

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**POMEN OBVLADOVANJA TVEGANJA V
NEFINANČNIH PODJETJIH**

Ljubljana, januar 2008

TINA URŠIČ

IZJAVA

Študentka Tina Uršič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aleša Skoka Berka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 24.01.2008

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. OPREDELITEV TVEGANJA	3
3. VRSTE TVEGANJ V NEFINANČNIH PODJETJIH.....	4
3.1. STRATEŠKO TVEGANJE	5
3.1.1. Oblike strateškega tveganja.....	6
3.1.1.1 Tveganje obvladovanja podjetja.....	6
3.1.1.2. Tveganje sodelovanja oziroma uspešnosti interesnih skupin	6
3.1.1.3. Tveganje strateških povezav, lastniških povezav in prevzemov	7
3.1.1.4. Tveganje človeškega dejavnika in znanja	7
3.1.1.5. Tveganje uvajanja izdelka na trg.....	7
3.1.1.6. Tveganje spremembe in zastaranja tehnologije.....	7
3.1.1.7. Tveganje informacijske tehnologije in informacijske varnosti	7
3.1.1.8. Tveganje odškodninskih tožb	8
3.1.1.9. Tveganje nezadovoljivega varnostnega nadzora	8
3.2. PROJEKTNO TVEGANJE	8
3.2.1. Tveganje novih naložb	9
3.2.1.1. Samostojno tveganje nove naložbe	9
3.2.1.2. Tržno tveganje nove naložbe.....	10
3.2.1.3. Tveganje nove naložbe znotraj podjetja	10
3.2.2. Tveganje pri vodenju projektov.....	11
3.2.3. Proces obvladovanja projektnega tveganja	11
3.3. TVEGANJE DELOVANJA	14
3.3.1. Opredelitev tveganja delovanja.....	14
3.3.2. Razvrstitev tveganj delovanja	15
3.3.2.1. Tveganje zaposlenih	15
3.3.2.2. Tveganje razmerij.....	16
3.3.2.3 Tveganje poslovnih procesov in tehnologije.....	17
3.3.2.4. Zunanje tveganje	17
3.3.3. Obvladovanje tveganja delovanja.....	17
3.4. FINANČNO TVEGANJE.....	18
3.4.1. Valutno tveganje.....	20
3.4.2. Obrestno tveganje.....	21
3.4.3. Tveganje spremembe cen blaga	22
3.4.4. Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke.....	23
3.4.5. Izvedeni finančni instrumenti in obvladovanje finančnega tveganja	23
3.5. TRŽNO TVEGANJE	26
4. TEMELJNI TEORIJI OBVLADOVANJA TVEGANJA V NEFINANČNIH PODJETJIH.....	28

4.1. TEORIJA MAKSIMIZACIJE PREMOŽENJA LASTNIKOV	28
4.1.1. Davki.....	29
4.1.2. Stroški finančne stiske.....	30
4.1.3. Problem zmanjšane obsega investicij	31
4.2. TEORIJA STROŠKOV AGENTOV	32
4.2.1. Nagrajevanje managerjev in zaščita pred tveganji	33
4.3. SUBSTITUTI ZA ZAŠČITO IZPOSTAVLJENOSTI PRED TVEGANJI.....	33
5. POMEN OBVLADOVANJA TVEGANJA V NEFINANČNIH PODJETJIH	34
5.1. ZAVEZANOST PODJETIJ K OBVLADOVANJU TVEGANJA	36
5.2. PRISTOPI K OBVLADOVANJU TVEGANJA V SLOVENSKIH PODJETJIH	38
6. SKLEP	41
LITERATURA	43
VIRI	45

1. UVOD

Pojem tveganje je zelo kompleksen in subtilen in nihče od nas si ne more privoščiti, da bi tveganje ignoriral, saj je sestavni del našega življenja. Bolj kot se trudimo in gledamo, več stvarim, ki bi nam lahko potencialno preveč škodovala, se lahko izognemo ali jih odstranimo. Naj smo politiki, poslovni vodje, investitorji ali le posamezniki, lahko s kontrolo tveganja veliko storimo. Tveganje je rezultat negotovosti, s katero se srečujemo v prihodnosti, zato nam je preteklost neke vrste vodič za prihodnost (Dembo, Freeman, 1998, str. 241).

Slovenska podjetja se, v primerjavi s podjetji v tujini, še premalo zavedajo pomena obvladovanja tveganja, čeprav je v zadnjih letih že opazen napredek v tej smeri. Premalo se tudi zavedajo dejstva, da podjetje brez obvladovanja tveganja lahko dosega visoko produktivnost, ki pa ne pomeni hkratnega povečanja dodane vrednosti, kar je bistvo obvladovanja tveganja. Vedno več je tudi dejavnikov, ki narekujejo izboljšave na področju obvladovanja tveganja. Med pomembnejšimi so vse bolj globalno poslovanje, razmeroma velika nestanovitnost na trgih, visoki zneski finančnih afer in oškodovanja lastnikov in upnikov, mednarodno lastniško povezovanje, in podobno.

Namen diplomskega dela je predstaviti vlogo in pomen, ki ga ima obvladovanje tveganja v nefinančnih podjetjih. Obenem je cilj diplomskega dela tudi pokazati, kakšen je pomen celovitega pristopa k upoštevanju tveganja v posameznem podjetju.

Poslovneži so v preteklem desetletju z velikim zanimanjem začeli spremljati področje obvladovanja tveganja, saj so se začeli zavedati možnosti nastanka škode velikega obsega, ki pa se načeloma pripetijo dokaj redko, zato so se gospodarske družbe v tem začetnem obdobju naslonile na zavarovalnice, ki so jim priskrbele zavarovalne police za različne tvegane dogodke.

Sledilo je drugo obdobje, predvsem v osemdesetih letih preteklega stoletja, ko so se družbe začele posluževati novih tržnih finančnih instrumentov, s katerimi je bilo mogoče zavarovati izpostavljenost posameznim tržno se spreminjajočim kategorijam, kot so obrestne mere, valute in surovine oziroma blago.

V zadnjem času pa se je obvladovanje tveganja zelo razvilo in ne pomeni le zaščite pred izpostavljenostjo finančnemu tveganju. Obvladovanje tveganja je postalo celovito in prepleteno s samo strategijo gospodarskih družb. Gre za holistično obvladovanje strateškega tveganja, tveganja delovanja, projektnega in finančnega tveganja, ki se na koncu odražajo v tržnem tveganju.

V prvem delu diplomskega dela je navedena opredelitev tveganja in obvladovanja tveganja. Obvladovanje tveganja je eden pomembnejših elementov poslovne strategije podjetja. Poleg tega je vsako podjetje izpostavljeno najrazličnejšim vrstam tveganj, vendar imajo podjetja zaradi svoje dinamičnosti, kljub temu veliko priložnosti.

