih mer.

Večina podjetij se danes strinja, da so koristi obvladovanja tveganja večje od stroškov. Berk (2006, str. 4) navaja prispevke različnih avtorjev, ki govorijo v prid tej trditvi. Cassidy, Constand in Corbett (1990) so uporabili metodologijo študije dogodkov za proučevanje odziva cene delnice na objavo informacij o povečani dejavnosti obvladovanja tveganja v podjetju. Ugotovili so, da omenjenim objavam sledi rast tečajev delnic. Tudi Bartram je leta 2000 potrdil, da se delničarji strinjajo z obvladovanjem tveganja na podjetniški ravni. Leta 2004 je Aabo v svojih študijah dodal pomembnost obvladovanja tveganja za majhno odprto gospodarstvo.

Osnovne koristi izhajajo iz davkov in ostalih tržnih nepravilnosti, saj vključitev obvladovanja tveganja v poslovanje podjetja doprinese k (Grinblatt, Titman, 1998, str. 715; Campbell, Kracaw, 1993, str. 12; Brigham, Daves, 2004, str. 806, 807):

- zmanjševanju davčnih obveznosti,
- zmanjševanju stroškov finančne stiske,

¹ Donos, rast in tveganje, ki so osrednji vidiki povečevanja vrednosti za lastnike, so zastopani s sedmimi dejavniki vrednosti (Black, Wright, Davies, 2001). Rast analizira podjetje z rastjo prihodkov, gibanjem obratnega kapitala in rastjo naložb v stalna sredstva. Vidik donosnosti podjetja analiziramo z denarnim tokom iz poslovanja (EBITDA) in davčno stopnjo. Dejavnika vrednosti za analizo vidika tveganja pa sta povprečni strošek kapitala in obdobje konkurenčne prednosti.

- izboljševanju planiranja prihodnjih potreb financiranja,
- učinkovitejšemu nagrajevanju in vrednotenju managerjev,
- kvalitetnejšim odločitvam,
- izkoriščanju primerjalne prednosti pri obvladovanju tveganja v primerjavi z investitorji.

Z obvladovanjem tveganja se povečuje vrednost podjetja tudi zaradi dejstva, da izgubo za določen znesek podjetje dojema drugače kot povečanje dobička za enak znesek (Grinblatt, Titman, 1998, str. 715, 716). Podjetje namreč bolj prizadene negativna sprememba v primerjavi s pozitivno spremembo določene ekonomske spremenljivke².

V nadaljevanju so predstavljeni glavni pomisleki za aktivnejše obvladovanje tveganja v okviru Modigliani-Millerjevega teorema in argumenti, ki izpodbijajo njihovo verodostojnost. Sledi podpoglavje o temeljnih teorijah obvladovanja tveganja v nefinančnih podjetjih.

2.1 Modigliani-Millerjev teorem

Vlagatelji na trgu vrednostnih papirjev so v povprečju tveganju nenaklonjeni in si prizadevajo za razpršitev naložb in s tem odpravo nesistematičnega tveganja. O tem posredno govori tudi Modigliani-Millerjev teorem (1958), po katerem je odločitev o strukturi kapitala irelevantna. Slednje velja ob naslednjih predpostavkah (Doherty, 2000, str. 332):

- odsotnost osebnih in podjetniških davkov,
- simetrična informiranost vseh udeležencev,
- odsotnost transakcijskih stroškov,
- določenost politike investiranja podjetja.

Modigliani-Millerjevega teorema ne uporabljamo zgolj pri analiziranju strukture kapitala, ampak pri vseh vidikih podjetniškega financiranja, na primer pri odločanju ali najeti posojilo s fiksno obrestno mero ali najeti posojilo s spremenljivo obrestno mero (Grinblatt, Titman, 1998, str. 712, 713). Tovrstne odločitve na vrednost podjetja ne vplivajo, če veljajo zgoraj našteje predpostavke. Povečanje vrednosti podjetja je tako mogoče le z uresničevanjem investicij, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost (Bartram, 2001, str. 19). Obvladovanje tveganja podjetju prinese korist zgolj v primeru, ko na trgu nastopajo določene nepravilnosti. Ob odsotnosti le teh je vseeno ali vlagatelji sami obvladujejo tveganje ali pa to namesto njih stori podjetje.

² To temelji na teoriji izgledov (ang. *prospect theory*), ki opredeljuje funkcijo koristnosti na osnovi izgub in dobičkov in ne na osnovi absolutnega stanja premoženja. Po tej teoriji so posamezniki veliko bolj občutljivi na spremembe v izgubah kot na spremembe pri dobičkih. V primeru izgub so bolj pripravljeni tvegati, saj si želijo izgubo pokriti (Kahneman, Tversky, 1979, str. 283).

Zato se zastavlja vprašanje, zakaj bi morala podjetja posvečati pozornost obvladovanju tveganja, če si le tega lahko vlagatelji z razpršitvijo premoženja sami znižajo. Argumenti, ki jih teoretiki navajajo kot odgovor, so nerealistične predpostavke, na katerih je zasnovan Modigliani-Millerjev teorem in dejstva, da je ta koncept postavljen v okvir gospodarstva z dobro razvitim trgom kapitala in velja le za velike javne delniške družbe, v katere vlagatelji optimalno vložijo svoje premoženje v deležih, v katerih so družbe zastopane na trgu (Berk, 2005a, str. 70). Modigliani in Miller se v svojih raziskovanjih tako ne dotikata manjših podjetij in družb, ki ne povečujejo zgolj tržne vrednosti podjetja, ampak si prizadevajo tudi na primer za visoko stopnjo družbene odgovornosti do okolja. Prednost obvladovanja tveganja na podjetniški ravni je tudi v tem, da so podjetja bolj seznanjena z lastno izpostavljenostjo tveganju in imajo boljši ter cenejši dostop do informacij, kako obvladovati tveganje. Tudi predpostavka o odsotnosti davkov in transakcijskih stroškov v stvarnosti ne vzdrži (Grinblatt, Titman, 1998, str. 714).

Vzrok za obvladovanje tveganja se skriva tudi v dejstvu, da so vlagatelji oziroma delničarji le ena izmed prisotnih interesnih skupin v podjetju. Pod drobnogled moramo vzeti še zaposlene, potrošnike, ponudnike, upnike in okolje, v katerem podjetje deluje. Večina naštetih deležnikov je namreč izpostavljena tako sistematičnemu kot nesistematičnemu tveganju.

2.2 Temeljne teorije obvladovanja tveganj v nefinančnih podjetjih

Motive nefinančnih podjetij za obvladovanje tveganj lahko pojasnimo s pomočjo teorije maksimizacije premoženja lastnikov, teorije stroškov agentov in hipoteze ohranjanja konkurenčnih prednosti. Slednja še ni priznana kot teorija, saj je skupina avtorjev v letu 2003 domnevno naredila korak naprej, ko je priznala aktivnosti obvladovanja tveganja za orodje ohranjanja konkurenčnih prednosti.

2.2.1 Teorija maksimizacije premoženja lastnikov

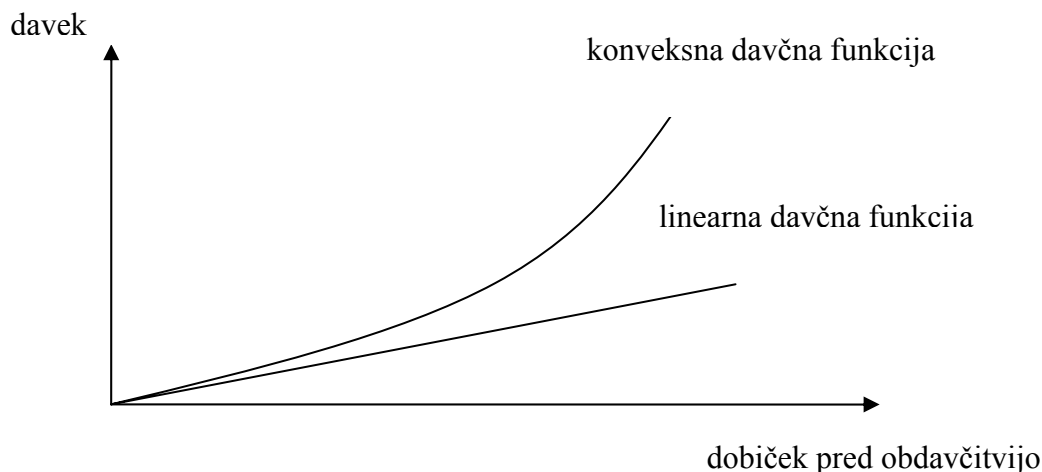
Po tej teoriji se koristi obvladovanja tveganja kažejo v zmanjševanju davčnih obveznosti, zmanjševanju transakcijskih stroškov in izogibanju premajhnemu obsegu investicij.

2.2.1.1 Zmanjševanje davčnih obveznosti

Davčne krivulje imajo lahko različne oblike. Če se podjetja soočajo s konveksno obliko³, potem se s povečanjem dobička pred obdavčitvijo povečuje tudi davčna stopnja (Doherty, 2000, str. 199). Konveksno in linearno davčno funkcijo prikazuje Slika 1 na naslednji strani.

³ Konveksnost davčne funkcije je definirana tudi kot eksponencialna odvisnost med dobičkom pred obdavčitvijo in povprečno plačanim davkom (Peterlin, 1999, str. 74).

Slika 1: Primerjava med konveksno davčno funkcijo in linearno davčno funkcijo



Vir: Smithson, Smith, Wilford, 1995, str. 103.

Doherty (2000, str. 200, 201) dokazuje, da podjetje z obvladovanjem finančnega tveganja obvladuje davčno obveznost in s tem povečuje svojo vrednost, saj zmanjšuje verjetnost plačevanja višjega davka od dobička. V nasprotnem primeru se podjetje sooča z nihanjem dobička kot posledico izpostavljenosti finančnemu tveganju. To pa povzroči tudi nihanje davčne obveznosti. Koristi obvladovanja tveganja so tem večje, čim (Bartram, 2001, str. 45):

- bolj konveksna je davčna funkcija,
- večja je nestanovitnost dobička pred obdavčitvijo,
- večji del dobička pred obdavčitvijo pade v konveksni del davčne funkcije.

Progresivnost davčne stopnje je prvi pogoj za zagotovitev konveksnosti davčne stopnje. To pomeni, da se davčna stopnja zvišuje, če se povečuje dobiček pred obdavčitvijo. Čim bolj je davčna stopnja progresivna, tem bolj je davčna funkcija konveksna in tem večje so možne koristi obvladovanja tveganja. V Sloveniji je davčna stopnja na dobiček stalna in znaša 25%, kar pomeni, da ni možnosti za konveksnost davčne funkcije.

Možnost koriščenja davčnih olajšav (ang. *tax credits*), na primer prenos neporavnane izgube v prihodnost ali davčne olajšave od investicij, prav tako povzroči konveksnost davčne funkcije (Bartram, 2001, str. 46). Če podjetje ne obvladuje finančnega tveganja, lahko dobiček iz leta v leto niha in lahko se zgodi, da je v določenem letu premajhen, da bi podjetje izkoristilo vse možne davčne olajšave. Z obvladovanjem finančnega tveganja podjetje zmanjša tako nihanja v doseženem dobičku kot verjetnost, da ne bo izkoristilo možnih davčnih olajšav zaradi nihanja poslovnega izida.

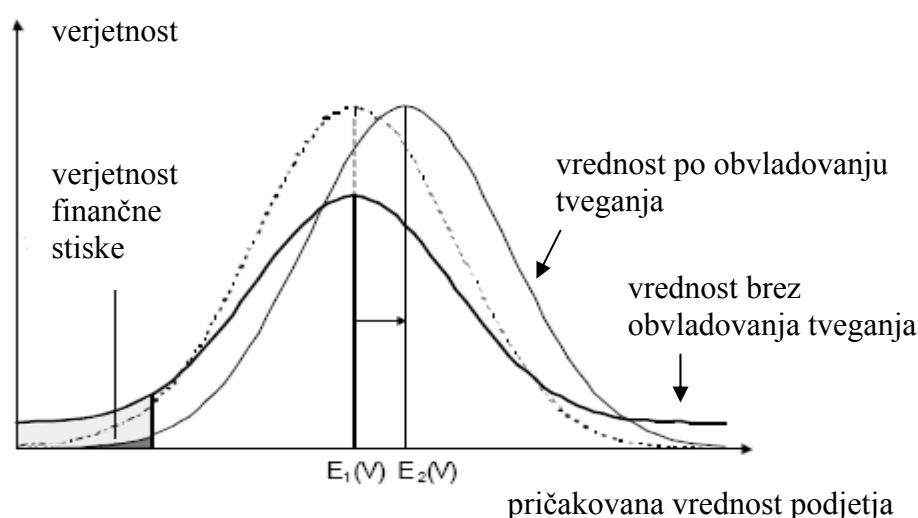
2.2.1.2 Zmanjševanje transakcijskih stroškov

Peterlin (1999, str. 76) opredeli transakcijske stroške kot tiste, ki jim je podjetje izpostavljeno, ko zaide v finančno stisko (ang. *financial distress*). Doherty (2000, str. 204) govori o neposrednih in posrednih stroških propada podjetja. Če se podjetje sooči z nelikvidnostjo, se

najprej pojavijo posredni stroški, to so višje obrestne mere, slabši pogoji dobaviteljev, odhod ključnih delavcev, zmanjšanje tržnega deleža in nezmožnost koriščenja poslovnih priložnosti. Med neposredne stroške pa štejemo stroške reorganizacije, stečaja in likvidacije.

Z odločitvijo za obvladovanje tveganja lahko podjetje zmanjša verjetnost nastanka finančne stiske, kar je prikazano na Sliki 2. Posledično se zmanjšajo s finančno stisko povezani stroški, zniža pa se tudi volatilitost denarnih tokov. S tem se poveča vrednost podjetja (Grinblatt, Titman, 1998, str. 717). Koristi obvladovanja tveganja so torej (Berk, 2005a, str. 72): »pozitivna funkcija verjetnosti, da bo podjetje doživelo finančno stisko, če se ne zaščiti pred tveganji do višine stroškov, ki jih podjetje nosi, če se finančna stiska dejansko zgodi«.

Slika 2: Obvladovanje tveganja in zmanjšanje verjetnosti finančne stiske



Legenda:

$E_1(V)$ – pričakovana vrednost podjetja pred obvladovanjem tveganja,

$E_2(V)$ – pričakovana vrednost podjetja z obvladovanjem tveganja.

Vir: Bartram, 2001, str 36.

Možne koristi podjetja, ki se odloči za obvladovanje tveganja, so tem večje, čim večja je verjetnost nastanka finančne stiske. Verjetnost spopadanja s finančno stisko pa narašča z večanjem deleža stalnih stroškov v skupnih stroških podjetja oziroma z večanjem stopnje poslovnega vzvoda.

Zmanjšanje verjetnosti nastanka finančne stiske poveča vrednost podjetja tudi zaradi možnosti večjega financiranja poslovanja z dolgom (Bartram, 2001, str. 36). To je posledica znižanja stroškov poslovanja, saj se zahtevane donosnosti upnikov zmanjšajo, ker postane podjetje manj tvegano. S tem podjetje dosega stabilnejše pokritje fiksnih obveznosti, pridobi dodatno možnost zadolževanja, s tem pa dodatne ugodnosti iz davčnih ščitov (Berk, 2005a, str. 72). Zaključimo lahko celo, da je obvladovanje tveganja nadomestilo za navadni lastniški kapital (Copeland, 2002, str. 10).

2.2.1.3 Izogibanje premajhnemu obsegu investicij

Podjetje, ki želi povečati svojo vrednost, mora izvesti zadostno število projektov, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost. Uresničevanje projektov s pozitivnimi neto sedanjimi vrednostmi namreč maksimizira premoženje lastnikov. Po tej teoriji, katere zagovorniki so Froot, Scharfstein in Stein (1993, str. 1635), je razlog za aktivnejše obvladovanje tveganja skrito v dejstvu, da je podjetje ob določenih okoliščinah nagnjeno k nezadostnemu obsegu naložb (ang. *underinvestment problem*).

V skladu s to teorijo se bo vrednost premoženja lastnikov zviševala optimalno, ko bo najpomembnejši vir kapitala⁴ zaščiten. Le v tem primeru bo podjetje uresničevalo projekte s pozitivnimi neto sedanjimi vrednostmi. To zagotavljajo aktivnosti obvladovanja tveganja (Peterlin, 1999, str. 79). S tem se poveča donosnost in kreditna sposobnost, podjetje lahko tudi najame posojila pod ugodnejšimi pogoji, vodstvo pa lažje sprejema odločitve, ki povečujejo vrednost podjetja.

2.2.2 Teorija stroškov agentov

Če se podjetje ne odloči za obvladovanje tveganja, se poveča verjetnost nastanka finančne stiske, s tem pa nezmožnost izkoriščanja poslovnih priložnosti, kar pomeni, da mora podjetje zavrniti investicije s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Takšne projekte pa vodstvo zavrača tudi v primeru, če se ne nahaja v finančni stiski (Peterlin, 1999, str. 78). To se lahko zgodi zaradi nasprotujočih si interesov med principalami (lastniki, posojilodajalci) in agenti (management). Značilnosti te teorije torej opredelimo kot celoto različnih interesov in načinov njihovega usklajevanja (Bartram, 2001, str. 25).

Ta konflikt sta leta 1976 raziskala Jensen in Meckling; govori pa o tem, da managerji bolj kot za korist lastnikov skrbijo za povečevanje lastne koristi. Ker so managerji v povprečju tveganju nenaklonjeni bolj kot lastniki, ki imajo možnost razpršitve premoženja, si prizadevajo za stabilnost denarnih tokov z uporabo številnih tehnik obvladovanja tveganj. Pogosto se poslužujejo strategije popolne zaščite, kar pomeni prevelik obseg varovanja, varovanje denarnega toka za izvedbo priljubljenih projektov (ang. *pet projects*) in varovanje denarnega toka za izvedbo zelenega obsega naložb (Berk 2005, str. 57). S tem se ne izognejo le nihanju denarnih tokov navzdol, ampak tudi navzgor. Slednje pa med lastniki ni zaželeno. Fatemi in Luft (2002) sta takšno ravnanje managerjev opredelila kot način prerazdelitve premoženja od lastnikov k managerjem. V strategijo popolne zaščite sodi tudi nenaklonjenost managerjev zunanjemu dolžniškemu financiranju, saj se s tem povečuje verjetnost nastanka finančne stiske, kar posledično zmanjša ugodnosti za managerje. Za lastnike pa je takšno

⁴ Interno ustvarjena sredstva oziroma neto denarni tok iz poslovanja so najpomembnejši vir kapitala; to je v skladu z Myersovo hipotezo (1984) izbire finančnih virov za širjenje poslovanja (ang. *pecking order hypothesis*).

financiranje ugodno, saj se zaradi davčnih učinkov povečuje njihovo premoženje. Peterlin (1999, str. 77, 78) dodatno pojasnjuje, zakaj se managerji ne odločajo za projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, ko ima podjetje med viri sredstev velik delež dolgov. Izogibajo se jim, ker se relativno večji del donosnosti naložbe prelije v korist posojilodajalcev, saj so ti pripravljeni vložiti sredstva v podjetje samo z visoko dodatno premijo za tveganje.