V drugem delu so sistematično predstavljene vrste tveganj, s katerimi se podjetje sooča. Najprej je opisano strateško tveganje, ki se odraža v spremembah, ki izvirajo iz spreminjajočega okolja, političnih razmer, tehnologije, strateških odnosov z dobavitelji in kupci ter javnostmi. Sledi projektno tveganje, ki je obravnavano iz dveh vsebinsko ločenih zornih kotov. To sta tveganje novih naložb in tveganje pri vodenju projektov. Tretje tveganje je tveganje delovanja, ki je povezano s tekočim poslovanjem in poslovnimi procesi družbe ali njenim načinom poslovanja, zaradi česar medenj uvrščamo tudi napake zaposlenih, zlorabe, prekinitve poslovnih procesov in podobno. Sledi finančno tveganje, pri katerem se osredotočim le na valutno tveganje, obrestno tveganje, tveganje spremembe cen blaga in tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke. Zelo na kratko je predstavljena tudi uporaba izvedenih finančnih instrumentov kot način varovanja pred finančnimi tveganji. Zaključim s tržnim tveganjem, ki zajema oziroma se odraža v vseh tveganjih, ki jim je podjetje izpostavljeno.

V tretjem delu sta predstavljeni dve temeljni teoriji obvladovanja tveganja. Prva je teorija maksimizacije premoženja lastnikov, ki v ospredje postavlja koristi obvladovanja tveganja. Druga teorija pa je teorija stroškov agentov. Obravnava različne interese med managerji in lastniki podjetij. V okviru te teorije je predstavljeno tudi nagrajevanje managerjev v povezavi z zaščito pred tveganji.

V četrtem, zadnjem delu diplomskega dela, sklenem, da se podjetja pomembnosti obvladovanja tveganja vedno bolj zavedajo, zaradi česar postaja le-to vpeto v celotno organizacijsko strukturo podjetja in integrirano v poslovni proces na več nivojih. Da lahko posamezno podjetje to uresniči, je potrebna sprememba miselnosti in kulture podjetja ter prevzemanje sodobnih, odprtih načinov vodenja. Poleg tega pa podjetja k celovitejšemu pristopu obvladovanja tveganja in s tem k podrobnejšemu razkrivanju načinov in postopkov obvladovanja tveganja vedno bolj zavezuje zakonodaja. Prav zakonodaja je tista, ki omogoča, da postaja obvladovanje tveganja obravnavano na bolj strokoven, poenoten in konsistenten način. V sodobnih gospodarskih družbah se tudi zavedajo, da je njihova uspešnost odvisna od komuniciranja z notranjimi in zunanjimi javnostmi, zato vsem interesnim skupinam v letnih poročilih sporočajo o svojem preteklem poslovanju, trenutnem položaju in prihodnjem delovanju, kamor je po novem uvrščeno tudi področje obvladovanja tveganja.

2. OPREDELITEV TVEGANJA

V poslovno-finančni literaturi najdemo veliko opredelitev pojma tveganje. Ena izmed njih tveganje definira kot stanje, ko obstaja verjetnost za različne odklone želenih poslovnih dogodkov od pričakovanih (Vaughan, 1997, str. 8), ki nastajajo zaradi nepopolnih informacij in negotovih dogodkov v prihodnosti (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 27). Tveganje lahko opišemo tudi kot nevarnost, možnost negativne posledice ali izgube, izpostavljenost neugodnostim in podobno (Vaughan, 1997, str. 8). Ta opredelitev zajema le negativni pogled na tveganje, čeprav ima vsako tveganje tudi določene pozitivne lastnosti. V ekonomski teoriji je znano dejstvo, da večja stopnja tveganja omogoča tudi večji donos. Že stari rek pravi, da večje kot je tveganje, večja je nagrada (Clarke, Varma, 1999, str. 414). Tveganje pa poleg možnosti za večjo nagrado prinaša tudi možnost večje izgube, povezane s sprejetjem določene odločitve. Stopnja tveganja je sprejemljiva, če potencialni dobički presegajo potencialne izgube. Vsak, kdor odloča, mora torej izbrati čimbolj ustrezno razmerje med tveganjem in donosom.

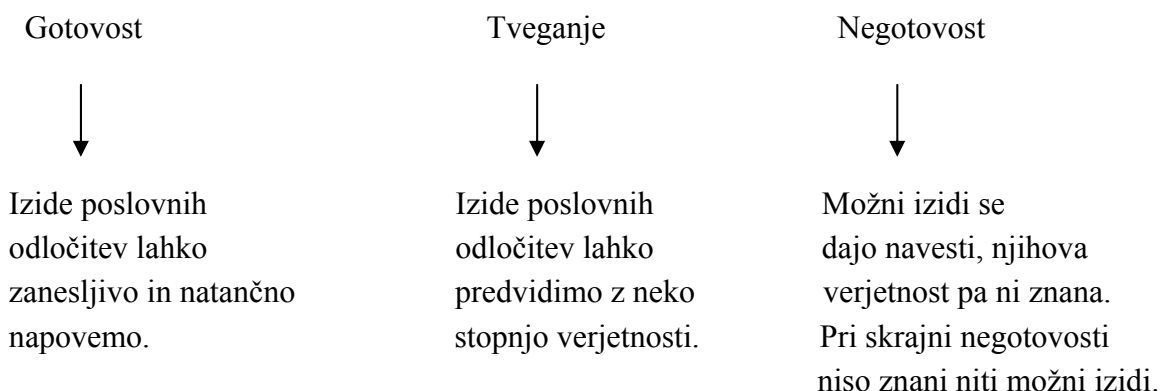
Obvladovanje tveganja (*ang. risk management*) je eden pomembnejših elementov poslovne strategije podjetja (Guay, Kothari, 2003, str. 423) in zanj predstavlja prednosti, ki se kažejo v zmanjševanju potrebnega časa za gašenje požarov in reševanje iz neprijetnih situacij. To posledično pomeni manjšo izgubo vrednosti, podjetje je odpornejše proti spremembam v okolju, ima jasen vir konkurenčnih prednosti in strategijo za njihovo doseganje, izboljššan dostop do kapitala, je privlačnejše za vlagatelje, upnike, dobavitelje in kupce (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 17).

Avtorji prispevkov, ki se nanašajo na obvladovanje tveganja, tveganja različno razvrščajo. Ena izmed najsplošnejših in med bolj uporabljenimi klasifikacijami tveganja, je razdelitev tveganja glede na mogoče izide in njihove učinke, ko ločimo (Vaughan, 1997, str. 13-14; Young, Tippins, 2000, str. 7-8):

- čista tveganja (*ang. pure risk*), kamor sodijo tveganja, pri katerih obstaja možnost za nastanek izgube, ni pa možnosti za nastanek koristi, in
- špekulativna tveganja (*ang. speculative risk*), med katera spadajo tveganja, pri katerih obstaja možnost, da bo nastala izguba ali korist.

Kljub hitremu razvoju spoznanj in terminologije na področju obvladovanja tveganja, ljudje še vedno pogosto vsebinsko enačijo pojma negotovost in tveganje, med katerima obstaja bistvena razlika. O negotovosti govorimo takrat, ko ne vemo, kakšen bo izid posameznega dogodka, pri tveganju pa izide dogodka poznamo, a ne vemo, ali bo do njih prišlo ali ne (Romih, 2005, str. 122), zato lahko stopnjo tveganja določimo z verjetnostjo dogodka. Podjetje v poslovnem svetu tvega, da se mu poslovna ideja v celoti ali delno ne bo uresničila. Bolj kot tveganja pozna in predvidi, večje so njegove možnosti, da bo poslovna odločitev v skladu s pričakovanji (Peterlin, 2005, str. 18).

Slika 1: Razmerje med gotovostjo, tveganjem in negotovostjo



Vir: Peterlin, 2005, str. 19.

Danes se podjetja spoprijemajo s tveganji, ki so številčnejša, kot so bila pred desetletji. Razvoj mednarodne trgovine je z večanjem obsega podjetja izpostavil novim tveganjem. Potrošniško naravnano gospodarstvo ni dovolilo krčenja trgovanja zaradi izpostavljenosti tveganjem, zato so se razvili instrumenti, s katerimi se lahko varujemo pred različnimi tveganji ali pa jih prevalimo na druge (Peterlin, 2005, str. 20).

Podjetje ima pri obvladovanju posameznih tveganj težave, saj ljudje tveganja različno zaznavamo. Na zaznavanje nevarnosti poleg znanja najbolj vplivajo naša čustva, zato se posledično na tveganja različno odzivamo in jih odpravljamo na različne načine. Če tveganja, ki se je pojavilo, ne zaznamo, ne moremo ukrepati, zato je učenje zaznavanja izhodišče obvladovanja tveganja. Kako se bo posamezno podjetje obnašalo, je odvisno od odnosa odgovornih oseb do sprejemanja tveganja (Peterlin, 2005, str. 20).

3. VRSTE TVEGANJ V NEFINANČNIH PODJETJIH

Vsako podjetje je na svoj način izpostavljeno najrazličnejšim tveganjem, in sicer gre lahko za potencialno zmanjšanje povpraševanja po proizvodih zaradi spremembe v okusih potrošnikov, politično in valutno tveganje, možnost neuspešno izvedenih projektov v raziskavah in razvoju in podobno (Wang, Barney, Rener, 2003, str. 16). Po drugi strani pa je potrebno poudariti, da imajo podjetja zaradi svoje dinamičnosti, kljub temu da so izpostavljena najrazličnejšim vrstam tveganj, veliko priložnosti, zato ni naključje, da gredo tveganje in priložnosti z roko v roki (Shimpi, 2001, str. 16).

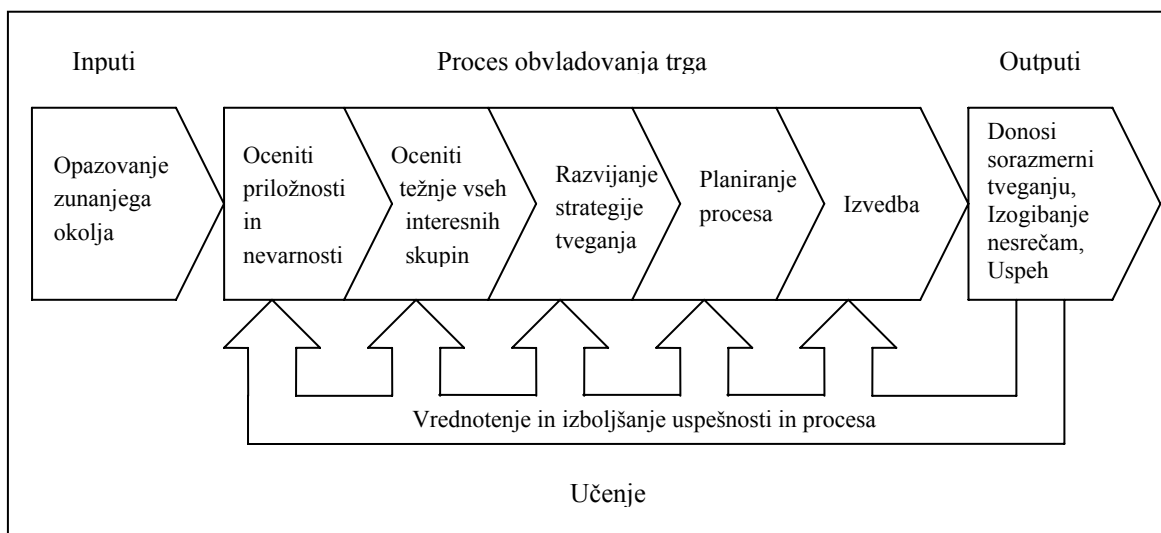
3.1. STRATEŠKO TVEGANJE

Podjetja se vsakodnevno srečujejo z novimi spremembami in poslujejo v dinamičnem okolju, kjer se ni mogoče opirati na neka trajna pravila obnašanja, na stare preizkušene politike, na enostavne ekstrapolacije dosedanjih trendov, in podobno. Že danes se morajo prilagajati okolju, ki bo nastalo jutri, kar postaja ključno vprašanje preživetja in uspešnega poslovanja podjetja (Pučko, 2003, str. 17). Podjetja so na vse te spremembe prisiljena hitro odgovarjati. Obenem pa se morajo zavedati, da hiter, nepremišljen korak v napačno smer lahko podjetje drago stane (Clarke, Varma, 1999, str. 424).

Zaradi globalizacije in zgoraj navedenega se v podjetjih v zadnjih nekaj letih pojavlja potreba po celovitem obvladovanju tveganja. Opazimo, da se je odnos podjetij do tveganja vidno spreminjal, iz t.i. kulture izogibanja tveganju (*ang. avoid risk culture*) v kulturo, ko se "misli" na tveganje (*ang. think risk culture*) (Clarke, Varma, 1999, str. 418).

Managerji morajo stalno ugotavljati in ocenjevati ali so aktivnosti glede poslovanja podjetja v skladu z začrtanimi strateškimi cilji in na kakšen način in koliko obvladovanje tveganja vpliva na odločitve, povezane z rastjo in razvojem podjetja. Obvladovanje tveganja je torej strateško-poslovni proces (*ang. strategic business process*), kar nam prikazuje tudi Slika 2 (Clarke, Varma, 1999, str. 415).

Slika 2: Strateško – poslovni proces obvladovanja tveganja



Vir: Clarke, Varma, 1999, str. 416.

Podjetja morajo skrbeti za prepoznavanje, analiziranje in ustrezno odzivanje na tveganje, kar je neločljivo povezano s strateškim načrtovanjem vodstva vsakega podjetja. Gre za proces dolgoročnega usmerjanja poslovnih aktivnosti podjetja, ki vključujejo oblikovanje

ter izvajanje načrtov in spremljajočih aktivnosti, ki so odločilnega pomena, da podjetje ne propade in se lahko razvija na dolgi rok (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 110-111).

3.1.1. Oblike strateškega tveganja

Vse oblike strateškega tveganja je zelo težko v celoti zajeti, zato so v nadaljevanju naštetja in le v bistvenem opisana tista tveganja, ki so pomembna za lastnike in druge interesne skupine podjetja. Po tem ključu tveganje opisujejo tudi Berk, Peterlin, Ribarič (2005, str. 115-128).

3.1.1.1 Tveganje obvladovanja podjetja

V svetu prevladujeta dva sistema vladanja podjetjem. Prvi je enotirni sistem, značilen za anglosaški svet, kjer imamo upravni odbor, ki ga sestavljajo notranji in zunanji člani. Prvi imajo izvršilno vlogo, drugi nadzorno. Za dvotirni sistem pa je značilno, da sta uprava, ki jo sestavljajo zaposleni podjetja in nadzorni svet z zunanjimi člani, ločena. Že samo ime nadzorni svet pove, da nadzoruje delo uprave, zastopa pa tako interese lastnikov kot zaposlenih.

Tveganje obvladovanja podjetja, kateremu se je težko izogniti, se pokaže, kadar gre za navzkrižne lastniške povezave in nadzore. To je takrat, kadar člani uprave prvega podjetja sestavljajo nadzorni svet drugega podjetja in obratno¹, kar predstavlja nevarnost dogovarjanja in prikrivanja dejanskega stanja in poslovnih aktivnosti.