Bistvo problema v odnosu med principalami in agenti je, da principalami nimajo nadzora, oziroma ne razpolagajo z zadostnimi informacijami, ki bi jim zagotovile, da managerji resnično povečujejo vrednost podjetja (Doherty, 2000, str. 214). Osnovno, kar lahko storijo, je preprečitev zavajanja managerjev s pomočjo različnih varovalnih mehanizmov. Tako se mora na primer plačilo managerjev gibati v odvisnosti od vrednosti podjetja (Pike, Neale, 1996, str. 12). Lastniki morajo doseči manjšo konkavnost pri nagrajevanju managerjev, kar pomeni, da mora biti plačilo progresivno naraščajoča funkcija vrednosti premoženja podjetja oziroma premoženja lastnikov. To zmanjša zavračanje projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostmi, ki imajo bolj volatilne denarne tokove kot povprečno tvegani projekti v podjetju (Smith, Stulz, 1985, str. 402). Lastniki s tem privolijo v večje razdeljevanje potencialnih koristi od projektov, ki so bolj tvegani (Berk, 2005a, str. 75). Tufano (1998, str. 75) in Rogers (2002) dodajata, da managerji postanejo manj nenaklonjeni tveganju, če jih lastniki bolj kot z opcijami nagrajujejo z delnicami, na vrednost katerih lahko neposredno vplivajo s svojim delom.

2.2.3 Hipoteza ohranjanja konkurenčnih prednosti

Obvladovanje tveganja v posameznem podjetju ne pomeni zgolj izogibanja tveganim situacijam, ampak zavestno prevzemanje dela tveganja v skladu z lastno strategijo ustvarjanja vrednosti za lastnike. To naj bi podjetju zagotovilo vzdrževanje konkurenčne prednosti na trgu in nižje stroške kapitala. S tem naj bi se izboljšala poslovna uspešnost. Zavestno sprejemanje tveganja omogoča podjetju tudi nižje zaznavanje tveganja s strani vlagateljev, povečuje donosnost lastniškega kapitala in razširja strateške možnosti, ki so podjetju na voljo (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 34-36). Poleg naštetega si podjetje obeta še izboljšanje odzivnosti na potencialne težave oziroma zaostritve poslovanja in lažje ugotavljanje celotne izpostavljenosti.

Hipoteza ohranjanja konkurenčnih prednosti se osredotoča na integrirano oziroma holistično obvladovanje tveganja. Podjetje mora najprej postaviti enoten okvir, v katerega vključi vsa relevantna tveganja. To zahteva usklajeno delovanje zaposlenih, saj se aktivnosti zaposlenih ne smejo podvajati; načini, tehnike, modeli in cilji morajo biti enotni v soočanju s tveganjem (Prakash, 2001, str. 13).

Meulbroek (2002, str. 2) trdi, da ima podjetje tri načine vključitve integriranega obvladovanja tveganja, in sicer lahko vključitev poteka s spremembo delovnih procesov, z ureditvijo

strukture kapitala in z uporabo finančnih instrumentov. Zato mora podjetje v proces obvladovanja tveganja vključiti vedenjske, klasične ekonomske in tudi strateške elemente. Temelji hipoteze so namreč vedenjski vzorci, kot je odvisnost od okvira oziroma okoliščin, v katerih se sprejemajo odločitve, teorija realnih opcij, transakcijski stroški in stroški kapitala (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 35). Za vključitev obvladovanja tveganja v poslovanje tudi ni smiselno, da je v domeni centralizirane funkcije, ampak mora biti prisotno kot način poslovanja podjetja, ki obsega prepoznavo, merjenje in obvladovanje tveganja na vseh ravneh organizacije. Zato se podjetje ne sme osredotočati le na finančno tveganje, ampak mora zajeti tudi strateško tveganje, projektno tveganje, tveganje delovanja in tržno tveganje.

3 OBVLADOVANJE FINANČNEGA TVEGANJA

Finančno tveganje ponazarja neugodno gibanje različnih tržnih kategorij, kot so obrestne mere, devizni tečaji, cene surovin in cene delnic. Navzočnost naštetih kategorij se zrcali v oslabitvi sredstev ali okrepitvi dolgov podjetja. To pripelje do oslabitve kapitala podjetja. Vrednost sredstev postane glede na dolgove prenizka oziroma dolgovi podjetja glede na sredstva previsoki. Peterlinu (1999, str. 59) je najbližja opredelitev Brigham in Gapenskega iz leta 1996, ki opredeljujeta finančna tveganja kot tveganja, ki izvirajo iz finančnih transakcij.

Obvladovanje finančnega tveganja lahko definiramo kot planiranje in izvedbo sistemov ter postopkov za kontrolo finančnega tveganja (Campbell, Kracaw, 1993, str. 1). To mora biti stalen proces, s katerim podjetje sistematično opredeli tveganje, ki mu je izpostavljeno pri poslovanju, ocenjuje njegov vpliv na poslovanje ter določa ustrezne postopke in metode za spreminjanje izpostavljenosti tveganju.

4 VRSTE FINANČNEGA TVEGANJA

Ko govorimo o finančnem tveganju, običajno mislimo na valutno, obrestno tveganje in tveganje spremembe cen surovin. Ta tveganja so predmet obravnave v nadaljevanju diplomskega dela. Finančno tveganje lahko razdelimo tudi na finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja ne moremo vplivati; finančno tveganje, pri katerem lahko vplivamo na dejavnike tveganja; in finančno tveganje pri varovanju izpostavljenosti finančnemu tveganju.

Finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja ne moremo vplivati je povezano z vplivi trga oziroma okoljem podjetja (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 199). Gre za cenovno tveganje, saj cene določa trg glede na razpoložljivost in donosnost sredstev. Podjetja ne zmorejo vplivati na obrestne mere, devizne tečaje in cene surovin. Lahko se le prilagodijo tržnim gibanjem ali uporabijo kratkoročna zavarovanja. Imajo pa tržne informacije, s pomočjo katerih napovedujejo verjetnost nastanka cenovnih sprememb.

Finančno tveganje, pri katerem lahko vplivamo na dejavnike tveganja povzroči podjetje samo in nastane kot posledica poslovnih odločitev v podjetju (Grinblatt, Titman, 2002, str. 756, 757). Odgovornosti za nastalo škodo podjetje ne more prenašati na okolje. Pri obvladovanju tega tveganja mora predhodno ocenjeno cenovno tveganje upoštevati kot privzeto tveganje. Na voljo ima dovolj tržnih informacij in znanja za ugotavljanje, v kolikšni meri je izpostavljeno tveganju in na kakšne načine naj ga za dosego načrtovanih rezultatov obvladuje.

Finančno tveganje pri varovanju izpostavljenosti finančnemu tveganju je posledica napačnih ocen tveganja, neustrezno izbranih varovanih postavk ali neprimerno izbranih orodij za varovanje pred tveganjem. To povzroči povečanje stopnje tveganja in lahko rezultira v še večji škodi, kot bi nastala, če se podjetje pred tveganjem ne bi zavarovalo. Finančno tveganje se poveča tudi ob špekulativni uporabi orodij za varovanje pred tveganjem. Za preprečevanje tovrstnega tveganja mora biti obvladovanje tveganja skrbno načrtovano, z vključitvijo vseh poslovnih funkcij v ta proces. Brigham in Daves (2004, str. 832) predlagata racionalno uporabo finančnih instrumentov s strani odgovornih, dosledno oblikovanje strategij obvladovanja tveganja, zagotavljanje uresničevanja sprejetih strategij in poročanje delničarjem.

4.1 Valutno tveganje

Valutno tveganje v podjetju nastopi, ko je njegovo poslovanje povezano s tujimi plačilnimi sredstvi. Pomeni nevarnost spremembe deviznega tečaja⁵ v prihodnosti, saj se nepričakovane spremembe deviznega tečaja določene valute v sistemu drsečih deviznih tečajev zrcalijo v obliki dobička ali izgube pri deviznem tečaju. Sprememba deviznega tečaja tako vpliva na denarne tokove podjetja in računovodski dobiček, s tem pa tudi na tržno vrednost podjetja (Grinblatt, Titman, 2002, str. 761). Prohaska (1999, str. 190) opredeli valutno tveganje kot možna nihanja oziroma odstopanja deviznega tečaja določene valute od njene pričakovane srednje vrednosti, merimo pa ga s standardnim odklonom. Vrednost deviznega tečaja torej ni znana vnaprej, možno ga je le napovedati z večjo ali manjšo stopnjo zaupanja.

Na spremembo deviznega tečaja vplivajo tako spremembe kupne moči v državi kot tudi dejavniki zunaj in dejavniki znotraj države. Dejavniki zunaj države so medvalutna razmerja v tujini, dejavniki znotraj države pa določajo položaj domače valute v medvalutnih razmerjih (Peterlin, 2002, str. 79). V sistemu prosto drsečih deviznih tečajev vplivata na dnevni devizni tečaj ponudba in povpraševanje po tuji valuti. V primeru uravnavanega deviznega tečaja vpliva nanj poleg tržnih silnic še centralna banka.

⁵ Devizni tečaj je cena valute ene države, izražena bodisi v valuti druge države bodisi v blagu kot sta zlato ali srebro (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 37). Ločimo nominalni in realni devizni tečaj. Nominalni devizni tečaj predstavlja vrednost tuje valute, ki je izražena v domačem denarju. Realni devizni tečaj pa upošteva tudi gibanje cen med dvema državama. Odraža spremembe v konkurenčnem položaju določene države v primerjavi z drugo državo. Realni devizni tečaj izrazimo v obliki indeksa.

Berk, Peterlin, Ribarič (2005, str. 200, 201) opozarjajo, da valutno tveganje ne pomeni zgolj spremembe tečaja posamezne valute, ampak predstavlja tudi tveganje spremembe medsebojnega gibanja valut, to je korelacije med dvema valutama. Valutno tveganje predstavlja tudi nenadna devalvacija ali revalvacija. Slednje se zgodi, če monetarna oblast ne more več vzdržati tržnih pritiskov. Pri odločanju, v kateri valuti bo poslovalo, mora podjetje preučiti informacije o nestanovitnosti valute. Bolj nestanovitne valute namreč predstavljajo večjo nevarnost spremembe vrednosti sredstev in dolgov podjetja.

Izvoznik se sooča s tveganjem, da se bo vrednost domače valute povečala, kar pomeni, da bo v domači valuti iztržil manj, kot je bilo načrtovano ob sklenitvi posla. Za uvoznika pa je neugodno zmanjšanje vrednosti domače valute, saj mora za uvoženo blago odšteti več, kot je bilo sprva dogovorjeno (Peterlin 1999, str. 62). Izvoznik se pred valutnim tveganjem lahko zavaruje s terminsko prodajo tuje valute (ang. *to go short*), uvoznik pa kot zavarovanje uporabi terminski nakup tuje valute (ang. *to go long*).

Valutna tveganja nastopajo tudi pri financiranju poslovanja. V primeru zadolževanja v tuji valuti se izpostavljamu rasti njene vrednosti, pri nalaganju denarja v tujo valuto pa tvegamo padec njene vrednosti v primerjavi z domačo valuto.

4.2 Obrestno tveganje

Obrestno tveganje opredelimo kot neugodno gibanje obrestne mere v prihodnosti. Neugodno gibanje je lahko dvig obrestne mere. To povzroči višje stroške novega financiranja, če je podjetje zadolženo. Padec obrestne mere pa pomeni poslabšanje položaja v podjetju, ki želi presežke svojih denarnih sredstev posoditi. Običajno je dvig obrestnih mer za podjetje večje tveganje, saj skupni dolg presega denarne presežke podjetja.

Obrestno tveganje spada med cenovna tveganja, saj tvegamo spremembo cene posojilnega denarja. Obrestne mere se na denarnih trgih nenehno spreminjajo. Te spremembe so posledica tržne ponudbe in povpraševanja ter drugih sprememb makroekonomskih razmer. Obrestne mere kot cena denarja in cena katerega koli drugega blaga se odzivajo na sile ponudbe in povpraševanja na popolnoma enak način (Peterlin, 2002, str. 80, 82). Potrebno je tudi opozoriti, da je obrestnemu tveganju izpostavljeno vsako podjetje, saj je strošek lastniškega kapitala oziroma zahtevana stopnja donosa posredno odvisen od tržne obrestne mere (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 205). Tudi cene vrednostnih papirjev so posredno odvisne od ravni tržne obrestne mere kot izhodiščne mere donosnosti sredstev na trgu.

Podjetje pri zadolževanju po stalni obrestni meri tvega, da se bo tržna obrestna mera med trajanjem posojila znižala. Konkurenti bi v tem primeru lahko uporabili cenejše vire financiranja in bili zato konkurenčnejši. Če se pa podjetje zadolžuje po variabilni obrestni

meri, tvega porast obrestnih mer, saj bo s tem ogrožena donosnost naložbe, ki jo podjetje financira z najetim posojilom.

Višino obrestnih mer lahko razložimo z različnimi teorijami. Kadar se pričakovanja vgrajujejo v dinamično napovedovanje obrestnih mer v prihodnosti, govorimo o teoriji pričakovanj. Teorija likvidnostne preference pravi, da so dolgoročna posojila bolj tvegana kot kratkoročna in so zato dolgoročne obrestne mere, ki jih zahteva posojilodajalec, višje. Posledično to pomeni, da je podjetje, ki nima terminsko usklajenih finančnih naložb z viri, izpostavljeno obrestnemu tveganju.

Najbolj neposredno vpliva sprememba višine obrestne mere na terminski tečaj valute⁶, ki jo želimo kupiti ali prodati. Sprememba obrestne mere tako potencialno okrepi ali oslabi sredstva in dolgove, ki so izražena v tuji valuti.

4.3 Tveganje spremembe cen surovin

Tveganje spremembe cen surovin je tveganje oziroma nevarnost neugodnega ali škodljivega gibanja cene določene surovine (na primer nafte, bakra, kave itd.), ki jih podjetje bodisi potrebuje za svojo poslovno dejavnost bodisi jih prodaja kot rezultat poslovnega procesa. Peterlin (1999, str. 65) tudi ugotavlja, da podjetja veliko bolj razpoznavajo transakcijsko in ekonomsko izpostavljenost valutnemu in obrestnemu tveganju kot izpostavljenost tveganju spremembe cen surovin. Tveganja spremembe cen surovin tako za razliko od valutnega in obrestnega tveganja ne obvladujejo v finančnem, ampak običajno v nabavnem oddelku.

Pred tveganjem sprememb cen surovin se je mogoče zavarovati s terminskimi pogodbami, terminskimi posli in tudi z opcijami, ki se glasijo na posamezne surovine. Terminska cena surovine se oblikuje glede na trenutno tržno ceno. Ta se popravi za pričakovano tržno obrestno mero v obdobju do zapadlosti terminskega posla in stroške skladiščenja ter transporta. Slednje lahko imenujemo stroške lastništva nad blagom. Če ne bi bili tržna in terminska cena ob zapadlosti izenačeni, bi lahko na primer s kupovanjem terminskih pogodb ali s prodajanjem osnovne surovine na promptnem trgu realizirali netvegani arbitražni dobiček.

$${}^6 F_0 = S_0 \cdot \left(\frac{(1+r)}{(1+r_f)} \right)^T \quad \text{oziroma} \quad F_0 = S_0 \cdot e^{(r-r_f)T}$$

Terminska cena valute F je odvisna od trenutnega tržnega tečaja S in razmerja med domačo in tujo (primerljivo) obrestno mero ter obdobja T. Valuta z višjo obrestno mero terminsko kotira z diskontom, to je po nižji ceni od trenutne, v primerjavi z valuto z nižjo obrestno mero. Valuta z nižjo obrestno mero pa kotira s premijo v primerjavi z valuto z višjo obrestno mero.

4.4 Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke

Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke pomeni tveganje, da naš partner v poslu ne bo izpolnil dogovorjenih obveznosti. Spada med najpomembnejša finančna tveganja, saj mu je izpostavljeno vsako podjetje. Med nasprotne stranke uvrščamo kupce, državo, finančne institucije, dobavitelje in zaposlene.

Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke obsega tri temeljne vrste tveganja, in sicer kreditno tveganje, tveganje finančne nediscipline in tveganje neizpolnitve nadenarnih obveznosti (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 208). Pod pojmom kreditno tveganje razumemo tveganje prekinitve poravnavanja finančnih obveznosti kot posledice plačilne nesposobnosti nasprotne stranke, pri tveganju finančne nediscipline pa poudarek ni na plačilni nesposobnosti, ampak se nasprotna stranka sama odloči, da ne bo poravnala obveznosti kljub zadostni količini likvidnih sredstev. Bistvo tveganja neizpolnitve nadenarnih obveznosti pa je v poravnavi obveznosti, ki ne predstavljajo poravnave v denarju.

4.5 Likvidnostno tveganje

To tveganje številni avtorji imenujejo tudi tveganje spremembe tržne vrednosti sredstev in dolgov ter tveganje plačilne nesposobnosti. Peterlin (1999, str. 59) posveča likvidnostnemu tveganju posebno pozornost, saj meni, da je izrednega pomena za zagotavljanje uspešnega dolgoročnega poslovanja podjetja.

Pri likvidnostnem tveganju gre za spreminjanje vrednosti sredstev in dolgov podjetja, ki so izpostavljena tržnim nihanjem. Negativna razlika med tržno vrednostjo sredstev in dolgov se odraža na lastniškem kapitalu, to privede do kapitalske neustreznosti podjetja in plačilne nesposobnosti, v končni fazi pa celo do propada podjetja. Za zagotavljanje tekoče plačilne sposobnosti sta nujni zadovoljiva trenutna iztržljiva vrednost in likvidnost obratnih sredstev, dolgoročna plačilna sposobnost pa zahteva zadostno donosnost sredstev in ustrezno kapitalsko sestavo (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 210).

4.6 Tveganje likvidnosti trga

Tveganje likvidnosti trga predstavlja razliko med prodajno in nabavno vrednostjo blaga (npr. surovin) oziroma finančnega instrumenta (npr. obveznice, zakladne menice). Podjetje je likvidnostnemu tveganju bolj izpostavljeno v primeru proizvodnje blaga, s katerim se trguje na svetovnih trgih. Stopnja tveganja likvidnosti trga je odvisna od izbora nasprotne stranke. Ta dejavnik vpliva tudi na stopnjo tveganja neizpolnitve nasprotne stranke. V skladu z zakonsko ureditvijo je najbolj varen borzni trg, nekoliko manj trg preko okenc ali OTC trg, najbolj tvegan pa je trg med dvema enakovrednima strankama.

4.7 Tveganje spremembe vrednosti finančnih naložb

To tveganje je z vidika podjetij manj pomembno, saj svojih kratkoročnih denarnih presežkov zaradi zagotavljanja tekoče plačilne sposobnosti običajno ne vlagajo na kapitalski trg, oziroma jih vlagajo na denarni trg, kjer pa tveganje spremembe vrednosti finančnih naložb zaradi nizke ročnosti ni posebno veliko.

Poznamo nekaj osnovnih vrst tveganj, ki jim je podjetje izpostavljeno pri trgovanju s finančnimi naložbami (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 213, 214). To so: tveganje odkupa pred dospeljem, tržno tveganje, tveganje reinvestiranja, tveganje zmanjšanja kupne moči in tveganje spremembe bonitete.

5 IZPOSTAVLJENOST FINANČNEMU TVEGANJU

Učinkovito obvladovanje tveganja narekuje razmejevanje finančnih naložb in obveznosti po posameznih valutah in vrstah ter višinah obrestnih mer. Omenjenim razmejitev je potrebno dodati še časovno komponento. S tem razmejimo dolgove in terjatve po zapadlosti v plačilo in hkrati ugotovimo bruto izpostavljenost, ki je definirana kot seštevek vseh izpostavljenih postavk. Neto izpostavljenost pa predstavljajo terjatve in dolgovi, ki se z vidika valute, višine obresti in dospelosti ne pobotajo (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 214, 215). Transakcije, dolgovi, terjatve in kapital so izpostavljene finančnemu tveganju na tri načine, in sicer govorimo o transakcijski, translacijski in ekonomski izpostavljenosti.