3.1.1.2. Tveganje sodelovanja oziroma uspešnosti interesnih skupin

Sem sodita predvsem tveganje kupcev in tveganje dobaviteljev. Pri tveganju kupcev je pomembno kreditno tveganje, saj je podjetje v nevarnosti, da določeni kupci ne poravnajo svojih obveznosti ali jih poravnajo z zamikom, zato mora imeti podjetje dobro zasnovano kreditno politiko. Poleg tega mora podjetje dobro upravljati z blagovnimi znamkami ter ugledom podjetja nasploh.

Če ima podjetje le nekaj večjih dobaviteljev, se v primeru finančnih težav katerega izmed njih tveganje kaže kot morebitne tehnične in logistične ovire, kar lahko vodi do izgube tržnega deleža podjetja. Tveganje predstavlja tudi možnost, da dobavitelji zmanjšujejo kakovost svojih proizvodov ali proizvodnih materialov, in podobno.

Poleg teh dveh tveganj je podjetje izpostavljeno tudi tveganju zaposlenih, tveganju, povezanem z upniki, državo in njenimi upravnimi organi.

¹ Lahko gre tudi za več takih ponovitev.

3.1.1.3. Tveganje strateških povezav, lastniških povezav in prevzemov

V zadnjih nekaj letih, kot posledica globalizacije, nastajajo strateške povezave (*ang. strategic alliances*), ko se podjetja medsebojno povezujejo zaradi proste izmenjave virov, proste trgovine, skupnih raziskav, saj na ta način lažje dosežajo zastavljene cilje. V strateških povezavah se pojavljata dve vrsti tveganj: tveganje odnosa (*ang. relational risk*) in tveganje izvedbe (*ang. performance risk*). Tveganje odnosa pomeni nevarnost, da podjetji ne bosta dosegli zastavljenih ciljev zaradi nezadostnega in neprimernega sodelovanja, tveganje izvedbe pa nevarnost, da zastavljeni cilji ne bodo doseženi kljub medsebojnemu sodelovanju (Das, Teng, 1998, str, 25).

Tveganje prevzemov in lastniških povezav nastaja zaradi precenjevanja prednosti, ki jih prinaša morebitni prevzem ali povezava ter neupoštevanja oziroma nepredvidevanja drugačne organizacijske klime povezanih ali prevzetih podjetij.

3.1.1.4. Tveganje človeškega dejavnika in znanja

To tveganje pomeni nevarnost, da se podjetje premalo zaveda pomena človeškega kapitala, ki je lahko ena od večjih konkurenčnih prednosti podjetja, da podjetje premalo daje na dodatno izobraževanje in izpopolnjevanje zaposlenih in premalo naredi za zmanjšanje fluktuacije zaposlenih. Tveganje pomenijo tudi prevare in goljufije, ki so povezane z delovanjem zaposlenih, kar pa uvrščamo med tveganje delovanja.

3.1.1.5. Tveganje uvajanja izdelka na trg

Da podjetje obvladuje to tveganje, pomeni, da izdelka dobro oceno poslovnega okolja in izdelka SWOT analizo posameznega proizvoda, tj. analizo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti z upoštevanjem vseh razvojnih faz posameznega izdelka in celotnega izdelčnega spleta ter vseh dejavnikov tveganja.

3.1.1.6. Tveganje spremembe in zastaranja tehnologije

To tveganje je v poslovnem okolju zelo veliko, saj se tehnologija stalno izboljšuje in povečuje nabor tehnoloških možnosti. Najboljši način zavarovanja pred nevarnostjo izgube konkurenčnih prednosti zaradi tehnološkega zaostajanja predstavlja uporaba koncepta realnih opcij.

3.1.1.7. Tveganje informacijske tehnologije in informacijske varnosti

Informacijska tehnologija je eden najvitalnejših delov poslovanja posameznega podjetja in pomeni prvi pogoj za njegov obstoj. Kot posledica terorističnih napadov predstavlja za

podjetje vedno večjo nevarnost tveganje vdora v informacijske sisteme z namenom onemogočiti poslovanje podjetja. V podjetju za obvladovanje in zaščito pred nevarnostjo t.i. kibernetičnega terorizma veliko pripomore uporaba takih sistemov, ki imajo stabilen dostop oziroma dostop s čim krajšimi obdobji informacijskega mrka.

3.1.1.8. Tveganje odškodninskih tožb

Odškodninske tožbe, ki imajo za podjetje lahko katastrofalne posledice, nastajajo zaradi kršenja patentnega varstva, pravic intelektualne lastnine, dejanj zaposlenih in kršenja zakonodaje. Pred tem tveganjem se podjetje ne more popolnoma zaščititi, saj se zakonodaja, regulativa, poslovna klima in nagnjenost podjetja k varovanju pravic nenehno spreminjajo. Za podjetje je potemtakem pametno imeti oblikovane posebne rezervacije za primer odškodninskih tožb, saj se tako zmanjša šok na denarni tok, ki ga povzroči plačilo odškodnine.

3.1.1.9. Tveganje nezadovoljivega varnostnega nadzora

Poslovni svet se je tveganja, povezanega z varnostnim nadzorom, začel ponovno zavedati po 11. septembru 2001 z napadom na poslovni stavbi v New Yorku. Morebitni teroristični napad za podjetje pomeni nepopravljivo škodo, vendar obvladovanje tega tveganja ni naloga podjetij. Pred njimi se je prav tako nemogoče zavarovati, podjetja pa lahko naredijo le to, da ob vsem ravnajo z veliko mero razuma.

Poleg opisanih tveganj pa ne gre zanemariti niti tveganja poslovanja, ki je pogojeno s strukturo stroškov, niti tveganja prezadolženosti, tveganja nezadovoljive kakovosti ter političnega, davčnega in zakonodajnega tveganja.

3.2. PROJEKTNO TVEGANJE

Obvladovanje projektnega tveganja (*ang. project risk management*) nam omogoča doseganje projektnih ciljev hitreje, ceneje in bolj kakovostno, saj s tem dosežemo, da so zamude pri projektih manjše, da so manjši projektni stroški in je kakovost končnih učinkov projekta ustrežnejša. Doseganje projektnih ciljev na ta način posredno vpliva na povečanje uspešnosti poslovanja celotnega podjetja. Obvladovanje projektnega tveganja pomeni po eni strani zmanjšanje možnosti uresničitve potencialnega projektnega tveganja, po drugi strani pa zmanjšanje končnih posledic uresničenega tveganja (Šušteršič, 2003, str. 2). Zaradi tega je uravnoteženje tveganja in pričakovanj eden najpomembnejših izzivov managerjev pri obvladovanju projektnega tveganja (Chapman, Ward, 1997, str. 1).

Projekt pomeni časovno omejeno enkratno dejavnost, ki je sestavljena iz med seboj prepletenih aktivnosti, in ima svoj cilj ter namen. Ločimo lahko med velikimi in majhnimi projekti, razlike pa obstajajo tudi med projekti iz različnih gospodarskih in negospodarskih dejavnosti (Šušteršič, 2003, str. 3).

Projektno tvegaje obravnavamo iz dveh vsebinsko ločenih zornih kotov. Najprej obravnavamo tveganje novih naložb, nato pa še tveganje pri vodenju projektov (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 132).

3.2.1. Tveganje novih naložb

V podjetju se managerji pogosto odločajo o novih naložbah. Te odločitve pa so ene izmed zahtevnejših poslovnih odločitev, s katerimi se managerji srečujejo. Ti pri svojem odločanju uporabljajo najrazličnejše kriterije, kot so neto sedanja vrednost (*ang. net present value*), doba povračila (*ang. payback period*), notranja stopnja donosa (*ang. internal rate of return*), popravljena notranja stopnja donosa (*ang. modified internal rate of return*) in indeks donosnosti (*ang. profitability index*). Navedene kriterije uporabljajo za presojanje, ali so naložbe potencialno dovolj donosne za izvedbo, torej ali bodo zagotovile zahtevane stopnje donosa vsem skupinam vlagateljev ali ne (Berk et al., 2002, str. 96-103; Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 132).

Podlaga za vrednotenje novih naložb so dodatni denarni tokovi, ki jih te naložbe ustvarijo. Denarni tokovi pa so lahko več ali manj tvegani, saj so posledica različnih dejavnikov, ki vplivajo nanje (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 133).

Pri novih naložbah ločimo tri vrste tveganja, ki jih je potrebno meriti, in sicer samostojno tveganje nove naložbe (*ang. stand alone risk*), tveganje nove naložbe znotraj podjetja (*ang. corporate, within-firm risk*) in tržno tveganje nove naložbe (*ang. market, beta risk*) (Brigham, Daves, 2004, str. 317).

3.2.1.1. Samostojno tveganje nove naložbe

Samostojno tveganje nove naložbe pomeni, da na naložbo gledamo ločeno od ostalih naložb v podjetju in je v primerjavi z ostalima dvema tveganjema najlažje razumljivo. Pri samostojnem tveganju nove naložbe nas zanima variabilnost pričakovanih denarnih tokov naložbe, od katerih so odvisni pričakovani donosi naložbe.

Slabost ocenjevanja samostojnega tveganja nove naložbe se kaže v nepravilnem upoštevanju medsebojnih učinkov več naložb znotraj podjetja, njegovi prednosti pa sta preprosto ocenjevanje in visoka koreliranost oziroma povezanost vseh treh vrst tveganja (Berk et al., 2002, str. 137; Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 133).

Samostojno tveganje nove naložbe ocenjujemo z verjetnostnimi porazdelitvami, na katerih temeljijo pričakovane vrednosti denarnih tokov in s standardnim odklonom. Merimo pa ga na tri načine, in sicer z analizo občutljivosti (*ang. sensitivity analysis*), analizo scenarijev (*ang. scenario analysis*) in simulacijo Monte Carlo (*ang. Monte Carlo simulation*) (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 134).

3.2.1.2. Tržno tveganje nove naložbe

Za ocenjevanje tržnega tveganja nove naložbe uporabljamo koeficient beta (β), s katerim merimo prispevek proučevane naložbe k tveganju premoženja za vlagatelja, katerega premoženje je dobro razpršeno. Tveganje vlagateljevega celotnega premoženja tako izračunamo s tehtanim povprečjem koeficientov beta vseh novih naložb, ki so vključene v njegovo premoženje, kar ponazorimo z enačbo:

$$\beta = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i,$$

kjer w_i pomeni delež tržne vrednosti naložbe v celotni vrednosti podjetja.

Ker za naložbe velja, da se z njimi ne trguje, se posledično pojavljajo težave pri merjenju tržnega tveganja naložbe, ki se kažejo v tem, da je za naložbe težko izračunavati tržne koeficiente beta (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 139-140). Da pa tržno tveganje lahko vseeno merimo, sta nam v pomoč dve poenostavljeni metodi. To sta metoda primerljivih podjetij (*ang. pure play method*) in metoda računovodske bete (*ang. accounting beta method*) (Brigham, Daves, 2004, str. 316).

3.2.1.3. Tveganje nove naložbe znotraj podjetja

To tveganje je odvisno od tveganosti same naložbe in medsebojne povezanosti denarnih tokov nove naložbe z denarnimi tokovi ostalih naložb v podjetju. Tveganje nove naložbe znotraj podjetja je pomembno za tiste vlagatelje, ki svojega premoženja na kapitalnem trgu nimajo razpršenega. To so lahko družinski lastniki, družbeniki družb z omejeno odgovornostjo, in podobno. Tega tveganja pa ne sme zanemariti vodstvo podjetja, saj lahko ob morebitnih težavah finančne stiske in podobnem začnejo podjetje zapuščati zaposleni, kupci, prav tako se lahko posledično zmanjša pripadnost podjetju s strani različnih interesnih skupin (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 141).

3.2.2. Tveganje pri vodenju projektov

Tako kot pri tveganju nasploh, je tudi projektno tveganje sestavljeno iz dveh delov:

- iz verjetnosti, da se bo tveganje uresničilo in
- iz negativnih posledic morebitne uresničitve tveganja.

Odnos med tveganjem in njegovima sestavnima elementoma lahko zapišemo tudi s pomočjo naslednje funkcije (Kerzner, 2001, str. 905):

Projektno tveganje = f (verjetnost uresničenega tveganja, posledice uresničenega tveganja)

Tveganje pri projektu se torej poveča, če se povečajo ali verjetnost uresničitve tega tveganja ali pa posledice te uresničitve. Vrednotenje projektnega tveganja ni lahka naloga, saj tako verjetnosti kot morebitnih posledic ne moremo neposredno izmeriti in jih je potrebno oceniti s pomočjo statističnih in drugih postopkov (Kerzner, 2001, str. 905).

Tveganje pri projektih predstavlja vsak dogodek, ki preprečuje ali omejuje doseganje projektne cilje. Cilji projekta pa so vedno povezani z določenimi stroški, roki in kakovostjo učinka projekta, zato predstavlja tveganje v projektu nevarnost, da bo prišlo do negativnih posledic, ki so višji stroški, podaljšani roki ali neustrezna kakovost učinkov projekta v primerjavi s planom (Šušteršič, 2003, str. 34).