5.1 Transakcijska izpostavljenost

Van Horn (1993) opredeli transakcijsko izpostavljenost valutnemu tveganju kot nevarnost nastanka tečajnih razlik pri izvajanju sprotih transakcij, nominiranih v tujih valutah. Gre za takojšnjo spremembo v denarnem toku zaradi spremembe deviznega tečaja (Grinblatt, Titman, 2002, str. 761). Spremembo povzroči nihanje vrednosti tečaja od dneva sklenitve posla do dneva poravnave.

Transakcijska je v primerjavi s translacijsko in ekonomsko izpostavljenostjo kratkoročna, saj je posledica kratkoročnih sprememb deviznega tečaja. Za merjenje transakcijskega tveganja moramo poznati zapadlost naložb in obveznosti v bilanci stanja ter vse pritoke in odtoke v prihodnosti.

Transakcijska izpostavljenost obrestnemu tveganju pomeni, da so terjatve in obveznosti podjetja do poravnave izpostavljene spremembi obrestne mere (Peterlin, 2002, str. 85). Če se torej podjetje zadolži po nespremenljivi obrestni meri, dosega transakcijska izpostavljenost v primeru znižanja obrestnih mer velikost oportunitetnih stroškov. Če je pa podjetje zadolženo po variabilni obrestni meri, transakcijska izpostavljenost predstavlja višino zmnožka med

razliko obrestne mere, ki je veljala ob sklenitvi pogodbe in višjo tržno obrestno mero, ki je osnova za izračun obresti ob zapadlosti obresti v plačilo ter velikostjo glavnice, na katero se obračun obresti glasi.

5.2 Translacijska ali bilančna izpostavljenost

Tudi tu ločimo translacijsko izpostavljenost valutnemu tveganju in translacijsko izpostavljenost obrestnemu tveganju. Berk, Peterlin, Ribarič (2005, str. 217) definirajo to vrsto izpostavljenosti na naslednji način: »Translacijska izpostavljenost valutnemu tveganju je nevarnost bilančnih sprememb, ki nastanejo zaradi razlik v vrednotenju terjatev in dolgov, izraženih v tujih valutah na dva časovna preseka«. Razberemo jo iz poslovnega izida, v obliki pozitivnih in negativnih tečajnih razlik. Translacijska izpostavljenost se torej navezuje na vrednost sredstev in obveznosti podjetja, nominirane v tuji valuti, medtem ko se transakcijska izpostavljenost ne navezuje na vrednost, ampak na denarne tokove (Pike, Neale, 1996, str. 429).

Translacijska izpostavljenost obrestnemu tveganju je sprememba neto sedanje vrednosti obveznosti in terjatev ob spremembi obrestne mere na trgu. Premoženje podjetja je vredno več ob padcu obrestne mere, del vrednosti pa izgubi ob porastu obrestne mere.

Potrebno je tudi opozoriti na zmotno trditev, da translacijska izpostavljenost ne vpliva na denarni tok podjetja, ker je stanje terjatev in obveznosti v računovodskih izkazih le računovodska kategorija. Od stanja, ki ga dobimo pri ponovnem prevrednotenju, se namreč obračuna davek, ki je izdatek in element denarnega toka (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 217). Podjetje lahko tako plača preveč davka, če transakcijska in translacijska izpostavljenost nista časovno usklajeni.

5.3 Ekonomska izpostavljenost

Berk, Peterlin, Ribarič (2005, str. 218) opredeljujejo ekonomsko izpostavljenost kot nevarnost nepredvidene spremembe pričakovane neto sedanje vrednosti bodočih denarnih tokov. Nepredvidena sprememba nastane zaradi spremembe deviznih tečajev tujih valut, v katerih so izraženi pričakovani denarni tokovi, neposredno pa vpliva na tržno vrednost podjetja in njegovo konkurenčno sposobnost.

Zastavlja se vprašanje, kakšna je razlika med transakcijsko in ekonomsko izpostavljenostjo, če sta obe obliki posledici nepričakovanih sprememb v prihodnjem denarnem toku. Transakcijska izpostavljenost se osredotoča na prihodnji denarni tok zaradi že nastalih obveznosti, medtem ko je pri ekonomski izpostavljenosti poudarek na prihodnjem denarnem toku, ki bo nastal na podlagi prihodnjih obveznosti (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2000, str. 152, 153).

6 NAČINI OBVLADOVANJA FINANČNEGA TVEGANJA

Podjetje se mora odločiti ali bo finančno tveganje obvladovalo ali se mu bo s ciljem doseganja kratkoročnih dobičkov dodatno izpostavljalo. V primeru odločitve za obvladovanje tveganja je potrebno določiti raven, do katere bo podjetje obvladovalo tveganje. Ta raven je odvisna od finančne moči podjetja in njegovega odnosa do tveganja. Poleg obvladovanja tveganja se lahko podjetje odloči tudi za izogibanje tveganim situacijam ali prevelitev tveganj na tretjo osebo.

Podjetje ima na razpolago več načinov obvladovanja tveganja. Tveganje lahko obvladuje na gotovinskem trgu, večina avtorjev pa razvršča instrumente oziroma orodja za obvladovanje tveganja v naslednji skupini:

- notranje metode obvladovanja finančnega tveganja,
- zunanje metode obvladovanja finančnega tveganja.

6.1 Notranje metode

Notranje metode obvladovanja tveganja so na voljo podjetju kot del lastnega finančnega upravljanja (Peterlin, 2002, str. 86). Podjetje pri tem ne sklepa pogodbenih razmerij z drugimi podjetji. Pomembnejši notranji ukrepi obvladovanja valutnega tveganja so naravno zavarovanje oziroma povezovanje plačil (ang. *netting*), terminsko usklajevanje plačil (ang. *leading and lagging*), postavljanje najpomembnejše politike cen in upravljanje sredstev ter obveznosti (ang. *asset-liabilities management*). Nekateri izmed naštetih ukrepov bodo podrobneje predstavljeni v poglavju o obvladovanju valutnega tveganja podjetja Acroni.

6.2 Zunanje metode

Uporaba zunanjih načinov obvladovanja tveganja zahteva sodelovanje z drugimi podjetji ali finančnimi ustanovami. Tipičen primer so izvedeni finančni instrumenti, s katerimi podjetje obvladuje predvsem cenovna tveganja.

6.2.1 Izvedeni finančni instrumenti

Sistem gibljivih deviznih tečajev, ki je v sedemdesetih letih 20. stoletja zamenjal sistem fiksnih deviznih tečajev, je povzročil večjo negotovost v poslovnem odločanju, hkrati pa je povzročil razvoj novih finančnih instrumentov. Gre za izvedene finančne instrumente oziroma oblike (ang. *financial derivatives*). Mednje uvrščamo nestandardizirane in standardizirane terminske pogodbe, opcije, zamenjave ter kombinirane izvedene finančne instrumente. Uporaba izvedenih finančnih instrumentov je v porastu z opaznimi razlikami med posameznimi območji. Izvedeni instrumenti so najbolj razširjeni v Kanadi, kateri sledita ZDA in kontinentalna Evropa (Jalilvand, Switzer, Tang, 2000, str. 29).

Izvedeni finančni instrumenti so instrumenti, katerih vrednost je določena s strani osnovnega instrumenta (ang. *underlying*). Osnova je lahko cena tuje valute, blaga, vrednostnega papirja, višina obrestne mere ali tržnega indeksa (Hull, 2000, str. 1). Izvedeni finančni instrumenti zapadejo v plačilo v prihodnosti, torej so po svoji naravi terminski posli, katerih izvršitev se zgodi kasneje kot v dveh delovnih dneh od sklenitve posla.

Izvedeni finančni instrumenti tudi ne zahtevajo začetne čiste finančne naložbe ali pa jo zahtevajo v višini, ki je manjša, kot bi jo zahtevale druge vrste pogodb, za katere pričakujemo podoben odziv na spremembe tržnih dejavnikov (Peterlin, 2002, str. 87).

Veselinovič (2003) navaja več razvrstitev izvedenih finančnih instrumentov. Izvedeni finančni instrumenti se lahko uporabljajo z namenom zavarovanja (hedging) ali z namenom trgovanja. Pri prvem namenu gre za obvladovanje različnih vrst tveganj, motiv uporabe z namenom trgovanja pa je dobiček, ki ga lahko dosežemo s špekuliranjem ali arbitriranjem⁷. Glede na kraj in način trgovanja delimo izvedene finančne instrumente na borzne in neformalne produkte (neorganizirane). Geografska delitev opredeljuje severnoameriške, evropske in daljnovzhodne ter azijsko-pacifiške izvedene finančne instrumente. Glede na osnovne finančne instrumente, na katere so izvedeni vezani, ločimo dolžniške ali obrestne, lastniške, valutne in blagovne izvedene instrumente.

6.2.1.1 Nestandardizirane terminske pogodbe

Nestandardizirana terminska pogodba (ang. *forward contract*) je definirana kot obveznost nakupa ali prodaje določene količine izbranega osnovnega instrumenta, z rokom izpolnitve na določen dan v prihodnosti po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe (Cuthbertson, Nitzsche, 2001, str. 3).

Pomembno je poudariti, da gre za nestandardiziran posel, saj je pogodba glede pogodbenih določb (način izpolnitve pogodbe, pogodbeni cena itd.) popolnoma prilagojena potrebam strank. Nestandardizirano terminsko pogodbo sklepata neposredno dve pogodbeni stranki, najpogosteje sta to dve finančni instituciji ali pa finančna institucija in njen komitent. Ker se z njimi torej ne trguje na organiziranih trgih, obstaja tveganje neizpolnitve pogodbe nasprotne stranke. Najbolj razširjeni vrsti sta valutna in obrestna nestandardizirana terminska pogodba, delimo pa jih tudi na preklicno, razponsko in terminsko pogodbo z vstavljenimi opcijskimi pravici.

⁷ Arbitraž je izkoriščanje razlik v cenah za »isto« blago na različnih trgih v istem trenutku, medtem ko je špekulacija poskus izkoristiti razlike v cenah za »isto« blago v določenem razdobju na istih ali različnih trgih. Arbitraž se opravlja brez tveganja ali pa z minimalnim tveganjem, medtem ko je špekulacija zelo tvegana, saj je težko napovedati gibanje določenih cen v prihodnosti.

6.2.1.2 Standardizirane terminske pogodbe

Vsebina standardiziranih terminskih pogodb (ang. *futures contract*) je enaka nestandardiziranim. Tudi tu ima ena od strank dolgo pozicijo, kar pomeni, da se zaveže k nakupu določene količine osnovnega instrumenta po določeni ceni na določen dan v prihodnosti. Stranka, ki ima kratko pozicijo, se nasprotno strinja s prodajo osnovnega instrumenta na isti datum po dogovorjeni ceni (Hull, 2000, str. 1).

Glavna razlika v primerjavi z nestandardiziranimi pogodbami izhaja iz dejstva, da so to standardizirane terminske pogodbe glede količine, datuma zapadlosti in stroškov za posamezno pogodbo. Kupec in prodajalec se morata dogovoriti le o ceni posamezne pogodbe. S standardiziranimi terminskimi pogodbami se trguje na organiziranih trgih ali borzah, kjer pogodbeni stranki nista v neposrednem stiku, saj se o nakupih in prodajah dogovarjajo pooblaščen borzni posredniki. Zaradi naštetega so standardizirane v primerjavi z nestandardiziranimi terminskimi pogodbami manj fleksibilne, saj niso prilagojene potrebam pogodbenih strank.

Pomembna razlika med standardiziranimi in nestandardiziranimi terminskimi pogodbami je v izplačevanju dobička oziroma izgube. Pri standardiziranih pogodbah se realizirani dobiček ali izguba izplačuje dnevno, pri nestandardiziranih pa le enkrat, in sicer ob realizaciji pogodbe ali ob njenem poteku. Denarni tokovi tudi ne potujejo neposredno med kupcem in prodajalcem, ampak med njima kot posrednik nastopa klirinška hiša (Dixon, Bhandari, 1997, str. 91). Ob sklenitvi pogodbe ji stranki plačata začetno kritje. To je določen znesek, ki se uporablja kot varnostna rezerva za poravnavanje možnih izgub v času do zapadlosti pogodbe. S plačilom začetnega kritja se v primerjavi z nestandardiziranimi terminskimi pogodbami zmanjša kreditno tveganje.

Podjetja redko uporabljajo standardizirane terminske pogodbe za obvladovanje valutnega tveganja, ker gre za rigiden instrument, trgovanje z njim je omejeno le na nekaj vodilnih svetovnih valut. Primeren je za podjetja, ki imajo stabilne in kontinuirane denarne tokove v tujih valutah (Mrak, 2002, str. 134).

6.2.1.3 Opcije

Opcija je izvedeni finančni instrument, ki daje imetniku pravico, ne pa obveznosti, da v primeru nakupne opcije (ang. *call option*) kupi ali v primeru prodajne opcije (ang. *put option*) proda določeno količino osnovnega instrumenta na dogovorjeni datum po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe. Pri nestandardiziranih in standardiziranih pogodbah se tako kupec kot prodajalec zavežeta v celoti izpolniti dogovorjene zahteve, opcije pa kupec ni dolžan izpolniti. Izkoristi jo le v primeru, če je to zanj na izvršilni dan dobičkonosno (Doherty, 2000, str. 165, 166).

Najpomembnejši elementi opcije so izvršilna cena (ang. *strike price, exercise price*), premija (ang. *cost, price, value of the option*) in čas do zapadlosti (ang. *expiration*). Izvršilna cena je znesek, ki ga mora kupec opcije odšteti za nakup ali prodajo osnovnega instrumenta. Premija je cena opcije oziroma nepovraten strošek, ki nastane ne glede na to, ali kupec opcijo izkoristi ali ne.

Poznamo več vrst opcij. Poleg delitve na nakupne in prodajne opcije je pomembna tudi delitev na ameriške in evropske opcije. Evropske opcije se lahko izkoristijo samo na določen dan v prihodnosti, ameriške pa na kateri koli delovni dan pred datumom zapadlosti (Campbell, Kracaw, 1993, str. 139). Z nekaterimi opcijami se trguje na borzi, z drugimi pa preko bančnih okenc (OTC opcije). Opcije delimo tudi glede na osnovni instrument. Najbolj pogoste so delniške opcije. Razmerje med trenutno tržno ceno in izvršilno ceno opredeljuje opcije, katerih izvršitev se izplača (ang. *in the money*); opcije, katerih izvršitev se ne izplača (ang. *out of the money*); in opcije na meji (ang. *at the money*)⁸.

Omeniti je potrebno tudi tri dolgoročne instrumente obvladovanja obrestnega tveganja, ki so po svoji vsebini opcije. To so obrestna čepica, dno in ovratnica. Ti instrumenti so namenjeni obvladovanju izpostavljenosti neugodnim gibanjem obrestnih mer (Peterlin, 2003, str. 140). Obrestna čepica je zgornja meja, ki jo lahko doseže določena obrestna mera. Ta instrument na eni strani omejuje izpostavljenost obrestnemu tveganju, obenem pa dopušča ugodno gibanje obrestnih mer. Obrestno dno lahko opredelimo kot spodnjo mejo, do katere se sme znižati določena obrestna mera. Obrestna ovratnica pa je sočasna uporaba obrestne čepice in obrestnega dna.

6.2.1.4 Zamenjave

Zamenjave (ang. *swaps*) so dogovor med dvema strankama o zamenjavi dveh različnih načinov plačila v prihodnosti. Zamenjave lahko opredelimo tudi kot dolgoročne nestandardizirane pogodbe med dvema pogodbenima strankama s posredništvom tretje strani, na primer banke (Pike, Neale, 1996, str. 352).

Valutna zamenjava je dogovor med dvema strankama, ki se dogovorita za zamenjavo dveh valut za določeno obdobje. Prohaska (1999, str. 192) opredeli bistvo poslov valutnih zamenjav kot sočasno sklepanje promptnega in terminskega deviznega posla.

Obrestno zamenjavo lahko definiramo kot pogodbo, v kateri se nasprotni stranki dogovorita o zamenjavi denarnih tokov od obresti, pri čemer so vsa plačila v isti valuti. Ločimo zamenjavo fiksne za variabilno obrestno mero ali zamenjavo dveh različnih spremenljivih obrestnih mer (Veselinovič, 2003).

⁸ Izvršitev nakupne opcije se izplača, če je tržna cena višja od izvršilne, pri prodajni opciji pa mora biti izvršilna cena višja od tržne. Pri opciji na meji pa je izvršilna cena enaka trenutni tržni ceni osnovnega instrumenta.

6.2.2 Računovodsko spremljanje izvedenih finančnih instrumentov

Mednarodni računovodski standardi – MRS (International Accounting Standards – IAS) in ameriški računovodski standardi – ARS (Financial Accounting Standard – FAS) opredeljujejo izvedene finančne instrumente kot sredstva in dolgove, ki jih je potrebno evidentirati v računovodskih izkazih podjetja. Podjetja morajo določiti pravila za začetno evidentiranje, ponovno vrednotenje izvedenih finančnih instrumentov in prepoznavanje dobičkov oziroma izgub, nastalih zaradi spremembe poštene vrednosti (MRS 32, MRS 39). Slednje morajo storiti ločeno za instrumente, ki jih uporabljajo z namenom trgovanja in instrumente z namenom varovanja.

Mednarodni računovodski standardi (MRS 39) določajo, da je evidentiranje izvedenih instrumentov z namenom trgovanja enako kot za druga sredstva in dolgove, pri instrumentih z namenom varovanja pa se pravila prepoznavanja oblikujejo po posameznih vrstah varovanja pred finančnim tveganjem (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 244, 245). MRS 39 loči varovanje poštene vrednosti prepoznanega sredstva ali dolga pred spremembo, varovanje poštene vrednosti trdne zaveze pred spremembo (ang. *fair value hedge*) in varovanje denarnega toka načrtovanega posla pred spremembo (ang. *cash flow hedge*).

Podjetje pri varovanju poštene vrednosti prepoznanega sredstva ali dolga pred spremembo evidentira in ponovno vrednoti varovano postavko in instrument po poštenu vrednosti sočasno, vendar ločeno (MRS 39. 89). Sprememba poštene vrednosti instrumenta z namenom varovanja se pobota s pošteno vrednostjo varovane postavke v poslovnem izidu.

V primeru varovanja poštene vrednosti trdne zaveze pred spremembo evidentira in ponovno vrednoti podjetje le izvedeni finančni instrument, saj trdna zaveza še ni evidentirana v poslovnih knjigah. Po uresničitvi trdne zaveze pa se vrednost takrat prepoznanega sredstva oziroma dolga popravi za znesek, ki je enak spremembi poštene vrednosti instrumenta od datuma začetnega evidentiranja do datuma zapadlosti (MRS 39. 94).

Podjetje evidentira in ponovno vrednoti le izvedeni finančni instrument, ko varuje denarni tok načrtovanega posla pred spremembo. Načrtovani posel namreč še ni uresničen. Mednarodni računovodski standardi ločujejo prepoznavanje glede na uspešnost varovanja. V primeru uspešnega varovanja se del dobička ali izgube, ki nastane zaradi spremembe poštene vrednosti izvedenega finančnega instrumenta, evidentira neposredno v kapitalu. V primeru neuspešnega varovanja pa se del dobička ali izgube, ki nastane zaradi zmanjšanja vrednosti instrumenta za varovanje, evidentira v poslovnem izidu (MRS 39. 95).