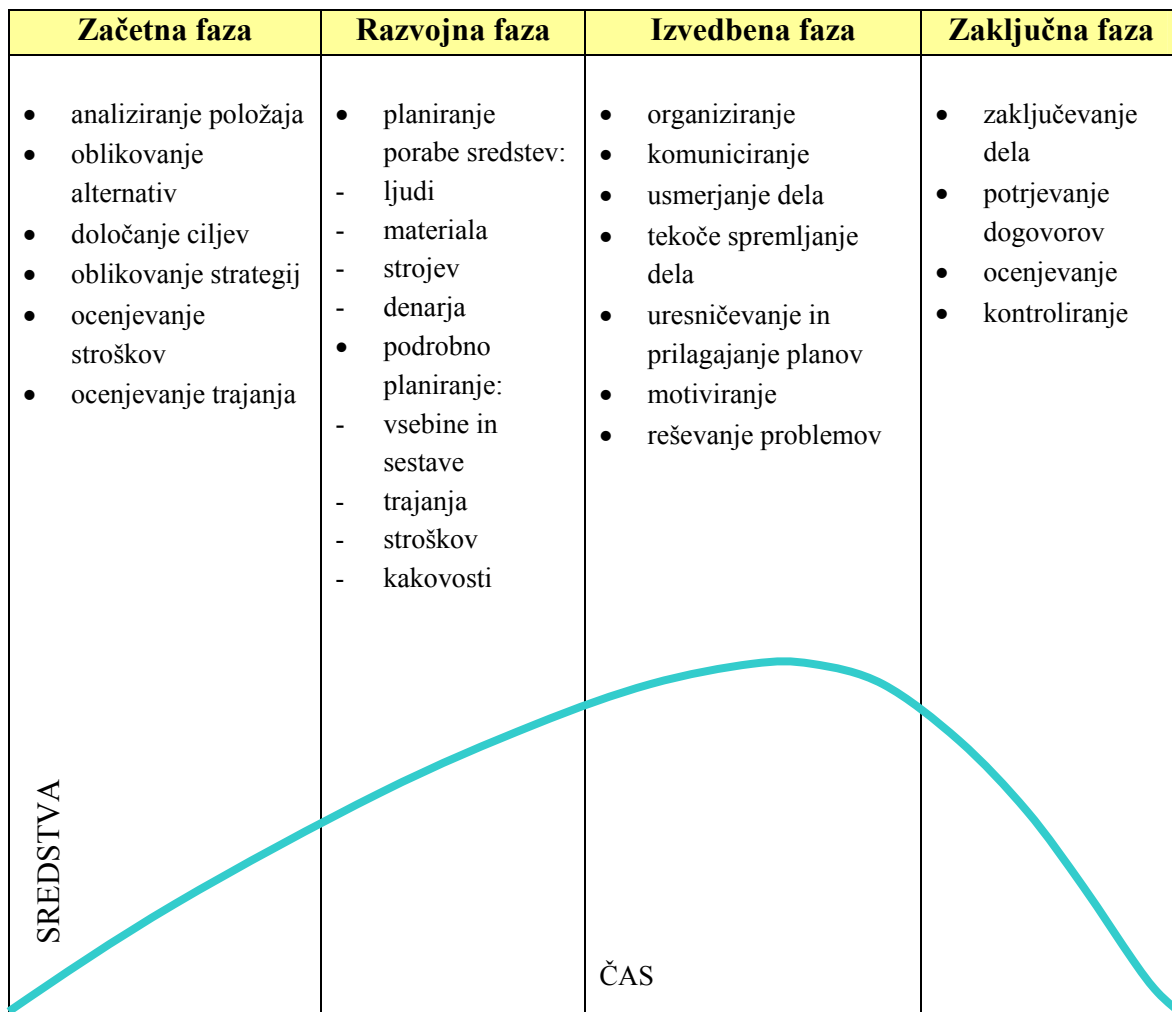
3.2.3. Proces obvladovanja projektnega tveganja

Vsako obvladovanje tveganja zahteva celovit pristop, kar pomeni, da se moramo vseh aktivnosti v podjetju lotiti na začetku oziroma pri njihovem temelju. Chapman in Ward navajata, da bi morali managerji na začetku vsakega sprejemanja projekta odgovoriti na določena vprašanja, ki se nanašajo na udeležence v procesu projekta, določiti, kateri so razlogi oziroma motivi ter tudi cilji za sprejetje določenega projekta, kako bo projekt izveden, kakšna so potrebna sredstva in do kdaj mora biti projekt zaključen. Za uspešno obvladovanje projektnega tveganja mora vodstvo stalno ohranjati razmerja do t.i. šestih gospodov: Kdo, Kje, Kaj, Kdaj, Zakaj in Kako, da bo sposobno in pripravljeno, tudi na podlagi preteklih izkušenj, pripraviti popravljalne ukrepe, primerne za čimprejšnjo razrešitev nastalih težav (Chapman, Ward, 1997, str. 4-10).

V nadaljnjem procesu obvladovanja projektnega tveganja se morajo projektne managerji osredotočiti na posamezne faze življenjskega cikla projekta. Različni avtorji posamezne faze različno poimenujejo, prav tako ločijo različno število faz. V splošnem lahko povzamem, da ima vsak projekt štiri faze življenjskega cikla.

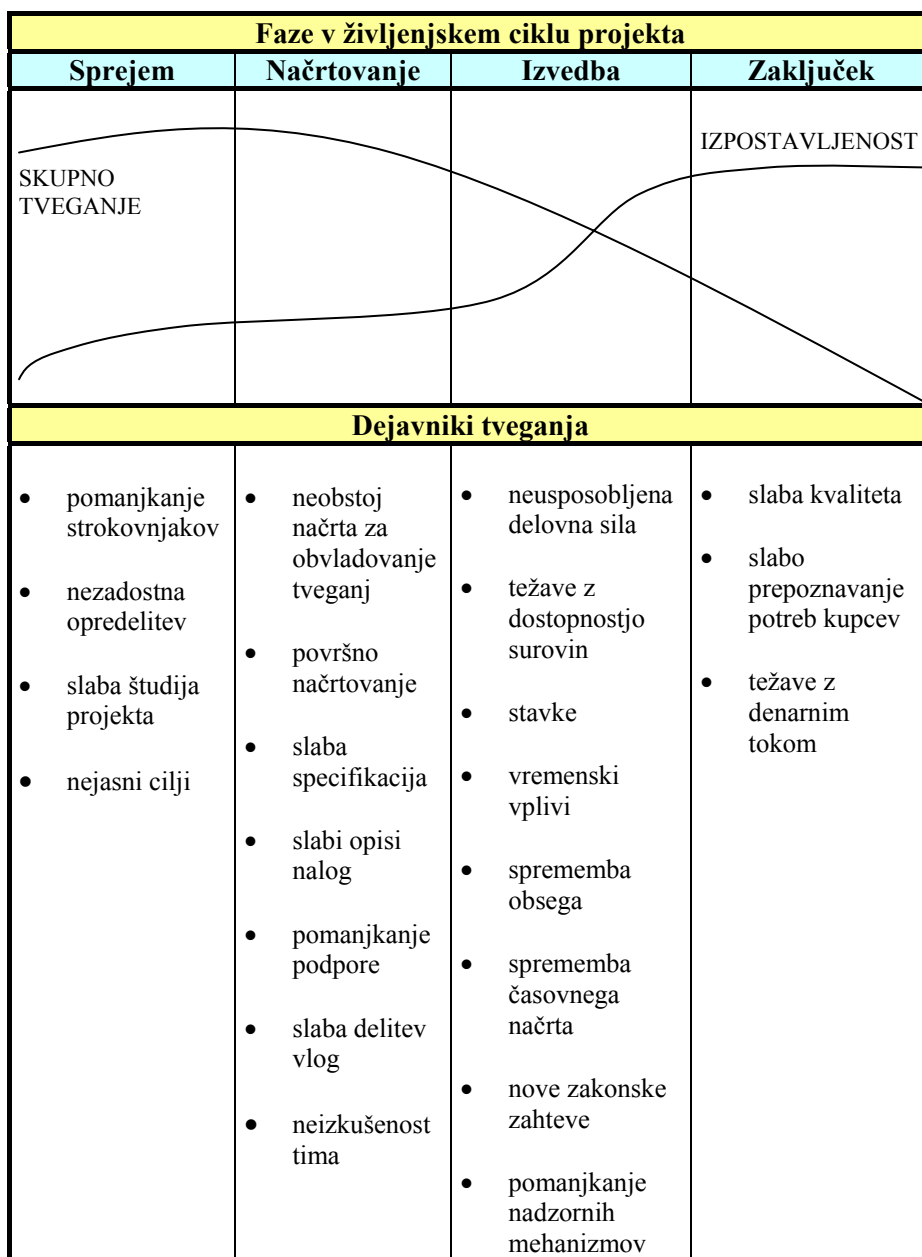
Prvo fazo imenujemo začetna faza, kjer gre za sprejem projekta, druga faza je razvojna faza, kjer je ključno načrtovanje. Teta dvema sledita še izvedba (izvedbena faza) in zaključek (zaključna faza) (Šušteršič, 2003, str. 11-12; Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 157). Za lažjo predstavo to ponazarjata Slika 3 in Slika 4 na strani 13.