Če je posledica varovanja načrtovanega posla prepoznavna finančnega sredstva ali finančne obveznosti, se s tem povezani dobiček ali izguba, ki je bil(a) zabeležen(a) neposredno v kapitalu v skladu z MRS 39. 95, prerazvrsti v poslovnem izidu za isto obdobje, v katerem je pridobljeno sredstvo vplivalo na poslovni izid (MRS 39. 97). Če pa podjetje pričakuje, da

neto izguba, prepoznana neposredno v kapitalu, ne bo pokrita v naslednjih obdobjih, mora prerazporediti v poslovni izid tisti znesek, ki ga po pričakovanju ne bo nadomestilo. MRS 39. 98 določa, da lahko podjetje dobiček ali izgubo, ki ju je prepoznalo neposredno v kapitalu, všteje v začetne stroške ali drugo knjigovodsko vrednost sredstva ali obveznosti. To lahko stori, ko je posledica varovanja načrtovanega posla prepoznavna nefinančnega sredstva ali nefinančne obveznosti ali v primeru, ko načrtovani posel za nefinančno sredstvo oziroma obveznost postane trdna zaveza.

7 PRIMER PODJETJA ACRONI

Drugi del diplomske naloge se navezuje na podjetje Acroni d. o. o. Predstavitvi razvoja železarstva in značilnosti poslovanja podjetja danes sledi uporaba teorije iz prvega dela na konkretnih poslovnih primerih podjetja Acroni.

7.1 Železarstvo nekoč

Začetki železarstva na Gorenjskem so povezani z razvojem fužinarstva v 14. stoletju. Razvoj je minil v znamenju številnih gospodarskih kriz in izumov, ki so izboljševali kakovost jekla in nižali produkcijske stroške. Prelomnico v zgodovini železarstva predstavlja obdobje 1869–1872, ko so se združile fužine na Gorenjskem pod skupno upravo in enotnim tehničnim vodstvom v Kranjsko industrijsko družbo – KID.

Lambert Pantz, ki je bil prvi tehnični direktor železarn KID, se je z vso vnemo posvetil tehničnemu napredku. Leta 1872 mu je uspelo pridobiti feromangan v plavžu, kar je predstavljalo iznajdbo, ki je ime slovenskega železarstva poneslo v širni svet. KID je zaznamovala jeseniško železarstvo do konca druge svetovne vojne. Letna proizvodnja jekla je takrat znašala 100.000 ton (Spletna stran podjetja Acroni, 2006).

Po drugi svetovni vojni se je KID preimenovala v Železarno Jesenice. V letih, ki so sledila, se je Železarna pospešeno razvijala. Bila je ena izmed vodilnih proizvajalcev jekla v svetu in je slovela po največji proizvodnji kakovostnih jekel. V proizvodnjo so uvajali postopke sekundarne metalurgije ter tehnologijo tople in hladne predelave. Po osamosvojitvi Slovenije je jeseniška Železarna izgubila nekdanja tradicionalna tržišča. Usmerila se je na mednarodne trge, kjer se je srečala z močno konkurenco.

7.2 Poslovanje podjetja Acroni

Podjetje Acroni d. o. o. je podjetje za proizvodnjo jekla in jeklenih izdelkov. Specializirano je za proizvodnjo ploščatih izdelkov iz jekel. Ustanovljeno je bilo leta 1992, ko se je Železarna Jesenice preoblikovala v več manjših podjetij. Podjetje je sestavni del skupine SIJ – Slovenske industrije jekla d. d., ki je 100% lastnik podjetja. Najvišji organ je skupščina.

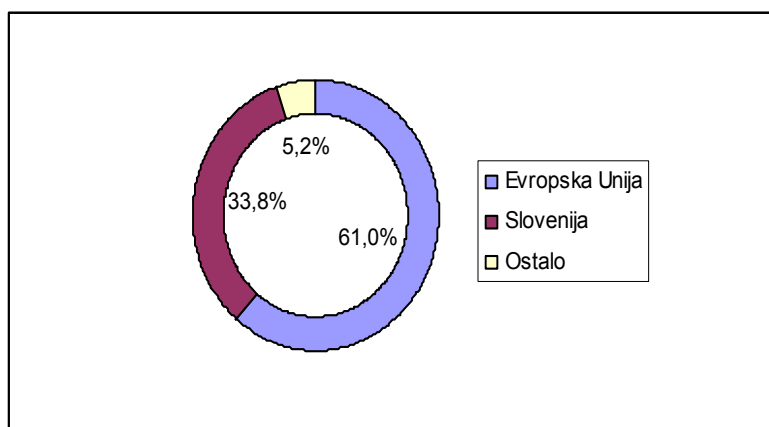
Podjetje Acroni ima dve hčerinski družbi; Acroni Deutschland je v 100% lasti Acronija, v Acroni Italia pa ima družba 75% lastniški delež.

Vizija podjetja je postati vodilni regionalni dobavitelj gotovih in visoko permeabilnih polgotovih elektro pločevin, postati drugi največji dobavitelj debele pločevine iz nerjavnih jekel in doseči tretjinski tržni delež v Evropi. Strateški cilj podjetja je postati in ostati zaželen ter dober partner odjemalcem, zaželen in dober delodajalec ter okolju prijazen proizvajalec jeklenih izdelkov visoke kakovosti, ki bo lastniku prinašal primeren dohodek (Letno poročilo podjetja Acroni 2005, 2006, str. 6).

Acronijev proizvodni program je razdeljen v štiri skupine: nerjavna jekla, elektrojekla, konstrukcijska navadna jekla in specialna jekla, ki vključujejo legirana konstrukcijska jekla, jekla za poboljšanje, visokotrdnostna in obraboodporna jekla. V letu 2005 je podjetje prodalo 267.196 ton izdelkov in zanje iztržilo 68.661 milijona SIT (Novice 1/2006, str. 4). Količinsko je bila prodaja leta 2004 presežena za 2.172 ton, vrednostno pa za 8.744 milijona SIT. V letu 2006 podjetje načrtuje prodajo v višini 274.000 ton izdelkov, kjer predvsem izstopa povišana prodaja debele nerjavne pločevine in legirane debele pločevine.

Podjetje Acroni je relativni izvoznik, v letu 2004 je bila pokritost uvoza z izvozom 124% (Letno poročilo podjetja Acroni 2004, 2005, str. 15). Najpomembnejša prodajna trga sta slovenski trg z 51% tržnim deležem in trg Evropske unije s 43% tržnim deležem. Vrednostni deleži, ki so prikazani na Sliki 3, se od količinskih precej razlikujejo. Prednjači trg Evropske unije, kjer podjetje realizira 61% vrednosti prodaje.

Slika 3: Vrednostna prodaja po trgih podjetja Acroni za leto 2004



Vir: Letno poročilo podjetja Acroni za leto 2004, 2005, str. 16.

Poslovni rezultati podjetja Acroni se iz leta v leto izboljšujejo. Leto 2005 je bilo rekordno. Dosežen je bil čisti dobiček v višini 4 milijard SIT in dodana vrednost preko 38.000 EUR/zaposlenega. Izboljšani rezultati so posledica različnih dejavnikov. Eden izmed njih je povečana skrb za inovacijsko dejavnost, saj je v ospredje postavljen organiziran pristop za racionalno izrabo izkušenj, znanja in ustvarjalnosti zaposlenih. Z inovacijami ustvarjena

gospodarska korist na zaposlenega se je v letu 2005 glede na predhodno leto povečala za 875 EUR oziroma za 67% (Novice 1/2006, str. 4). Podjetje je v letu 2005 prejelo tudi zlato priznanje Gospodarske zbornice Slovenija za inovacijo modernizacije VOD naprave, to je vakuumске naprave za obdelavo tekočega jekla.

Pereča je problematika ohranjanja naravnega okolja, saj javnost z Gorenjskim ekološkim združenjem na čelu poziva celo k prenehanju poslovanja podjetja. Kot odgovor si v podjetju prizadevajo vzpostaviti ravnovesje med poslovnim in ekološkim razvojem. V obdobju 2000–2006 so v posodobitev proizvodnje investirali 70 milijonov EUR, od tega 15 milijonov EUR za varstvo okolja (Spletna stran podjetja Acroni, 2006). Takšen trend želijo nadaljevati tudi v prihodnje, saj je v obdobju 2006–2010 varstvu okolja namenjenih 21% celotnega načrtovanega investicijskega programa.

Pomemben vidik poslovanja podjetja Acroni je upravljanje s človeškimi viri. V začetku leta 2005 je bilo v podjetju zaposlenih 1325 delavcev, za izobraževanje so v letu 2005 namenili 113 milijonov SIT. Problem je starostna struktura zaposlenih, saj je kar 68% zaposlenih starejših od 40 let. To poskušajo v podjetju omiliti z intenzivno štipendijsko politiko. V letu 2005 so štipendirali 114 dijakov in študentov predvsem na srednjih šolah in fakultetah tehničnih smeri (Letno poročilo podjetja Acroni 2005, 2006, str. 23).

7.3 Odnos do tveganja

V podjetju Acroni spremljajo različne vrste tveganj s ciljem zagotoviti nemoteno tekoče poslovanje in zmanjšati možnost prekinitev in zastojev. Podjetje se odloča za spremljanje tveganja tudi zaradi zakonske zavezanosti, saj Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1) v 70. členu določa, da morajo podjetja v letno poročilo vključiti opredelitev ciljev in ukrepov obvladovanja tveganja.

Podjetje Acroni se zaveda potrebe po obvladovanju posameznih vrst tveganj, zato na nekaterih področjih sprejema ukrepe za zmanjšanje izpostavljenosti. Za zavarovanje pred valutnim tveganjem tako uporablja valutne opcije, saj se občasno poslužuje fiksiranja tečaja na banki za USD plačila v primeru, če vrednost USD glede na EUR bistveno pade (Letno poročilo podjetja Acroni 2004, 2005, str. 39). Kreditno tveganje oziroma tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke obvladuje z izvajanjem nadzora nad slabimi plačniki, preverjanjem bonitete vseh novih kupcev ter izvajanjem medsebojnih in verižnih kompenzacij. S tem zmanjšuje delež zapadlih terjatev do kupcev. Bolj podrobno so ukrepi, ki jih podjetje Acroni že izvaja z namenom obvladovanja finančnega tveganja, predstavljeni v nadaljevanju diplomskega dela, ko so obravnavane tiste vrste finančnega tveganja, katerih posledice najbolj vplivajo na uspešnost poslovanja. To so likvidnostno, valutno, obrestno tveganje in tveganje spremembe cen surovin.

7.4 Analiza likvidnostnega tveganja

7.4.1 Plačilna sposobnost

Podjetje praviloma poravnava svoje obveznosti z denarjem, zato mora imeti ob roku zapadlosti na voljo dovolj denarnih sredstev. Za zagotavljanje plačilne sposobnosti mora zagotoviti primerno sestavo gibljivih sredstev in ustrezno dinamiko pretvarjanja teh sredstev iz ene oblike v drugo. Morebitno izpostavljenost likvidnostnemu tveganju lahko proučimo s pomočjo kazalnikov likvidnosti⁹.

Tabela 1: Koeficienti plačilne sposobnosti podjetja Acroni v letih 2004, 2005

	2004	2005
Hitri koeficient	0,03	0,04
Pospešeni koeficient	0,82	0,75
Kratkoročni koeficient	1,49	1,36

Vir: Bilanci stanja za leti 2004 in 2005; Lastni izračuni.

Hitri koeficient izraža, koliko kratkoročnih obveznosti lahko podjetje na določen dan poravna s svojimi likvidnimi sredstvi (Bošnjak, 2000, str. 34). Optimalna vrednost kazalca je odvisna od vrste dejavnosti podjetja, pogojev poslovanja, starosti podjetja, ravni poslovnega cikla itd. Številni avtorji navajajo, da naj bo vrednost najmanj 0,1, optimalno pa naj se giblje okoli 0,5. Kot lahko razberemo iz Tabele 1, je vrednost hitrega koeficienta za Acroni v letih 2004 in 2005 znašala manj kot 0,1. V letu 2005 se je v primerjavi z letom 2004 povečala za 33,33%. Razlog za povečanje so bila likvidna sredstva, ki so se povečala za 66%, medtem ko so se kratkoročne obveznosti povečale za manjši odstotek, in sicer za 17%.

Pospešeni koeficient nam pove, koliko kratkoročnih obveznosti bi lahko podjetje na določen dan poravnalo z likvidnimi sredstvi in kratkoročnimi terjatvami (Bošnjak, 2000, str. 34). V podjetju Acroni je pospešeni koeficient v letu 2005 znašal 0,75 in se je v primerjavi s predhodnim letom znižal za 8,5%. To je signal za likvidnostne težave, saj podjetje z likvidnimi sredstvi in kratkoročnimi terjatvami ne bi uspelo poravnati vseh kratkoročnih obveznosti.

⁹ Hitri koeficient = $\frac{\text{likvidna sredstva}}{\text{kratkor. obveznosti}}$

Pospešeni koeficient = $\frac{\text{likvidna sredstva} + \text{kratkor. terjatve}}{\text{kratkor. obveznosti}} = \frac{\text{kratkor. sredstva} - \text{zaloge}}{\text{kratkor. obveznosti}}$

Kratkoročni koeficient = $\frac{\text{kratkor. sredstva}}{\text{kratkor. obveznosti}}$

Kratkoročni koeficient pove, ali je podjetje zmožno poravnati svoje obveznosti ob dospelosti (Bošnjak, 2000, str. 35). Višja kot je vrednost koeficienta, manj ima podjetje težav z zagotavljanjem likvidnosti. V primeru podjetja Acroni je vrednost nekoliko nad 1, vendar se je iz 1,49 v letu 2004 znižala na 1,36 v letu 2005. Znižanje je bilo predvsem posledica povečanja kratkoročnih obveznosti, saj so se povečale za več (za 17%), kot je znašalo povečanje kratkoročnih sredstev (za 7,6%).

Vrednosti hitrega, pospešenega in kratkoročnega koeficienta za podjetje Acroni bi bile višje, če med kratkoročnimi obveznostmi ne bi bili zajeti t. i. revolving krediti, ki se ob zapadlosti praviloma obnavljajo. Po internih podatkih podjetja Acroni je vrednost t. i. revolving kreditov na dan 31. 12. 2005 znašala 4,07 milijard SIT. Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti bi se z upoštevanjem omenjenih kreditov znižale iz 20,42 milijard SIT na 16,35 milijard SIT. Vrednost hitrega koeficienta bi tako 31. 12. 2005 znašala 0,05; vrednost pospešenega 0,94 in vrednost kratkoročnega 1,7. Vendar velja opozoriti, da se zgolj z izločitvijo omenjenih kreditov iz imenovalca kazalnikov likvidnostni položaj podjetja ne bi izboljšal, le prikaz bi bil »lepši«.

7.4.2 Vezava terjatev do kupcev

Likvidnostne težave je iz balance stanja in izkaza poslovnega izida mogoče razbrati s pomočjo koeficientov hitrosti obračanja gibljivih sredstev. Iz koeficientov izračunamo dneve vezave gibljivih sredstev. V Tabeli 2 je prikazano trajanje obrata terjatev do kupcev¹⁰ za podjetje Acroni v obdobju 2004–2005. Hitrejše vnovčevanje terjatev vpliva na hitrejše spreminjanje manj likvidnih oblik v bolj likvidne in s tem na večjo plačilno sposobnost podjetja.

Tabela 2: Trajanje obrata terjatev do kupcev v dnevih podjetja Acroni za leti 2004, 2005

	2004	2005
Trajanje enega obrata terjatev v dnevih	62,41	67,09

Vir: Balance stanja in izkazi poslovnega izida za leta 2003, 2004, 2005; Lastni izračuni.

Trajanje enega obrata terjatev do kupcev se je v letu 2005 glede na predhodno leto povečalo za povprečno 4 dni. Povečanje je bilo posledica relativno večjega povečanja terjatev do kupcev (povprečno za 23%), kot je bilo povečanje poslovnih prihodkov (za 15%).

¹⁰ Koeficient obračanja terjatev do kupcev = $\frac{\text{vrednost prodaje v obdobju}}{\text{povpr. stanje terjatev do kupcev}}$

Čas trajanja enega obrata = $\frac{365 \text{ dni}}{\text{koeficient obr. terjatev do kupcev}}$

7.4.3 Vezava zalog

V Tabeli 3 je prikazano, da so se zaloge surovin, materiala, nedokončanih in dokončanih proizvodov v letu 2004 v skladišču podjetja Acroni povprečno nahajale 63 dni, v letu 2005 pa povprečno 69 dni. Časovno podaljšanje obrata¹¹ je bilo zaznati, ker so se stroški prodanih proizvodov povečali za manj (za 9%), kot je znašalo povečanje zalog (povprečno za 19%). Počasnejše obračanje zalog negativno vpliva na zagotavljanje likvidnosti.

Tabela 3: Trajanje obrata zalog v dnevih podjetja Acroni za leti 2004, 2005

	2004	2005
Trajanje enega obrata zalog v dnevih	63,29	68,95

Vir: Balance stanja in izkazi poslovnega izida za leta 2003, 2004, 2005; Lastni izračuni.

7.4.4 Vezava obveznosti do dobaviteljev

Dokler kupci ne poravnajo svojih obveznosti, mora podjetje samo financirati zaloge in prodane količine proizvodov. Če se podjetje želi izogniti likvidnostnim težavam, mora biti prodaja večja od nabave, torej mora vrednost terjatev do kupcev presegati obveznosti do dobaviteljev. Zato je v Tabeli 4 poleg trajanja obrata obveznosti do dobaviteljev¹² navedeno tudi razmerje med terjatvami do kupcev in obveznostmi do dobaviteljev za podjetje Acroni v obdobju 2004–2005.

Tabela 4: Trajanje obrata obveznosti do dobaviteljev v dnevih ter razmerje med terjatvami do kupcev in obveznostmi do dobaviteljev podjetja Acroni za leti 2004, 2005

	2004	2005
Trajanje enega obrata obveznosti do dobaviteljev v dnevih	68,49	65,48
Povpr. stanje terj. do kupcev : povpr. stanje obv. do dobavit.	0,94	1,10

Vir: Balance stanja in izkazi poslovnega izida za leta 2003, 2004, 2005; Lastni izračuni.

¹¹ Koeficient obračanja zalog = $\frac{\text{stroški prodanih proizvodov}}{\text{povpr. stanje zalog}}$

$$\text{Čas trajanja enega obrata} = \frac{365 \text{ dni}}{\text{koeficient obr. zalog}}$$

¹² Koeficient obračanja obveznosti do dobaviteljev = $\frac{\text{stroški prodanih proizvodov}}{\text{povpr. stanje do dobaviteljev}}$

$$\text{Čas trajanja enega obrata} = \frac{365 \text{ dni}}{\text{koeficient obr. obveznosti do dobaviteljev}}$$

Primerjava trajanja obrata obveznosti do dobaviteljev s trajanjem obrata terjatev do kupcev (glej Tabela 2 na strani 26) kaže, da so kupci svoje obveznosti v letu 2004 v povprečju poravnali v 62 dneh, podjetje Acroni pa svoje obveznosti do dobaviteljev povprečno v 68 dneh. V letu 2005 so kupci poravnali svoje obveznosti povprečno v 67 dneh, kar je počasneje kot v letu 2004, dobavitelji pa so čakali na poravnavo zapadlih obveznosti 65 dni, torej povprečno 3 dni manj kot v letu 2004. Razmerje med terjatvami do kupcev in obveznostmi do dobaviteljev se je v proučevanem obdobju povečalo za 17%. Ta porast opozarja, da si bodo morali odgovorni prizadevati za hitrejšo izterjavo terjatev, saj na likvidnostni položaj podjetja Acroni negativno vpliva predvsem daljše obračanje terjatev do kupcev v letu 2005 glede na predhodno leto.

7.4.5 Finančna stabilnost

Likvidnostno tveganje podjetja merimo tudi z razmerjem med dolgoročnimi viri in dolgoročnimi sredstvi¹³. To razmerje prikazuje finančno stabilnost (Pučko, 1999, str. 137). Če je vrednost količnika finančne stabilnosti pod 1, mora podjetje del dolgoročnih sredstev financirati s kratkoročnimi viri. To pomeni težave pri ohranjanju likvidnosti.

Tabela 5: Kazalci finančne stabilnosti podjetja Acroni za leti 2004, 2005

	2004	2005
1. kapitalna pokritost dolgoročnih sredstev	0,790	0,857
2. kapitalna pokritost osnovnih sredstev	0,803	0,918
3. dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev	1,277	1,197
4. dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog	0,927	0,872
5. dolgoročna pokritost stalnih sredstev	1,287	1,269

Vir: Balance stanja za leta 2003, 2004, 2005; Lastni izračuni.

Iz Tabele 5 je razvidno, da se je kapitalna pokritost dolgoročnih sredstev v letu 2005 glede na leto 2004 povečala, in sicer za 8,5%. Do povečanja je prišlo, ker se je kapital povečal za več (za 18%), kot je znašalo povečanje dolgoročnih sredstev (za 8%). Tudi kapitalna

$$^{13} \text{ Kapitalna pokritost dolgoročnih sredstev} = \frac{\text{kapital}}{\text{dolgor. sredstva}}$$

$$\text{Stopnja samofinanciranja} = \text{kapitalna pokritost osnovnih sredstev} = \frac{\text{kapital}}{\text{osnovna sredstva}}$$

$$\text{Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev} = \text{finančna stabilnost} = \frac{\text{dolgor. viri}}{\text{dolgor. sredstva}}$$

$$\text{Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog} = \frac{\text{dolgor. viri}}{\text{dolgor. sredstva} + \text{zaloge}}$$

$$\text{Dolgoročna pokritost stalnih sredstev} = \text{kreditna sposobnost} = \frac{\text{dolgor. viri}}{\text{stalna sredstva}}$$

pokritost osnovnih sredstev se je v proučevanem obdobju povečala, in sicer za 14%. Razlog za porast je bil v relativno večjem povečanju kapitala (za 18%) v primerjavi s povečanjem osnovnih sredstev (za 3%).

Finančna stabilnost se je v proučevanem obdobju poslabšala, in sicer iz 1,277 v letu 2004 na 1,197 v letu 2005 oziroma relativno za 6%. Zmanjšanje je bilo posledica malenkostnega povišanja dolgoročnih virov (za 2%) in relativno večjega povečanja dolgoročnih sredstev (za 8%). Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog je v letu 2004 znašala 0,927, v letu 2005 pa 0,872. To pomeni, da je bilo v letu 2005 za 6% manj dolgoročnih sredstev in zalog pokritih z dolgoročnimi viri. Tudi kreditna sposobnost se je v proučevanem obdobju nekoliko znižala, in sicer za 1%.

Iz zgornje analize vidimo, da v proučevanem obdobju dolgoročni viri zadoščajo za pokritje dolgoročnih sredstev, ne zadoščajo pa za pokritje dolgoročnih sredstev in zalog. Kapital ne zadošča za pokritje vseh dolgoročnih sredstev in osnovnih sredstev, vendar se je kapitalska pokritost v proučevanem obdobju izboljšala. Finančna stabilnost je povezana tudi s proučevanjem obrestnega tveganja. Peterlin (2003, str. 133) namreč ugotavlja, da je potrebno dolgoročne naložbe financirati z dolgoročnimi viri, saj razmik dospelosti ni le vir likvidnostnega tveganja, ampak tudi obrestnega.

7.4.6 Delež kapitala in dolgov

Poslovanje je manj tvegano, če ima podjetje v celotnih virih sredstev več lastnih virov kot tujih. Optimalno razmerje je odvisno od vrste dejavnosti podjetja in s tem od sestave njegovega premoženja.

Podjetje Acroni je v letu 2004 z lastnim kapitalom pokrivalo 42,75% obveznosti do virov sredstev oziroma za 9% manj kot v letu 2005, ko je stopnja kapitalizacije znašala 46,69%. Finančna varnost¹⁴ se je v obravnavanem obdobju izboljšala predvsem zaradi povečanja kapitala, saj se je vpoklicani osnovni kapital povečal za več kot dvakrat, nekoliko pa so se znižale tudi finančne in poslovne obveznosti (za 2%).

¹⁴ Delež kapitala v financiranju ali finančna varnost =
$$\frac{\text{kapital}}{\text{obveznosti do virov sredstev}}$$

Delež dolgov v financiranju ali stopnja zadolženosti =
$$\frac{\text{dolgovi}}{\text{obveznosti do virov sredstev}}$$

7.4.7 Načini obvladovanja likvidnostnega tveganja

Analiza likvidnostnega tveganja podjetja Acroni razkriva določene probleme, zato obstaja potreba po obvladovanju tega tveganja. Predvsem kazalci finančne stabilnosti in dnevi vezave zalog, terjatev do kupcev in obveznosti do dobaviteljev razkrivajo, da bi bil likvidnostni položaj podjetja lahko boljši. Spremembe sredstev in obveznosti do virov sredstev povzročijo njihovo neusklajenost, to pa pripelje podjetje do likvidnostnih težav. Za preprečevanje likvidnostnega tveganja ima podjetje Acroni zagotovljenih več okvirnih kreditov (v letu 2004 v višini 5 milijard SIT), ki jih lahko koristi v primeru potrebe po večjem obsegu obratnih sredstev. Večino terjatev doma in v tujini pa ima zavarovanih pri SID, ki zagotavlja 85% poplačilo terjatev.

7.4.7.1 Analiza denarnega toka naložbene možnosti

Ena izmed metod preprečevanja likvidnostnih težav je analiza denarnega toka naložbene možnosti. Te metode se poslužujejo tudi v podjetju Acroni, saj mesečno spremljajo denarni tok in njegovo porabo. O tem poročajo skupščini družbe, spremlja pa ga tudi nadzorni svet Slovenske industrije jekla. Denarni tok še posebej spremljajo, ko se odločajo za nove naložbe. Ob njihovem sprejemanju pripravijo plan oblikovanja in porabe denarnega toka za obdobje petih let (Letno poročilo podjetja Acroni 2005, 2006, str. 41). Pri analiziranju potencialne naložbene možnosti se je potrebno zavedati, da se pri predvidevanju prihodnjih donosov posamezne naložbe lahko pojavljajo težave glede zanesljivosti predvidevanj.

Poleg ugotavljanja, ali neka naložba ustvarja pozitiven letni denarni tok, analizirajo v podjetju Acroni tudi morebitno povečanje potrebnih gibljivih sredstev, v finančni konstrukciji pa skušajo zagotoviti primerne vire za njeno financiranje.

7.4.7.2 Analiza sprememb sredstev in dolgov

Učinke obvladovanja likvidnostnega tveganja je mogoče prikazati z analizo sprememb posameznih delov sredstev in dolgov. Vsaka naložba lahko namreč negativno ali pozitivno vpliva na likvidnostni položaj podjetja. Če se podjetje odloči za novo naložbo, ki jo financira izključno z najemom posojila, se njegov likvidnostni položaj poslabša bolj kot v primeru financiranja naložbe tudi z lastnimi sredstvi.

Tabela 6: Poenostavljena bilanca stanja podjetja Acroni za leto 2005 pred naložbo

Aktiva	(v 000 SIT)	Pasiva	(v 000 SIT)
Stalna sredstva	31.417.252	Kapital	28.556.962
Gibljava sredstva	29.724.905	Rezervacije	564.495
• zaloge	12.440.551	Dolgoročne obveznosti	11.323.162
• terjatve	16.473.519	• do bank	10.635.088
• kratk. fin. naložbe	50.743	• ostalo	688.074
• gotovina	760.092	Kratkoročne obveznosti	20.420.990
		• do dobaviteljev	10.373.090
		• do bank	9.214.404
		• ostalo	833.496
Aktivne časovne razmejitve	23.466	Pasivne časovne razmejitve	300.014
Sredstva	61.165.623	Viri sredstev	61.165.623

Vir: Bilanca stanja za leto 2005.

V Tabeli 6 je predstavljena poenostavljena bilanca stanja za leto 2005. Podjetje Acroni izpelje dolgoročno finančno naložbo v višini 1 milijarde SIT, ki jo financira z najemom dolgoročnega posojila. Bilanca stanja po naložbi je prikazana v Tabeli 7, kjer je upoštevan tudi vpliv naložbe na povečanje gibljivih sredstev. Naložba povzroči porast zalog v višini 40 milijonov SIT in porast terjatev v znesku 200 milijonov SIT. Hkrati se to odraža v povečanju kratkoročnih obveznosti, in sicer se obveznosti do dobaviteljev povečajo za 150 milijonov SIT, obveznosti do bank pa za 90 milijonov SIT.

Tabela 7: Poenostavljena bilanca stanja podjetja Acroni po naložbi, financirani s posojilom

Aktiva	(v 000 SIT)	Pasiva	(v 000 SIT)
Stalna sredstva	32.417.252	Kapital	28.556.962
Gibljava sredstva	29.964.905	Rezervacije	564.495
• zaloge	12.480.551	Dolgoročne obveznosti	12.323.162
• terjatve	16.673.519	• do bank	11.635.088
• kratk. fin. naložbe	50.743	• ostalo	688.074
• gotovina	760.092	Kratkoročne obveznosti	20.660.990
		• do dobaviteljev	10.523.090
		• do bank	9.304.404
		• ostalo	833.496
Aktivne časovne razmejitve	23.466	Pasivne časovne razmejitve	300.014
Sredstva	62.405.623	Viri sredstev	62.405.623

Vir: Bilanca stanja za leto 2005.

Izvedena naložba negativno vpliva na finančno moč in ravnotežje podjetja Acroni, saj se:

- zniža delež kapitala v virih sredstev iz 46,69% na 45,76%,
- poslabša finančno posredniški položaj¹⁵, in sicer z neto dolga 3.375.973 SIT na neto dolg v višini 4.265.973 SIT. Neto dolgova sta podana v 000 SIT.

Če pa si zamislimo primer, da podjetje Acroni financira naložbo v višini 1 milijarde SIT z lastnimi sredstvi in najemom posojila v razmerju 50:50, se po izvedbi naložbe delež kapitala in finančno posredniški položaj poslabšata za manj kot v primeru zadolžitve. Delež kapitala v virih sredstev se zmanjša iz 46,69% na 46,56%, finančno posredniški položaj pa se spremeni z neto dolga 3.375.973 SIT na neto dolg v višini 3.765.973 SIT (neto dolga sta podana v 000 SIT). Bilanca stanja po naložbi z upoštevanjem povečanja gibljivih sredstev je prikazana v Tabeli 8.

Tabela 8: Poenostavljena bilanca stanja podjetja Acroni po naložbi, financirani z lastnimi sredstvi in posojilom

Aktiva	(v 000 SIT)	Pasiva	(v 000 SIT)
Stalna sredstva	32.417.252	Kapital	29.056.962
Gibljiva sredstva	29.964.905	Rezervacije	564.495
• zaloge	12.480.551	Dolgoročne obveznosti	11.823.162
• terjatve	16.673.519	• do bank	11.135.088
• kratk. fin. naložbe	50.743	• ostalo	688.074
• gotovina	760.092	Kratkoročne obveznosti	20.660.990
		• do dobaviteljev	10.523.090
		• do bank	9.304.404
		• ostalo	833.496
Aktivne časovne razmejitve	23.466	Pasivne časovne razmejitve	300.014
Sredstva	62.405.623	Viri sredstev	62.405.623

Vir: Bilanca stanja za leto 2005.

V podjetju Acroni so v letu 2005 za investicije porabili 3.108 milijonov SIT, od tega 2.213 milijona SIT lastnih sredstev, razliko pa so pokrili z najemom dolgoročnih posojil (Novice 4/2006, str. 3). K analizi sprememb sredstev in dolgov je potrebno dodati, da je za ohranjanje ugodnega likvidnostnega položaja ključna predvsem sposobnost kontrole terjatev do kupcev in učinkovitejše upravljanje zalog. Zgolj izvajanje dolgoročnih naložb namreč ne zagotavlja izboljšanja likvidnosti.

¹⁵ Finančno posredniški položaj = terjatve – dolгови.

7.4.7.3 Analiza kreditne sposobnosti

Tretja metoda obvladovanja likvidnostnega tveganja je analiza kreditne oziroma posojilne sposobnosti (Peterlin, 2003, str. 123). Analizirati je potrebno možnosti, ki jih ima podjetje na trgu pri najemu posojila ali pri odprodaji sredstev in proučiti možnosti za najem posojila ter pogoje, pod katerimi podjetje lahko sklene posojilno razmerje. Ker podjetje Acroni v zadnjih letih beleži dobre poslovne rezultate, se s tem izboljšuje njegova boniteta. To potrjuje dejstvo, da za najemanje novih in obnovo starih kreditov prejema iz leta v leto več ponudb bank.

7.5 Analiza valutnega tveganja

7.5.1 Delež tuje valute

Delež tujih valut med aktivni oziroma pasivi podjetja nudi grobo oceno o velikosti valutne izpostavljenosti.

Tabela 9: Delež tuje valute med aktivni in pasivi podjetja Acroni na dan 31. 12. 2004 in 31. 12. 2005

	31. 12. 2004	31. 12. 2005
Delež tuje valute med aktivni (v %)	64,74	48,94
Delež tuje valute med pasivi (v %)	50,35	43,65

Vir: : Interni podatki o stanju terjatev in obveznosti do tujine in bilanci stanja za leti 2004, 2005; Lastni izračuni.

Iz Tabele 9, kjer so deleži prikazani s pomočjo Priloge 1, je razvidno, da velik del aktive oziroma pasive predstavljajo tuje valute. Delež tuje valute je bil v letu 2005 glede na leto 2004 nekoliko nižji, vendar še vedno v višini, ki zahteva posebno pozornost podjetja pri obvladovanju valutnega tveganja.

7.5.2 Tečajne razlike

Izpostavljenost valutnemu tveganju je mogoče proučiti z gibanjem pozitivnih in negativnih tečajnih razlik v času, iz česar razberemo translacijsko izpostavljenost valutnemu tveganju (Peterlin, 2003, str. 101). To je prikazano v Tabeli 10 na naslednji strani.

Tabela 10: Delež pozitivnih tečajnih razlik v čistih prihodkih od prodaje in delež negativnih tečajnih razlik v poslovnih odhodkih za podjetje Acroni v letih 2004, 2005

	2004	2005
Delež pozitivnih tečajnih razlik v prihodkih od prodaje (v %)	0,32	0,16
Delež negativnih tečajnih razlik v poslovnih odhodkih (v %)	0,35	0,43

Vir: Interna specifikacija finančnega izida in izkaz poslovnega izida za leti 2004, 2005; Lastni izračuni.

Pozitivne in negativne tečajne razlike so v evidencah zabeležene kot prihodki oziroma odhodki od prevrednotenja terjatev in posojil. Delež pozitivnih tečajnih razlik v čistih prihodkih od prodaje je v letu 2004 znašal 0,32%, v letu 2005 pa se je znižal na 0,16%. Znižanje je bilo predvsem posledica znižanja pozitivnih tečajnih razlik (za 40%), zvišali so se pa tudi prihodki od prodaje (za 15%).

Delež negativnih tečajnih razlik v poslovnih odhodkih¹⁶ se je v letu 2005 glede na leto 2004 povečal za 23%. Do porasta je prišlo, ker so se negativne tečajne razlike povečale za več (za 35%), kot je znašalo povečanje poslovnih odhodkov (za 9%). Gledano relativno je bilo v proučevanem obdobju zabeleženih več negativnih kot pozitivnih tečajnih razlik.

7.5.3 Deleži posameznih valut

Izračun deležev posameznih valut v skupni vsoti tujih valut omogoča globlji vpogled v dejansko izpostavljenost valutnemu tveganju.

Tabela 11: Deleži po posameznih valutah glede na skupno vsoto tujih valut za podjetje Acroni v letih 2004, 2005

	30. 6. 2004	31. 12. 2004	30. 6. 2005	31. 12. 2005
GBP (v %)	0,86	0,19	0,42	1,11
EUR (v %)	86,53	95,34	85,71	80,69
USD (v %)	12,60	4,46	13,87	18,20

Vir: Interni podatki o stanju terjatev in obveznosti do tujine za leti 2004, 2005; Lastni izračuni.

Iz Tabele 11 je razvidno, da se največji delež poslovanja s tujimi valutami podjetja Acroni vrši v EUR. Ta valuta predstavlja v proučevanem obdobju od 81% do 95 % prometa s tujimi valutami. Poslovanju v EUR sledi poslovanje v USD in GBP (glej Prilogo 1).

¹⁶ V poslovne odhodke so vključeni stroški blaga, materiala in storitev, stroški dela, odpisi vrednosti in drugi poslovni odhodki. Pod drugimi poslovnimi odhodki razumemo izdatke za varstvo okolja, nadomestila za stavbna zemljišča itd.

7.5.4 Višina odprte pozicije

Transakcijska izpostavljenost nastane, kadar valute, v katerih so izražene obveznosti in terjatve, niso časovno usklajene. V Tabeli 12 je s pomočjo podatkov iz Priloge 1 prikazana višina odprte pozicije¹⁷.

Tabela 12: Višina odprte pozicije podjetja Acroni sredi in konec leta 2004, 2005

	30. 6. 2004	31. 12. 2004	30. 6. 2005	31. 12. 2005
GBP (v 000 SIT)	-423.134	126.932	294.230	620.139
EUR (v 000 SIT)	-10.809.854	10.137.876	24.333.175	8.824.624
USD (v 000 SIT)	4.617.761	-2.101.669	-8.296.285	-6.211.865

Vir: Interni podatki o stanju terjatev in obveznosti do tujine za leti 2004, 2005; Lastni izračuni.

Iz razmerja med terjatvami in obveznostmi, ki so nominirane v GBP in EUR, razberemo, da so terjatve z izjemo 30. 6. 2004 večje od obveznosti. Torej so obveznosti v celoti pokrite s terjatvami. Odprta dolga pozicija v GBP velja tudi za stanje 31. 12. 2004 z razliko, da je pokritost ničelna, saj na ta dan Acroni nima zabeleženih obveznosti v GBP. Presežek terjatev nad obveznostmi ne zmanjša valutnega tveganja, saj so presežne terjatve izpostavljene padcu GBP in EUR. Padec vrednosti omenjenih valut bi zmanjšal vrednost prejetih terjatev v primerjavi s pričakovanimi. Za poslovanje v USD v proučevanem obdobju veljajo nasprotna zakonitosti. Terjatve v USD namreč ne zadoščajo za pokritje obveznosti v USD. Izjema je stanje 30. 6. 2004. Značilnost poslovanja podjetja Acroni v vseh obravnavanih valutah je tudi veliko nesorazmerje med terjatvami in obveznostmi, saj terjatve (obveznosti) močno presegajo obveznosti (terjatve).