Slika 3: Aktivnosti v različnih fazah življenjskega cikla projekta



Vir: Šušteršič, 2003, str. 12.

Slika 4: Analiza tveganja med življenjskim ciklom projekta



Vir: Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 157.

Iz obeh slik je razvidno, da je na začetku tveganje največje, saj je o projektu še veliko neznanega. V nadaljevanju projekt napreduje, sprejete so številne odločitve in število neznanih spremenljivk se zmanjša. Ob zaključku projekta ni nič več neznanega in tveganje je minimalno.

V nasprotju s padajočo stopnjo tveganja med potekom projekta stalno narašča znesek vloženih sredstev, ki je najvišji prav v fazi izvedbe, nato začne padati. Projekt pa je tveganju najbolj izpostavljen v zadnjih dveh fazah svojega življenjskega cikla, v izvedbi in

zaključku, ker na potek projekta ni mogoče v večji meri vplivati in zaradi visokih stroškov izvajanja sprememb.

3.3. TVEGANJE DELOVANJA

3.3.1. Opredelitev tveganja delovanja

Tveganje delovanja ni ena od novih oblik tveganja, vendar deregulacija in globalizacija finančnih storitev, skupaj z naraščanjem finančne tehnologije in novimi poslovnimi aktivnostmi povzroča, da postaja to tveganje za podjetja vse pomembnejše in kompleksnejše, predvsem kar zadeva stopnjo tveganja delovanja med celotnimi aktivnostmi podjetja in ostalimi vrstami tveganja (Supervisory Guidance on Operational Risk, str. 3).

Izpostavljenost tveganju delovanja se povečuje z naraščajočo kompleksnostjo poslovanja in pritiski konkurence. Prav naraščajoče število dejavnikov pa podjetja sili, da na učinkovitejši način raziskujejo, merijo in obvladujejo to vrsto tveganja. Pri tem se srečujejo z veliko ovirami, od problematike pridobivanja podatkov do metodologije prepoznavne in ovrednotenja tveganja delovanja (Reynolds, Syer, 2002, str. 3).

Tveganje delovanja je povezano s tekočim poslovanjem in poslovnimi procesi družbe ali njenim načinom poslovanja. Nastaja v vseh fazah poslovnega procesa, to je od prvega stika z dobavitelji in kupci do dobave izdelka oziroma izvedbe storitve, zato je potrebno za ocenjevanje tveganja spremljati vse posamezne faze, ki nastajajo v poslovnem procesu. Tega tveganja pa ne moremo obravnavati le v okviru poslovnih procesov družbe, ampak širše, saj medenj sodijo tudi napake zaposlenih, zlorabe, prekinitve poslovnih procesov in podobno (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 164).

Danes je med bolj poznanimi definicijami tveganja delovanja opredelitev Baselskega odbora za nadzor bančnega poslovanja, ki pravi, da je »tveganje delovanja tveganje neposredne ali posredne izgube zaradi neustreznih ali neuspešnih notranjih postopkov, ljudi in sistemov ali notranjih dogodkov« (Basel Committee on Banking Supervision 2001, str. 2).

Tveganje delovanja lahko opredelimo tudi kot tveganje prekinitve v poslovnem procesu, pomanjkanje kontrole in nadzora, tveganje napak in zlorab zaposlenih, pomanjkanje kvalificirane delovne sile in tveganje nastopa najrazličnejših zunanjih dogodkov, kot so nesreče, vandalizem ali teroristični napadi (Supervisory Guidance on Operational Risk, 2003, str. 6).

3.3.2. Razvrstitev tveganj delovanja

Tveganja delovanja razvrščamo glede na dva dejavnika, in sicer na vzrok in posledico. Vzrok pomeni določeno aktivnost ali splet okoliščin, ki so povzročile dogodek. Posledica pa je na drugi strani finančna ali nefinančna izguba, ki je posledica dogodka.

Če imamo npr. v podjetju dva vzroka tveganj, tveganje prevar in napačno poročanje o prodaji, in dve posledici tveganj, zakonodajne kazni in poravnave tožb, bi z razvrščanjem tveganja po posledicah analizirali, ali nas ti dogodki pripeljejo do kazni ali tožbenih poravnav. Na ta način pa bi izgubili pregled nad dejstvom, da se prevare in napačno poročanje o prodaji z vidika vodenja razlikujejo in zahtevajo drugačne načine obvladovanja (Alvarez, 2003, str. 1). Zato je tveganja delovanja bolj smiselno razvrščati glede na vzrok tveganja, kjer imamo štiri skupine, in sicer:²

- tveganja zaposlenih (*ang. employee/people risk*),
- tveganja razmerij (*ang. risk of relationship*),
- tveganja poslovnih procesov in tehnologije (*ang. business process and technology risk*),
- zunanja tveganja.

3.3.2.1. Tveganje zaposlenih

Tveganje zaposlenih je tveganje, ki se nanaša na namerno ali nenamerno povzročene izgube s strani zaposlenega, lahko pa tveganje izgub vključuje vse zaposlene. V to skupino tveganj uvrščamo napake in zlorabe zaposlenih, nerazpoložljivost zaposlenih in načine obravnave zaposlenih ter zagotavljanje varstva pri delu. Ta skupina tveganj obsega/zajema notranje organizacijske težave podjetja in z njimi povezane izgube.

Napake zaposlenih so s strani zaposlenih storjene nehote in nenamerno, do njih lahko pride pri vodenju dokumentacije, vnosu podatkov v informacijski sistem družbe, pri izvajanju drugih delovnih aktivnosti in podobnem. Dober način obvladovanja nastanka napak je določitev odgovornosti za vsebinsko zaključen del poslovnega procesa in ne, da odgovornost členimo po posameznih delovnih nalogah, saj obstaja velika verjetnost za »prelaganje odgovornosti na druge«.

Zlorabe zaposlenih so namerne napake zaposlenih. Pri zlorabah gre za namerno prikrivanje stanja odgovornim in nadrejenim v podjetju. Primeri zlorab so nepoštenost (npr. dajanje in sprejemanje podkupnin, sklepanje poslov za lasten račun na podlagi notranjih informacij), prevare (npr. ponarejanje dokumentov, prekoračitev pooblastil, nepooblaščno sklepanje poslov), prikrivanje dejstev (npr. namerno prikrivanje sklenjenih poslov, namerno napačno

² Takšen način razvrščanja tveganj delovanja, kateremu bom sledila, navajajo Berk, Peterlin in Ribarič (2005, str. 182), za razliko od Alvarez-a (2003, str. 4-5), ki navaja pet skupin tveganj delovanja (ločeno navaja tveganje poslovnih procesov in tehnologije).

poročanje o denarnih učinkih sklenjenih poslov), namerno povzročanje škode družbi, ipd. Tveganje zlorab obvladujemo z dobrim notranjim nadzorom in preko politik obravnavanja zlorab.