7.5.5 Gibanje valut

Analiza valutnega tveganja razkriva, da je v poslovanju podjetja Acroni to tveganje prisotno. Zastavlja se vprašanje, kakšno strategijo obvladovanja tveganja je smiselno oblikovati. Kot odgovor je potrebno proučiti gibanje deviznih tečajev najpomembnejših valut, s katerimi posluje Acroni. Iz Slike 4 na naslednji strani je razvidno, da je vrednost EUR v letu 2005 ostala skoraj na nespremenjeni ravni, gibanje USD pa je bilo v primerjavi z EUR veliko bolj nepredvidljivo. V letu 2005 je bil namreč zaznan trend naraščanja vrednosti USD, pri čemer je začetni rasti sledil padec vrednosti, nato pa ponovno rast. Padci in vzponi so si z različno intenziteto sledili skozi celotno leto. Največjo vrednost je tečaj USD dosegel sredi novembra, ko je bilo za 1 SIT potrebno odšteti 205,561 USD oziroma 16,6% več kot na začetku leta 2005. V času, ko je tečaj USD v primerjavi s SIT naraščal, je beležilo podjetje na strani

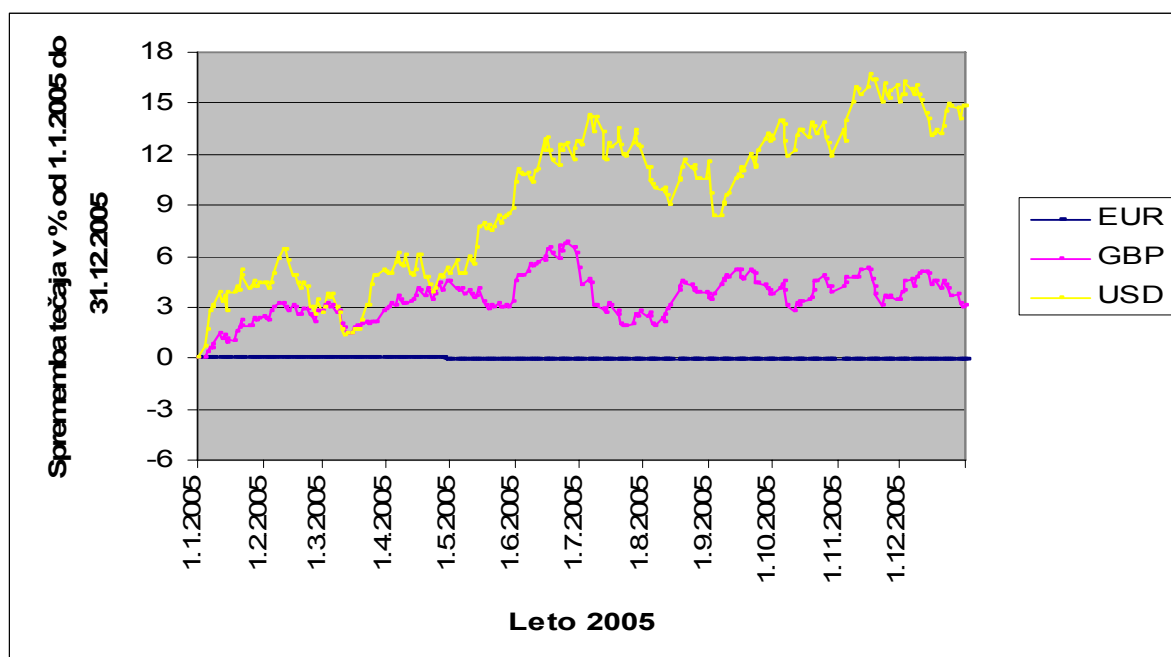
¹⁷ Višina odprte pozicije = terjatve – obveznosti.

terjatev pozitivne tečajne razlike, na strani obveznosti pa negativne tečajne razlike. V primeru padanja vrednosti USD je bila situacija obratna.

Gibanje tečajev EUR in USD v letu 2005 prikazuje, da je poslovanje v EUR z vidika gibanja deviznih tečajev manj tvegano kot poslovanje v USD, torej se je smiselno osredotočiti na obvladovanje tveganja, ki izhaja iz neugodnega gibanja USD. Obvladovanje tveganja zaradi spreminjanja vrednosti EUR ni ključnega pomena tudi zaradi pričakovanih prihodnjih dogodkov, saj je Slovenija vključena v sistem deviznih tečajev ERM 2. S 1. 1. 2007 naj bi sprejela EUR kot plačilno valuto. Kasneje to tveganje ne bo več relevantno.

Tečaj GBP je bil v letu 2005 bolj nestanoviten kot tečaj EUR, ampak manj kot tečaj USD. Skozi celotno leto so se menjavali padci in vzponi s približno enako intenziteto. Proučevanje tveganja zaradi gibanja tečaja GBP v primeru podjetja Acroni ni pomembno predvsem zaradi majhnega deleža GBP v skupni vsoti tujih valut podjetja Acroni. Kot je prikazano v Tabeli 11 na strani 34, je bil 31. 12. 2005 ta odstotek le 1,11%.

Slika 4: Gibanje valut, s katerimi posluje podjetje Acroni v letu 2005



Vir: Arhiv finančnih podatkov Banke Slovenije za leto 2005, 2006; Lastni izračuni.

7.5.6 Načini obvladovanja valutnega tveganja

V tem poglavju je pozornost namenjena predvsem obvladovanju tveganja, ki izhaja iz neugodnega gibanja USD, in sicer zaradi zaključkov analize valutnega tveganja.

7.5.6.1 Obvladovanje tveganja na gotovinskem trgu

Podjetje Acroni lahko obvladuje nepredvideno gibanje USD na gotovinskem trgu. Za prikaz učinkov te metode vzemimo naslednjo situacijo. Podjetje Acroni prejme račun za uvozni posel v višini 200.000 USD z rokom plačila 60 dni. Če se želi zavarovati pred apreciacijo USD, potem mora po gotovinskem tečaju (ang. *spot rate*) kupiti določen znesek USD in ga naložiti kot depozit z zapadlostjo 60 dni (predpostavimo letno obrestno mero za dvomesečna posojila v višini 3%):

$$X \text{ USD} * \left(1 + \frac{0,03}{6}\right) = 200.000 \text{ USD}, \quad X \text{ USD} = \frac{200.000}{1,005} = 199.005 \text{ USD}$$

Podjetje Acroni torej po gotovinskem tečaju kupi 199.005 USD, jih naloži za dobo 60 dni in ob zapadlosti obveznosti v plačilo prejme obrestovan znesek v višini 200.000 USD. S tem poravna obveznost do tujega poslovnega partnerja in se hkrati zavaruje pred dvigom tečaja USD.

7.5.6.2 Notranje metode obvladovanja tveganja

Podjetje Acroni se lahko poslužuje upravljanja sredstev in obveznosti kot ene izmed notranjih metod obvladovanja tveganja. Primeren je predvsem defenzivni oziroma obrambni pristop, s katerim podjetje Acroni svojo izpostavljenost valutnemu tveganju zaradi velikega uvoza v USD omili s terjatvami v USD in vlaganjem denarnih presežkov v finančne naložbe, izražene v USD. Obrambni pristop nevtralizira izpostavljenost valutnemu tveganju z izenačevanjem pritokov in odtokov po posameznih valutah, in sicer ne glede na njihovo trenutno moč in predvideno gibanje vrednosti.

Agresivni pristop, s katerim podjetje povečuje pritoke iz terjatev v valutah, za katere se pričakuje dvig vrednosti in hkrati povečuje odtoke v valutah, za katere se pričakuje zmanjšanje njihove vrednosti, za podjetje Acroni ni primeren. Podjetje Acroni ima več obveznosti kot terjatev izraženih v USD zato, ker se uvoz surovin v večji meri poravnava v USD, večji del prodaje pa se vrši v EUR. Poravnava plačil v USD za uvoz surovin je namreč značilnost trga surovin v jeklarski industriji. Potrebe proizvodnje, kakovost blaga, plačilni roki in ne zgolj valuta, v kateri bo posel sklenjen, so torej razlogi, zakaj terjatve in obveznosti v USD niso v celoti usklajene.

Naslednja notranja metoda obvladovanja tveganja, ki jo lahko uporabi podjetje Acroni, je terminsko usklajevanje plačil. Pri pospeševanju plačil plačuje podjetje obveznosti pred običajnim rokom, pri zavlačevanju plačil pa gre za plačevanje po dogovorjenem roku. Pospeševanje plačil naj podjetje Acroni izkoristi, kadar ima obveznosti izražene v tisti tuji valuti, za katero se pričakuje dvig vrednosti (Prohaska, 1999, str. 193). Podjetje Acroni lahko pospeševanje plačil predlaga tudi svojim kupcem, vendar jim mora v zameno ponuditi nadomestilo. Podjetje pa se mora zavedati, da zavlačevanje plačil pravno gledano pomeni kršitev pogodbe in ima negativen vpliv na odnose s poslovnimi partnerji.

V primeru, da ima podjetje Acroni obveznosti in terjatve nominirane v USD z enako zapadlostjo, uporablja metodo naravnega usklajevanja plačil. Za obvladovanje valutnega tveganja ne uporablja pobota, te metode se poslužuje le v primeru obvladovanja kreditnega tveganja. Pobot je smiseln, če med dvema ali več podjetji obstojajo pogoste transakcije, ki vsakega od podjetij postavljajo v izmenično vlogo dolžnika ali upnika (Winstone, 1995, str. 15).

7.5.6.3 Zunanje metode obvladovanja tveganja

Izmed zunanjih načinov obvladovanja valutnega tveganja lahko podjetje izbere valutno nestandardizirano terminsko pogodbo (ang. *currency forward*). Predstavljajmo si, da podjetje Acroni kupi za 500.000 USD surovin. Rok plačila je 90 dni. Obveznost na podlagi uvoza je podjetje Acroni že prepoznalo v bilanci stanja. Podjetje Acroni pričakuje, da se bo vrednost USD v prihodnosti povečala glede na domačo valuto, zato se bo pred spremembo poštene vrednosti valute varovalo z nakupom 500.000 USD pri domači banki z nestandardizirano terminsko pogodbo. Podjetje bo torej terminsko kupilo 500.000 USD po tečaju 203 SIT/USD. Po 90 dneh bo banka izročila 500.000 USD v zameno za 101,5 milijona SIT.

Podjetje Acroni mora na dan bilance stanja prevrednotiti obveznost do tujine po tečaju, ki velja na dan poročanja. Ta tečaj predstavlja trenutno pošteno vrednost valute. Poleg obveznosti mora prevrednotiti tudi terminsko pogodbo, s katero se je zavezalo kupiti 500.000 USD po vnaprej določenem deviznem tečaju. Prevrednotovalni popravki terminske pogodbe so nasprotni prevrednotovalnim popravkom varovane postavke. Ko podjetje saldo prevrednotenja prišteje začetno pripoznani obveznosti do tujine, doseže, da je stanje obveznosti na ravni načrtovane vrednosti oziroma terminsko zagotovljene cene. Peterlin (2003, str. 129) tudi ugotavlja, da devizni tečaji, dogovorjeni v terminskem poslu, določajo stroškovno ceno blaga in s tem omogočajo dolgoročnejšo obračunavanje izvozno-uvoznih poslov.

Učinkovit način obvladovanja tveganja je valutna zamenjava (ang. *currency swap*). Zamenjava zavezuje pogodbeni stranki, da si izmenjata obveznosti iz posojil, ki so izražene v

različnih valutah. Ob zapadlosti izmenjata tudi glavnici, in sicer po vnaprej dogovorjenem tečaju. Razlog za uporabo valutne zamenjave je preoblikovanje posojila, izraženega v eni valuti, v posojilo, izraženo v drugi valuti (Hull, 2000, str. 127). Valutna zamenjava se od drugih izvedenih finančnih instrumentov razlikuje po tem, da stranki dejansko izmenjata pogodbeni znesek. S tem je tveganje neizpolnitve nasprotne stranke večje kot pri drugih izvedenih instrumentih.

Podjetje Acroni želi preoblikovati posojilo, izraženo v EUR, v posojilo, izraženo v USD. S podjetjem B sklene posel zamenjave za obdobje štirih let. Glavnico v višini 5 milijonov EUR zamenja po gotovinskem tečaju $\text{EUR/USD} = 1,22$. V zameno prejme 6,1 milijonov USD. V času trajanja pogodbe si podjetji izmenjujeta obresti. Nespremenljivi obrestni meri znašata 5% za posojilo v EUR in 4% za posojilo v USD. Podjetje B plača podjetju Acroni vsako leto 0,25 milijona EUR (5% od 5 milijonov EUR), od česar se odšteje 0,24 milijona USD (4% od 6,1 milijonov USD). Če je izračunani znesek pozitiven, plača razliko podjetje B. Omeniti velja, da si pogodbeni stranki izmenjavata obresti po gotovinskih tečajih. Po štirih letih podjetji ponovno izmenjata glavnici, tako da podjetje Acroni dobi 5 milijonov EUR, podjetje B pa 6,1 milijona USD.

7.6 Analiza obrestnega tveganja

7.6.1 Sestava obveznosti

Za ugotovitev izpostavljenosti obrestnemu tveganju moramo pogledati sestavo obveznosti podjetja in izločiti tiste obveznosti, za katere podjetje plačuje obresti. Pri tem je potrebno razlikovati obveznosti, ki so vezane na nespremenljivo obrestno mero in obveznosti, za katere podjetje plačuje spremenljivo obrestno mero. V obdobju 2004–2005 je imelo podjetje Acroni približno 45% obveznosti vezanih na fiksno obrestno mero, 55% obveznosti pa na variabilno obrestno mero, in sicer na euribor (Letno poročilo podjetja Acroni 2005, 2006, str. 40).

Tabela 13: Delež dolgoročnih in kratkoročnih finančnih obveznosti do bank med pasivi podjetja Acroni glede na vrsto obrestne mere na dan 31. 12. 2004 in 31. 12. 2005

	31. 12. 2004	31. 12. 2005
Delež finančn. obvezn., vezan na spremenljivo obr. mero, med pasivi (v %)	18,64	17,85
Delež finančn. obvezn., vezan na nespremenljivo obr. m., med pasivi (v %)	15,25	14,60

Vir: Bilanci stanja za leti 2004, 2005; Lastni izračuni.

Iz Tabele 13 je razvidno, da je bilo na dan 31. 12. 2004 v obveznostih do virov sredstev 18,64% takšnih, za katere je podjetje Acroni plačevalo spremenljivo obrestno mero. Finančne obveznosti, katerih odplačevanje je bilo vezano na fiksno obrestno mero, so 31. 12. 2004 predstavljale 15,25% med pasivi. Konec leta 2005 sta bila deleža nekoliko nižja. Razlog za

zmanjšanje je bil v relativno večjem povečanju obveznosti do virov sredstev (za 8%), kot je znašalo povečanje finančnih obveznosti (za 3%). Kljub zmanjšanju sta deleža še vedno v velikosti, ki zahteva obvladovanje obrestnega tveganja.

7.6.2 Prihodki in odhodki iz obresti

Iz specifikacije finančnega rezultata je mogoče razbrati gibanje odhodkov in prihodkov iz obresti. Upoštevati je potrebno, da del prihodkov in odhodkov izhaja iz spremenljive, del pa iz nespremenljive obrestne mere. Za podjetje Acroni je gibanje odhodkov in prihodkov iz obresti prikazano v Tabelah 14 in 15.

Tabela 14: Delež odhodkov za obresti v poslovnih odhodkih podjetja Acroni glede na vrsto obrestne mere v letih 2004, 2005

	2004	2005
Delež odh. za obresti, vezan na spremenljivo obr. mero, v poslovnih odhodkih (v %)	0,87	0,85
Delež odh. za obresti, vezan na nespremenljivo obr. mero, v poslovnih odhodkih (v %)	0,72	0,69

Vir: Interna specifikacija finančnega izida in izkaz poslovnega izida za leti 2004, 2005; Lastni izračuni.

Tabela 14 temelji na dejstvu, da ima podjetje Acroni približno 45% obveznosti vezanih na fiksno obrestno mero, 55% obveznosti pa na euribor. Delež plačanih obresti v celotnih poslovnih odhodkih¹⁸, ki izhaja iz spremenljive obrestne mere, je v letu 2004 znašal 0,87%, delež odhodkov, vezan na fiksno obrestno mero, pa je bil 0,72. V letu 2005 sta se deleža nekoliko znižala.

Tabela 15: Delež prihodkov od obresti v čistih prihodkih od prodaje podjetja Acroni glede na vrsto obrestne mere v letih 2004, 2005

	2004	2005
Delež prih. od obresti, vezan na spremenljivo obr. mero, v prihodkih od prodaje (v %)	0,12	0,08
Delež prih. od obresti, vezan na nespremenljivo obr. m., v prihodkih od prodaje (v %)	0,1	0,07

Vir: Interna specifikacija finančnega izida in izkaz poslovnega izida za leti 2004, 2005; Lastni izračuni.

Podjetje Acroni je imelo v obdobju 2004–2005 približno 90% danih posojil vezanih na variabilno obrestno mero, 10% pa na fiksno (Interni podatki podjetja Acroni za obdobje 2004–2005). V letu 2005 so prihodki od obresti¹⁹, vezani na spremenljivo obrestno mero,

¹⁸ Med odhodke za obresti so vključene plačane obresti za pridobljene dolgoročne in kratkoročne kredite. V poslovne odhodke so všteti stroški blaga, materiala in storitev; stroški dela, odpisi vrednosti in drugi poslovni odhodki.

¹⁹ V prihodke od obresti so všteti prihodki od obresti, ki jih je podjetje realiziralo na podlagi danih posojil.

predstavljali le 0,08% čistih prihodkov od prodaje; prihodki, vezani na nespremenljivo obrestno mero, pa 0,07%. V letu 2004 sta bila deleža malenkostno višja.

Analiza razkriva, da prihodki in odhodki za obresti predstavljajo zelo majhen del v primerjavi s celotnimi prihodki od prodaje oziroma poslovnimi odhodki. Lahko pa vidimo, da je delež plačanih obresti v poslovnih odhodkih večji, kot znaša delež prejetih obresti v čistih prihodkih od prodaje. To pomeni, da je tveganje spremembe obrestne mere na strani obveznosti večje kot na strani terjatev.

7.6.3 Učinek dviga obrestne mere

V letu 2005 je imelo podjetje Acroni za 13,1 milijard SIT kreditov, katerih odplačevanje je bilo vezano na euribor (Interni pregled višine kreditov podjetja Acroni na dan 31. 12. 2005). Absolutni učinek dviga obrestne mere je velik, saj bi dvig letno za eno odstotno točko pomenil povečanje obveznosti podjetja iz naslova plačevanja obresti kar za 131,4 mio SIT. To je še eden izmed razlogov, ki opozarja podjetje Acroni na potrebo obvladovanja obrestnega tveganja.

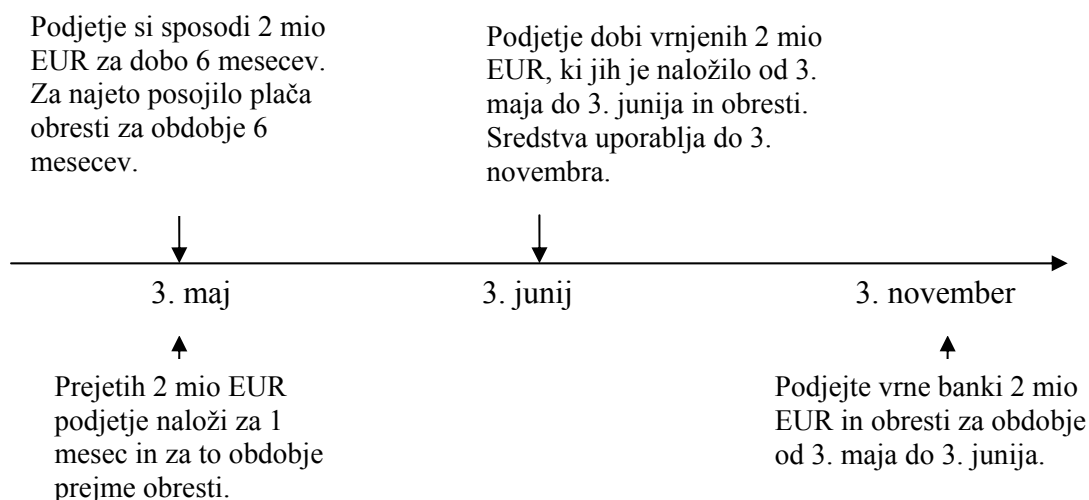
7.6.4 Načini obvladovanja obrestnega tveganja

Obrestno tveganje lahko podjetje obvladuje na gotovinskem trgu, dodaten smiseln ukrep je uporaba izvedenih finančnih instrumentov.

7.6.4.1 Obvladovanje tveganja na gotovinskem trgu

Obrestno tveganje lahko podjetje obvladuje na gotovinskem trgu. Za prikaz učinkov te metode si zamislimo primer, da podjetje Acroni čez mesec dni potrebuje 2 milijona EUR za dobo 5 mesecev in pričakuje dvig obrestne mere. Potrebna finančna sredstva si lahko sposodi že danes po trenutni obrestni meri. Obrestna mera, ki jo plača za obdobje 6 mesecev je nekoliko višja, kot jo bi plačalo za 5 mesecev, vendar razliko med obrestnima merama krije z zaslužkom od obresti, ki jih prejme, ko naloži 2 milijona EUR za en mesec. To prikazuje Slika 5 na strani 42.

Slika 5: Obvladovanje obrestnega tveganja na gotovinskem trgu



Vir: Peterlin (2003, str. 134); Lastna priredba.

Podjetje Acroni si sposodi 2 milijona EUR za 6 mesecev po letni obrestni meri 3%, torej mora po preteku obdobja banki plačati 30.000 EUR obresti. Vzemimo primer, da bi letna obrestna mera čez mesec dni znašala 3,1%. Za najem 5-mesečnega posojila obresti bi morali plačati 25.833 EUR. V tem primeru bi se podjetju Acroni obvladovanje na gotovinskem trgu splačalo, če bi 2 milijona EUR lahko naložili za mesec dni (obdobje 3. maj – 3. junij) po letni obrestni meri vsaj 2,5 %.

7.6.4.2 Uporaba izvedenih finančnih instrumentov

S sklenitvijo obrestne zamenjave (ang. *plain vanilla interest rate swap*) se podjetje Acroni z nasprotno stranko dogovori za zamenjavo denarnih tokov od obresti. Tako podjetje A kot podjetje B sta obveznost na podlagi posojila prepoznala v bilanci stanja pred sklenitvijo posla zamenjave. Na dan bilance stanja morata obveznost in posel zamenjave ponovno vrednotiti po takrat veljavni obrestni meri. Pri tem je sprememba poštene vrednosti instrumenta zamenjave nasprotna spremembi poštene vrednosti obveznosti iz naslova dolga.

Tabela 16: Primer pogojev zadolževanja na kapitalskem trgu

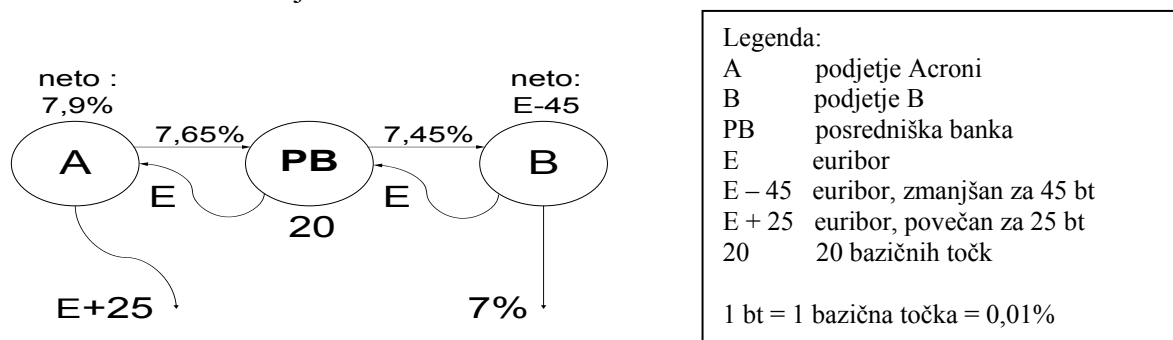
	Fiksna obrest. mera (v %)	Spremen. obr. mera
Podjetje A (Acroni)	8	EURIBOR + 25 bt
Podjetje B	7	EURIBOR – 25 bt

Vir: Veselinovič, 2003; Lastna priredba.

Iz Tabele 16 je razvidno, da ima podjetje B ugodnejše pogoje kot podjetje Acroni v primeru zadolžitve tako po fiksni kot tudi v primeru zadolževanja po variabilni obrestni meri. Kljub

temu je priporočljivo, da se zadolži tam, kjer ima primerjalno prednost. Za podjetje B je ugodnejša zadolžitev po fiksni obrestni meri. Podjetje Acroni pa se zadolži na trgu s spremenljivo obrestno mero. Pogoje zamenjave izvede posredniška banka, ki za svojo storitev zaračuna 20 bazičnih točk od nominalne vrednosti zamenjave. Toliko prihranka želi tudi podjetje B. Podjetje Acroni zamenja variabilno obrestno mero za fiksno, podjetje B pa fiksno za variabilno obrestno mero. Po izvedbi posla zamenjave, ki ga prikazuje Slika 6, sta obe podjetji na boljšem. Podjetje B z zamenjavo prihrani 20 bazičnih točk, neto stroški podjetja Acroni so tudi nižji, saj znašajo 7,9%, kar je manj od obrestne mere 8%, ki jo nudi kapitalski trg.

Slika 6: Obrestna zamenjava



Razlaga: Podjetje B zamenja fiksno obrestno mero v višini 7% za variabilno v višini EURIBOR - 25 bt. Ker želi 20 bt prihranka, znašajo njegovi neto stroški EURIBOR - 45 bt. Če predpostavimo, da je variabilna obrestna mera EURIBOR, potem od posredniške banke prejme obrestno mero v višini 7,45%. To je izračunano na naslednji način:

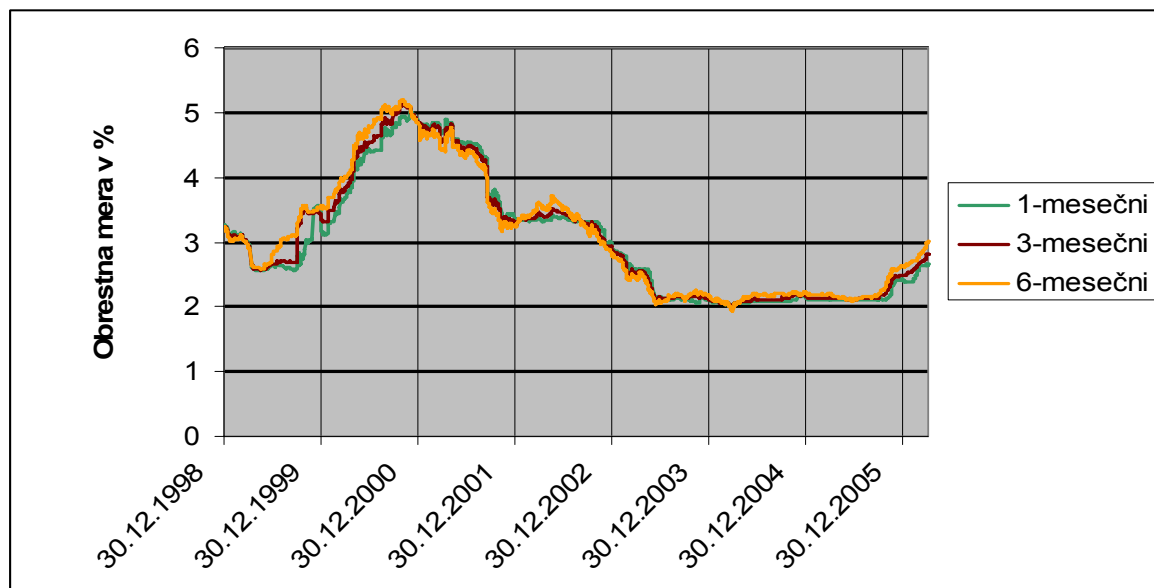
- $(7\%) - E + x = - (E - 45)$. Iz tega sledi, da je $x = 7,45\%$.

Posredniška banka zadrži 20 bt, zato mora od podjetja Acroni prejeti fiksno obrestno mero v višini 7,65%. Neto stroški podjetja Acroni znašajo 7,9%.

Vir: Veselinovič, 2003; Lastna priredba.

Za zaščito pred neugodno spremembo obrestne mere je primerna tudi obrestna nestandardizirana termimska pogodba (ang. *forward rate agreement*). Če podjetje Acroni prouči gibanje obrestne mere euribor v zadnjih letih (glej Sliko 7 na naslednji strani) in na podlagi analize napove postopen dvig obrestne mere v letu 2006, lahko z banko sklene pogodbo, s katero bo določilo obrestno mero za trimesečno posojilo, ki ga bo potrebovalo v septembru 2006. Sklenjena pogodba je zavezujoča tako za banko kot za podjetje Acroni.

Slika 7: Gibanje obrestne mere euribor od 30. 12. 1998 do 30. 12. 2005



Vir: Podatki o višini obrestne mere euribor za obdobje 1998–2005.

Primer glavnih sestavin obrestne nestandardizirane terminske pogodbe za podjetje Acroni:

- pogodbeni znesek: 5 milijonov EUR
- tržna obrestna mera: 3-mesečni euribor
- dogovorjena obrestna mera: 2,77% na letni ravni
- datum zapadlosti: 1. 9. 2006
- pogodbeno obdobje: 3. 5. 2006–1. 9. 2006

Če se bodo napovedi uresničile in se bo obrestna mera dvignila, bo podjetje Acroni za najeto posojilo plačalo na primer 3,25% na letni ravni oziroma 40.625 EUR za tri mesece, torej obrestno mero, ki bo v času najema posojila veljala na denarnem trgu. Od banke pa bo v skladu s sklenjeno pogodbo prejelo znesek v višini razlike med obrestno mero, po kateri je najelo posojilo in tisto obrestno mero, ki je bila določena v pogodbi. Za zgornji primer znaša znesek 6.000 EUR. Uporaba terminske pogodbe je smiselna, če stroški sklenitve pogodbe ne presegajo višine pričakovanega prihranka, to je 6.000 EUR.

Poudariti je potrebno, da podjetje v računovodskih izkazih prevrednoti samo instrument za varovanje, to je terminsko pogodbo, medtem ko je dolg do prepoznanja v računovodskih izkazih zunajbilančna obveznost. Trdna zaveza v obliki sklenjene pogodbe namreč še ni prepoznana v poslovnih knjigah podjetja. Po uresnitvi trdne zaveze se vrednost prepoznanega dolga popravi za znesek, ki je enak spremembi poštene vrednosti instrumenta od datuma začetnega evidentiranja do datuma zapadlosti.

7.7 Analiza tveganja spremembe cen surovin

7.7.1 Struktura nabave strateških surovin

Deleži surovin v celotni nabavi predstavljajo osnovo za proučevanje tveganja spremembe cen surovin. Vrednostna struktura nabave podjetja Acroni je prikazana v Tabeli 17.

Tabela 17: Vrednostna struktura nabave (v %) podjetja Acroni v letih 2004, 2005

	2004–2005
Legiran jekleni odpadek	35–40
Navaden jekleni odpadek	23–25
Nikelj	10–15
Molibden	5–8
Krom	3

Vir: Interni podatki nabavnega oddelka podjetja Acroni.

V prikazani strukturi, kjer niso vključeni energenti, predstavlja več kot tretjinski delež legiran jekleni odpadek, ki se uporablja kot osnovna surovina pri proizvodnji nerjavnih jekel. Sledi mu navaden jekleni odpadek s približno 25%. Nikelj, molibden, krom in ostale surovine so zastopane v manjših deležih. Omeniti je potrebno, da večino surovin podjetje Acroni uvozi. Delež uvoza v nabavi je 70%, od tega je v letu 2004 delež nabave na trgih EU znašal 46%.

7.7.2 Gibanje cen surovin

Na trgu surovin v jeklarski industriji prevladuje nestabilno stanje. Hitra rast povpraševanja, ki narekuje proizvodnjo jekla v svetu, povzroča primanjkljaj na trgu surovin. Povpraševanje narašča predvsem zaradi hitrega razvoja držav v razvoju (Novice 6/2006, str.23). Stopnje rasti na področju nabave velikokrat ne sledijo proizvodnji. Proizvajalci jekla v obdobju pomanjkanja surovin, na primer železove rude in koksa, dvignejo delež jeklenega odpadka v svoji surovinski sestavi, kar povzroči dodatni pritisk na trgu jeklenega odpadka.

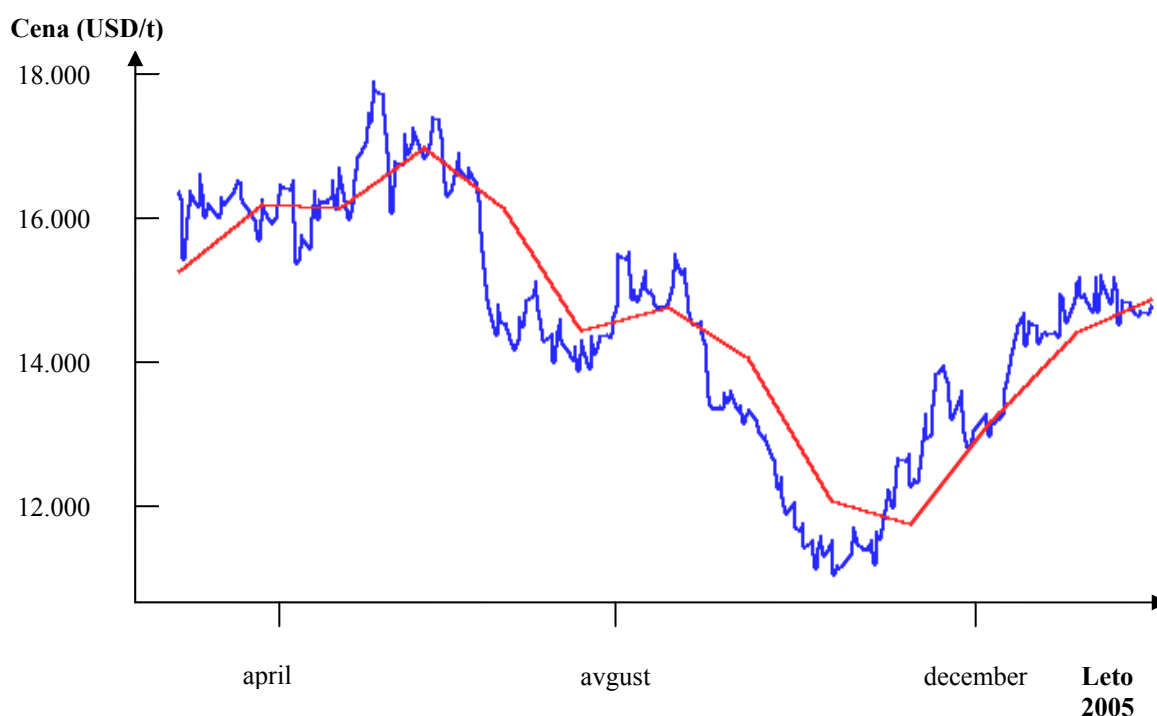
Tveganje spremembe cen surovin je še posebej značilno za tiste surovine, katerih cene se določajo na borzih. V primeru podjetja Acroni je takšna surovina nikelj. Cene niklja se oblikujejo na Londonski borzi barvnih kovin (LME), ki predstavlja mednarodno tržišče barvnih kovin²⁰. Cena niklja se izredno hitro spreminja. V letu 1998 je cena za tono niklja znašala manj kot 4.000 USD. To je bilo povezano z odkritjem novih nahajališč niklja v

²⁰ Na LME se oblikujejo referenčne cene barvnih kovin, ki jih pri svojih odločitvah upoštevajo po vsem svetu. LME zagotavlja zaščito pred tveganjem spremembe cen kovin, saj se na borzi trguje s terminskimi pogodbami in opcijami. Borza omogoča tudi fizično dobavo surovin.

Avstraliji in Kanadi. V kasnejših letih se je povpraševanje po niklju dvignilo predvsem zaradi ekonomske rasti azijskih trgov. Vzponi in padci cen so si z različno intenziteto sledili skozi celotno obdobje.

Iz Slike 8 je razvidno izredno dinamično gibanje cene niklja v letu 2005. V prvi polovici leta je bilo za tono niklja potrebno odšteti skoraj 18.000 USD. Trend naraščanja se je nato ustavil, cena je pričela padati, novembra 2005 je bila vrednost niklja v primerjavi z začetkom leta 2005 nižja približno za 50%, saj je cena padla pod 12.000 USD/tono. Konec leta 2005 je cena ponovno pričela naraščati, ta trend se nadaljuje tudi v prvi polovici leta 2006.

Slika 8: Gibanje cene niklja (v USD/tono) v letu 2005



Legenda:

Dnevna cena v USD na tono niklja —————
 Drseča povprečna cena v USD na tono niklja —————

Vir: Interni podatki nabavnega oddelka podjetja Acroni.

7.7.3 Načini obvladovanja tveganja spremembe cen surovin

Podjetje Acroni pri obvladovanju cen navadnega jeklenega odpadka nima veliko možnosti, saj se cene zaradi velikega povpraševanja oblikujejo izključno na podlagi razpoložljive ponudbe. Ponudba ne pokriva povpraševanja zlasti v zimskih mesecih, ko se zmanjša možnost ladijskega transporta, na primer iz Rusije. Zato se zaloge navadnega jeklenega odpadka kopičijo v skladiščih v ostalih letnih časih.

Na oblikovanje cen ima podjetje Acroni večji vpliv pri legiranem jeklenem odpadku. Nabavne cene se namreč oblikujejo na podlagi objavljenih povprečij, ki so določena iz gibanja cen v preteklosti. Končna cena je v določeni meri odvisna od pogajalske moči podjetja, saj dobavitelji objavljenim povprečjem pripišejo dodatek. V času, ko je pritisk povpraševanja na ponudbo majhen, je možnosti za znižanje dodatka večje. S pogajanji se določi tudi, kako dolgo obdobje gibanja cen v preteklosti se upošteva za izračun povprečja.

Pred tveganjem spremembe cene niklja se lahko podjetje Acroni zavaruje z uporabo izvedenih finančnih instrumentov, in sicer z blagovno standardizirano terminsko pogodbo (ang. *commodity futures contract*). Zaradi standardiziranih elementov pogodbe (predmet pogodbe, pogodbeni meseci, zapadlost itd.) se stranki dogovorita le o ceni niklja. Ta odraža tržna pričakovanja v zvezi s ceno na točno določen dan v prihodnosti. Recimo, da podjetje Acroni potrebuje nikelj v septembru in pričakuje, da bo do takrat cena naraščala. Z dolgo pozicijo si zagotovi, da bo plačalo v pogodbi dogovorjeno ceno ne glede na dejansko gibanje cene.

Za obvladovanje tveganja s terminskimi pogodbami je značilno, da v večini primerov ne pride do dejanske dobave blaga, saj je ob dospelosti unovčenih le en odstotek poslov (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 207). Podjetje Acroni, ki se varuje pred dvigom cene niklja z dolgo pozicijo v terminski pogodbi lahko zavzame na trgu nekaj dni pred zapadlostjo nasprotno, torej kratko pozicijo, ki izniči njegovo obveznost iz naslova prvotne pogodbe. Podjetje namreč lahko zapre svojo pozicijo kadar koli želi, saj stranki nista neposredno odgovorni druga drugi. Torej se podjetje Acroni lahko odloči za zaprtje odprte pozicije s prodajo pogodbe na primer po 15.800 USD/tono. Če je bila v nakupni pogodbi dogovorjena cena 15.200 USD, bo njegov neto dobiček znašal 600 USD/tono²¹.

Značilnosti računovodskega evidentiranja blagovne terminske pogodbe izhajajo iz dejstva, da podjetje s sklenjeno pogodbo varuje načrtovano obveznost pred spremembo cene surovine. Nakup surovine je napovedan, vendar še ni evidentiran v poslovnih knjigah. Predmet prevrednotenja v računovodskih izkazih je zato le terminska pogodba. Načrtovani posel spremlja podjetje zunajbilančno in stalno preverja, ali varovano razmerje še izpolnjuje pogoje za vrednotenje terminske pogodbe v računovodskih izkazih kot instrumenta za varovanje. Mednarodni računovodski standardi namreč določajo, da mora biti načrtovani nakup surovin uresničljiv z veliko verjetnostjo, bistveno se ne sme spremeniti niti višina načrtovanega posla.

Podjetje Acroni se lahko pred dvigom cene niklja varuje tudi z blagovno zamenjavo (ang. *commodity swap*). V primeru blagovne zamenjave gre za zamenjavo denarnega toka in ne za fizično izmenjavanje surovin (Peterlin, 2003, str. 150). Zamenjava denarnih tokov je vezana na blago in temelji na dogovorjenem blagovnem indeksu.

²¹ Pri izračunu neto dobička niso upoštevani transakcijski stroški, provizije, prispevki borzi in vladnim službam.

Računovodsko evidentiranje poteka na enak način kot v primeru terminske pogodbe, saj načrtovani nakup niklja še ni uresničen. Stranki za osnovo uporabita London Metal Exchange Indexs, ki je sestavljen iz šestih kovin, ki kotirajo na LME. Zamenjava zapade čez leto dni. Dobavitelj proda podjetju Acroni dogovorjeno količino niklja z dobavo čez leto dni, po ceni dogovorjenega indeksa na dan sklenitve zamenjave. Istočasno se dogovorita, da bo podjetje Acroni prodalo dobavitelju enako količino niklja z istim datumom dobave. Dobavitelj bo plačal nikelj po gotovinski ceni, ki bo veljala na datum zapadlosti zamenjave. Če bo cena niklja narasla, bo moral dobavitelj plačati za nikelj več, kot bo prejel od podjetja Acroni. V primeru padca cene bo neto razliko plačalo podjetje Acroni. Ob zapadlosti pogodbe bo torej prišlo do realizacije le enega plačila.

8 SKLEP

Podjetja spoznavajo, da obvladovanje tveganja ni zgolj aktivnost, ki prinaša nepotrebne stroške kot sta menila Modigliani in Miller leta 1958, ampak predvsem način povečevanja vrednosti podjetja. Obvladovanje tveganja, kamor sodi tudi finančno, je prepoznavanje nevarnosti, ki prežijo na poslovno uspešnost in iskanje načinov za odpravo posledic neljubih situacij. V razmišljanje o obvladovanju finančnega tveganja podjetja prisili zakonska zavezanost spremljanja tveganja, visoka volatilitnost ekonomskih spremenljivk ter procesi globalizacije, deregulacije in liberalizacije. Ko se podjetje odloči za obvladovanje tveganja, zazna vrsto pozitivnih sprememb, kot je zmanjšanje davčnih obveznosti, zmanjšanje verjetnosti nastanka finančne stiske, učinkovitejše nagrajevanje zaposlenih in lažje doseganje poslovnih načrtov.

V zadnjih letih proučujejo finančno tveganje tudi v podjetju Acroni d. o. o., podjetju za proizvodnjo jekla in jeklenih izdelkov. Ena izmed vrst finančnega tveganja, ki ji posvečajo pozornost, je likvidnostno tveganje. V proučevanem obdobju je bilo zaznati počasnejše spreminjanje manj likvidnih naložb v bolj likvidne, saj so bile zaloge in terjatve do kupcev v letu 2005 glede na predhodno leto vezane v podjetju dalj časa. Tudi vrednosti koeficientov plačilne sposobnosti so bile pod priporočenimi. Podjetje lahko svoj likvidnostni položaj uravnava z različnimi metodami, in sicer z analizo denarnega toka naložbene možnosti, analizo sprememb sredstev in dolgov ter z analizo kreditne sposobnosti.

Vir valutnega tveganja podjetja Acroni je vpetost v mednarodno poslovno okolje, in sicer predvsem preko nabave strateških surovin in prodaje izdelkov. Največjo izpostavljenost valutnemu tveganju je zaznati pri poslovanju v USD, saj je gibanje vrednosti te valute bolj nestanovitno v primerjavi z gibanjem EUR. V primeru podjetja Acroni je USD tudi druga najpomembnejša valuta v poslovanju, obenem pa terjatve v USD ne zadoščajo za pokritje vseh obveznosti v USD. Najprimernejši načini obvladovanja valutne izpostavljenosti so terminsko usklajevanje plačil, upravljanje sredstev in obveznosti kot notranji načini obvladovanja tveganja, obvladovanje na gotovinskem trgu in uporaba zunanjih načinov,

kamor sodijo valutne nestandardizirane terminske pogodbe, valutne zamenjave in valutne opcije.

V podjetju Acroni je potrebno uravnavati tudi izpostavljenost obrestnemu tveganju, saj je bilo v obveznostih do virov sredstev v letih 2004 in 2005 kar tretjina takšnih, za katere je podjetje Acroni plačevalo obresti. Ker je odplačevanje več kot polovice finančnih obveznosti vezano na spremenljivo obrestno mero euribor, se kot primeren način obvladovanja obrestnega tveganja izkaže uporaba obrestne zamenjave in obrestne nestandardizirane terminske pogodbe.

Hitra rast povpraševanja po izdelkih jeklarske industrije je razlog, da ponudba surovin občasno zaostaja za povpraševanjem. Posledice se odražajo v hitrem spreminjanju cen. Podjetje Acroni je najbolj izpostavljeno tveganju spremembe cen jeklenega odpadka, ki v strukturi surovin zavzema največji delež. Tveganje je prisotno tudi pri nabavi niklja, katerega cene se oblikujejo na borzi. Uporaba blagovnih standardiziranih terminskih pogodb omogoča podjetju uspešno zavarovanje pred neugodnim spreminjanjem cen. Za zmanjšanje izpostavljenosti je učinkovita tudi blagovna zamenjava.

Dinamično spreminjanje višin obrestnih mer, vrednosti valut, cen surovin in poslovanje v mednarodnem okolju je nekaj razlogov, ki pojasnjujejo, zakaj se podjetja osredotočajo na obvladovanje tveganja. Zaključki analiziranja cenovnih tveganj opozarjajo na smiselnost tovrstnih aktivnosti tudi v podjetju Acroni. Kljub temu zgolj zavedanje o koristnosti obvladovanja finančnega tveganja še ni zagotovilo za dejansko povečevanje vrednosti podjetja. Najprej se je potrebno zavedati, da je uspešnost obvladovanja finančnega tveganja mogoče doseči zgolj z medsebojnim sodelovanjem zaposlenih v vseh oddelkih podjetja. Takšen pristop je podlaga za učinkovito zaznavanje in proučevanje tveganja na vseh ravneh organizacije ter v končni fazi osnova za pravilnost sprejemanja ukrepov za zmanjševanje negativnih posledic prisotnosti tveganja. Od zaposlenih v podjetju Acroni je torej odvisno, kakšno strategijo obvladovanja finančnega tveganja bodo zavzeli. Odlašanje s konkretnimi odločitvami pa dolgoročno zagotovo pomeni poslabšanje konkurenčnega položaja podjetja.

LITERATURA

1. Bartram Sohnke M.: Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation. Maastricht : Maastricht University, 2001. 82 str.
2. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana : GV Založba, 2005. 280 str.
3. Berk Aleš: Obvladovanje tveganja je povezano z uspešnostjo podjetij. Revizor, Ljubljana, 2005, 10, str. 55–75.
4. Berk Aleš: Mednarodna primerjava uporabe izvedenih finančnih instrumentov v nefinančnih podjetjih. Revizor, Ljubljana, 2005a, 11-12, str. 67–93.
5. Berk Aleš: The use of derivatives in Slovenian non - financial firms: is financial risk well managed?. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 36 str.
6. Black Andrew, Wright Philip, Davies J: In Search of Shareholder Value - Managing the Drivers of Performance. 2. izdaja. London : Pitman, 2001. 366 str.
7. Bošnjak Marko: Gradivo za vaje in seminar za predmeta upravljanje in ravnanje podjetja in temelji managementa. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 99 str.
8. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. 8. izdaja. B.k. : South-Western Thomson Learning Inc., 2004. 1038 str.
9. Campbell Tim, Kracaw William A.: Financial Risk Management: Fixed Income and Foreign Exchange. New York : HarperCollins College Publ., 1993. 350 str.
10. Copeland Thomas E.: What Do Practitioners Want?. Journal of Applied Finance, Tampa, 12 (2002), 1, str. 5–12.
11. Cuthbertson Keith, Nitzsche Dirk: Financial Engineering: Derivatives and Risk Management. Chichester : J. Wiley, cop., 2001. 776 str.
12. Dixon R., Bhandari R.K.: Derivatives, risk and regulation: chaos or confidence?. International Journal of Bank Marketing, Bradford, 15 (1997), 3, str. 91–98.
13. Doherty Neil A.: Integrated Risk Management: techniques and strategies for managing corporate risk. New York : McGraw-Hill, 2000. 646 str.
14. Eiteman David K., Stonehill Arthur I., Moffett Michael H.: Multinational business finance. 9. izdaja. Boston : Addison-Wesley, 2000. 694 str.
15. Fatemi Ali, Luft Carl: Corporate Risk Management: Costs and Benefits. Global Finance Journal, Amsterdam, 13 (2002), 1, str. 29–38.
16. Froot Kenneth A., Scharfstein David S., Stein Jeremy C.: Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. Journal of Finance, New York, 48 (1993), 5, str. 1629–1658.
17. Grinblatt Mark, Titman Sheridan: Financial Markets and Corporate Strategy. Singapore : McGraw-Hill Book Companies, 1998. 823 str.
18. Hull John C.: Options, Futures and other Derivations. 4. izdaja. London : Prentice -Hall International, Inc., 2000. 698 str.
19. Jalilvand Abolhassan, Switzer Jeannette, Tang Caroline: A global perspective on the use of derivatives for corporate risk management decisions. Managerial Finance, Bradford, 26 (2000), 3, str. 29–38.

20. Kahneman Daniel, Tversky Amos: Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, Evanston, 47 (1979), 2, str. 263–291.
21. Meulbroek Lisa K.: Integrated Risk Management for the Firm: A Senior Manager's Guide. [URL: <http://www.hbs.edu/research/facpubs/workingpapers/papers2/>], 2002.
22. Modigliani Franco, Miller Merton H.: The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic review*, Nashville, 48 (1958), 3, str. 261–297.
23. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002. 682 str.
24. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
25. Myers C.S.: »The Determinants of Corporate Borrowing.« *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 5 (1979), 2, str. 147–175.
26. Peterlin Jožko: Finančna tveganja. *Revizor*, Ljubljana, 1999, 10, str. 58–79.
27. Peterlin Jožko: Uporaba rokovnih pogodb v slovenski praksi. *Revizor*, Ljubljana, 2002, 10, str. 76–109.
28. Peterlin Jožko: Finančna tveganja in vrednost podjetja. Koper : Fakulteta za management, 2003. 275 str.
29. Pike Richard, Neale Bill: Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies. 2. izdaja. New York : Prentice-Hall. 1996. 706 str.
30. Prakash Shimpi A.: Integrating Corporate Risk Management. New York : Texere, cop. 2001. 276 str.
31. Prohaska Zdenko : Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
32. Pučko Danijel: Analiza poslovanja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 289 str.
33. Rogers Daniel A.: Does Executive Portfolio Structure Affect Risk Management? CEO Risk-taking Incentives and Corporate Derivatives Usage. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, 26 (2002), 2-3, str. 271–295.
34. Smith C. Clifford, Stulz M. Rene: The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 20 (1985), 4, str. 391–405.
35. Smithson C. W., Smith C. W., Wilford D. S.: Managing Financial Risk: A Guide to Derivative Products, Financial Engineering and Value Maximization. New York : Irwin Professional Publishing, 1995. 538 str.
36. Tufano Peter: Agency Cost of Corporate Risk Management. *Financial Management*, Tampa, 27 (1998), 1, str. 67–77.
37. Veselinovič Draško: Mednarodne (poslovne) finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003.
38. Winstone David: Financial derivatives: hedging with futures, forwards, options and swaps. London : Chapman & Hall, 1995. 303 str.

VIRI

1. Acroni d. o. o.: spletna stran podjetja [URL: <http://www.acroni.si/si/>], 20. 4. 2006.
2. Arhiv finančnih podatkov Banke Slovenije za leto 2005.
[URL: <http://www.bsi.si/financni-podatki-r.asp?MapaId=141>], 25. 3. 2006.
3. Bilanca stanja podjetja Acroni na dan 31. 12. 2003.
4. Bilanca stanja podjetja Acroni na dan 31. 12. 2004.
5. Bilanca stanja podjetja Acroni na dan 31. 12. 2005.
6. Interna specifikacija finančnega izida podjetja Acroni za leto 2004.
7. Interna specifikacija finančnega izida podjetja Acroni za leto 2005.
8. Interni podatki nabavnega oddelka podjetja Acroni za leto 2005.
9. Interni podatki podjetja Acroni o stanju terjatev in obveznosti do tujine za leto 2004.
10. Interni podatki podjetja Acroni o stanju terjatev in obveznosti do tujine za leto 2005.
11. Interni podatki podjetja Acroni o višini obrestnih mer za leto 2005.
12. Interni pregled višine kreditov podjetja Acroni na dan 31. 12. 2005.
13. Izkaz poslovnega izida podjetja Acroni za leto 2004.
14. Izkaz poslovnega izida podjetja Acroni za leto 2005.
15. Letno poročilo podjetja Acroni za leto 2004, 2005. 66 str.
16. Letno poročilo podjetja Acroni za leto 2005, 2006. 68 str.
17. Mednarodni računovodski standardi (Uradni list Evropske Unije, L363/5).
18. Novice: interni informacijski časopis podjetja Acroni. Jesenice: Acroni, januar 2006. 40 str.
19. Novice: interni informacijski časopis podjetja Acroni. Jesenice: Acroni, april 2006. 40. str.
20. Novice: interni informacijski časopis podjetja Acroni. Jesenice: Acroni, junij 2006. 40. str.
21. Podatki o višini obrestne mere euribor.
[URL: http://www.euribor.org/html/content/euribor_data.html], 11. 4. 2006.
22. Zakon o gospodarskih družbah /ZGD-1/ (Uradni list RS, 42/2006).

PRILOGE

Priloga 1: Poročilo za Banko Slovenije o stanju terjatev in obveznosti do tujine po valutah na štiri časovne preseke (podatki so v 000 SIT)

31. 12. 2005	Obveznosti	Terjatve	Bruto izpostavljenost	Neto izpostavljenost
GBP	4.280	624.419	628.699	620.139
USD	8.259.172	2.047.307	10.306.479	-6.211.865
EUR	18.437.263	27.261.887	45.699.150	8.824.624
Skupna vsota	26.700.715	29.933.613	56.634.328	3.232.898

30. 06. 2005	Obveznosti	Terjatve	Bruto izpostavljenost	Neto izpostavljenost
EUR	18.480.803	42.813.978	61.294.781	24.333.175
GBP	4.020	298.250	302.270	294.230
USD	9.107.531	811.246	9.918.777	-8.296.285
Skupna vsota	27.592.354	43.923.474	71.515.828	16.331.120

31. 12. 2004	Obveznosti	Terjatve	Bruto izpostavljenost	Neto izpostavljenost
EUR	26.068.107	36.205.983	62.274.090	10.137.876
GBP		126.932	126.932	126.932
USD	2.508.278	406.609	2.914.887	-2.101.669
Skupna vsota	28.576.386	36.739.523	65.315.909	8.163.139

30. 06. 2004	Obveznosti	Terjatve	Bruto izpostavljenost	Neto izpostavljenost
CHF		1.995	1.995	1.995
EUR	16.792.386	27.602.240	44.394.626	-10.809.854
GBP	10.175	433.309	443.484	-423.134
HRK	684		684	-684
USD	5.540.888	923.127	6.464.015	4.617.761
Skupna vsota	22.344.133	28.960.671	51.304.804	-6.616.538

Vir: Interni podatki podjetja Acroni o stanju terjatev in obveznosti do tujine za leti 2004, 2005; Lastni izračuni.

Slovar tujih izrazov

asset - liabilities management	upravljanje sredstev in obveznosti
call option	nakupna opcija
cash flow hedge	varovanje denarnega toka pred spremembo
commodity futures contract	blagovna standardizirana terminska pogodba
commodity swap	posel obrestne zamenjave
cost, price, value of the option	strošek, premija, cena, vrednost opcije
currency forward	valutna nestandardizirana terminska pogodba
currency risk	valutno tveganje
currency swap	valutna zamenjava
exercise, strike price	izvršilna cena
expiration	čas do zapadlosti
fair value hedge	varovanje poštene vrednosti pred spremembo
financial derivatives	izvedeni finančni instrumenti
financial distress	finančna stiska
forward contract	nestandardizirana terminska pogodba
forward rate agreement	obrestna nestandardizirana terminska pogodba
futures contract	standardizirana terminska pogodba
hedging	uporaba izvedenih finančnih instrumentov z namenom zavarovanja
in the money	izvršitev <i>in - the - money</i> opcije se izplača
interest rate risk	obrestno tveganje

leading and lagging	terminsko usklajevanje plačil
netting	naravno zavarovanje plačil
out of the money	izvršitev <i>out - of - the - money</i> opcije se ne izplača
pecking order hypothesis	hipoteza izbire finančnih virov za širjenje poslovanja, ki jo je osnoval Myers (1984)
pet projects	priljubljeni projekti
plain vanilla interest rate swap	navadna obrestna zamenjava
prospect theory	teorija izgledov/obetov
put option	prodajna opcija
risk management	proces obvladovanja tveganja
spot rate	gotovinski tečaj
swap	posel zamenjave
tax credits	davčne olajšave
to go long	terminski nakup osnovnega instrumenta
to go short	terminska prodaja osnovnega instrumenta
trading	uporaba izvedenih finančnih instrumentov z namenom trgovanja
underinvestment problem	nezadosten obseg naložb
underlying asset	osnovni instrument