Nerazpoložljivost zaposlenih lahko pomeni začasno delovno nezmožnost, ki je posledica bolezni, telesne poškodbe, psihičnih težav, uživanja alkohola ali drugih nedovoljenih substanc. Do nerazpoložljivosti zaposlenih pride tudi zaradi stavke ali prekinitve delovnega razmerja bodisi s strani podjetja bodisi s strani zaposlenega. Za navedene primere tveganj je zavarovanje zaposlenih zakonsko obvezno, plačujejo pa ga tako zaposleni kot podjetja (osnovno zdravstveno varstvo, zavarovanje za čas odsotnosti z dela med trajanjem bolniškega ali porodniškega dopusta, zavarovanje za čas brezposelnosti in pokojninsko varstvo).

Načini / postopki obravnave zaposlenih

Zaradi nespoštovanja delovnopравnih predpisov podjetja in zakonskih predpisov s področja zagotavljanja varnosti in zdravja pri delu lahko v podjetju prihaja do diskriminacije zaposlenih zaradi spola, starosti ali narodnosti, nadlegovanja zaposlenih, zakonsko nepravilnih postopkov sklepanja in prekinitve delovnega razmerja in do morebitnih drugih kršitev pravic zaposlenih. Za navedena tveganja podjetje odgovarja posredno (nepravilnosti so posledica pomanjkljivega nadzora ali zagotavljanja delovnih razmer) ali neposredno (če dejanja zaposlenih nastanejo brez vednosti ali pristanka delodajalca) (Alvarez, 2003, str. 4; Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 183-185).

3.3.2.2. Tveganje razmerij

Tveganje razmerij je tveganje morebitne izgube zaradi neizpolnitve obveznosti podjetja do strank, delničarjev, tretjih oseb in/ali države. Govorimo torej o tveganju razmerij s strankami, z delničarji, s tretjimi osebami in tveganju razmerij z državo.

Tveganje razmerij s strankami, ki nastane zaradi neustreznih izdelkov ali storitev, strokovnih napak, malomarnosti ali drugih vzrokov, delimo na pravno in pogodbeno tveganje, tveganje malomarnosti (malomarnega odnosa), tveganje diskriminacije pri prodaji in druga tveganja trženjskih aktivnosti. Posledično prihaja zaradi teh tveganj do tožb strank, zato se lahko v podjetju odločijo, da bodo poleg ukrepov zmanjševanja in izogibanja tovrstnemu tveganju sklenili zavarovanje za odškodninsko odgovornost iz razmerij s strankami.

Tveganje razmerij z delničarji pomeni verjetnost, da bodo delničarji tožili podjetje oziroma njegovo vodstvo zaradi zavajajočih napovedi dobičkov družbe, neustrezno prikazanih finančnih rezultatov poslovanja ali poslovno neupravičene naložbe. Podjetje lahko zavaruje le škodo zaradi napačnih odločitev in/ali opustitve potrebnega ravnanja vodstva podjetja, ne more pa zavarovati neuspešnega poslovanja podjetja.

Tveganje razmerij s tretjimi osebami in tveganje razmerij z državo

Kršitve avtorskih pravic ali patentov in pogodbeni nesoglasja s tretjimi osebami so primeri tveganja razmerij s tretjimi osebami; kršitev davčne zakonodaje ali zakonodaje s področja varovanja okolja pa uvrščamo med tveganje razmerij z državo (Alvarez, 2003, str. 4-5; Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 185-188).

3.3.2.3 Tveganje poslovnih procesov in tehnologije

Tveganje poslovnih procesov je tveganje neuspešne izvedbe poslovnega procesa, npr. neuspešen sprejem naročila zaradi nesporazuma pri sprejemu ali zapisu naročila in/ali neuspešna izvedba naročila zaradi zamujenega pogodbenega roka. Tveganje tehnologije pa je tveganje izgube zaradi nepravilnosti v delovanju, zaustavitve delovanja in drugih prekinitev delovanja tehnologije in posledično poslovnega procesa. Tveganje tehnologije je tudi izguba, ki nastane zaradi kraje podatkov in informacij in izgube zaradi tehnologije, ki ni izpolnila poslovnih pričakovanj (Alvarez, 2003, str. 4-5).

3.3.2.4. Zunanje tveganje

Zunanje tveganje je tveganje izgube zaradi škode, povzročene na premičninah ali nepremičninah, ki je nastala zaradi naravnih ali drugih vzrokov oziroma dejavnikov. V to skupino tveganj uvrščamo tudi tveganje zlorab tretjih oseb in tveganja sprememb v zakonodaji.

Premoženjsko tveganje je tveganje izgube zaradi poškodbe ali izgube premoženja, za katero je podjetje odgovorno. Odgovornost izhaja iz lastništva, hipotekarnega upništva, najemniškega ali drugega razmerja.

Zlorabe tretjih oseb opredelimo kot načrtna dejanja tretjih oseb z namenom zlorabe, odtujitve premoženja ali kršitve zakona (npr. rop, kraja, ponarejanje, pranje denarja, napad na računalniški sistem družbe, terorizem).

Tveganje sprememb zakonodaje je tveganje stroškov prilagajanja zakonodajnim spremembam, ki na podjetje vplivajo na številnih področjih, od gospodarske ureditve, davčne in delovnopravne ureditve do področja varovanja okolja. (Alvarez, 2003, str. 5; Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 193-195).

3.3.3. Obvladovanje tveganja delovanja

Proces obvladovanja tveganja delovanja, ki poteka podobno kot obvladovanje ostalih vrst tveganj, sestavlja identifikacija oziroma prepoznavna tveganja, sledi ji opazovanje in

merjenje tveganja ter ukrepanje in kontrola oziroma nadzor tveganja (Supervisory Guidance on Operational Risk, 2003, str. 3).

Jasnost kateregakoli procesa, sistema ali metode, ki je potrebna za uspešno obvladovanje tveganja delovanja, povečuje razumevanje ne le samega pomena tveganja, ampak tudi, kje se tveganje nahaja, kateri so dejavniki tveganja in kaj lahko naredimo za zmanjšanje tveganja (Reynolds, Syer, 2002, str. 39). Podjetje z obvladovanjem tveganja delovanja zmanjša spremenljivost bodočih dobičkov oziroma nepričakovanih izgub in tako izboljša poslovno učinkovitost, obenem pa zadosti zakonskim predpisom. Pri analizi izgub v preteklosti je potrebno poiskati tiste dejavnike, ki so vzročno povezani z nastankom izgub. Te dejavnike imenujemo indikatorji tveganja. Podjetje na ta način poveča verjetnost, da bodo vzroki večjih tveganj delovanja pravočasno odkriti, kar podjetju seveda omogoča pravočasno odkrivanje le-teh oziroma omejevanje njihovih posledic. V podjetju pa se morajo zavedati, da je tveganje delovanja težko izmeriti, napovedati in prepoznati, ker izgub zaradi tveganja delovanja ni mogoče meriti neposredno in ker izgube visokih vrednosti posamezna podjetja zelo redko prizadenejo (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 168-172).

Za obvladovanje tveganja delovanja ima podjetje na voljo tri vrste ukrepov. Tveganju se lahko izogiba, kar pomeni, da sprejema odločitve z namenom preprečevanja nastopa oziroma nastajanja indikatorjev tveganja. Ukrep izogibanja tveganju je primeren za tveganja z visoko verjetnostjo nastanka in ima za posledico katastrofalne izgube, ki jih ne moremo prenesti ali zmanjšati. Drugi ukrep je zmanjševanje tveganja, kamor uvrščamo postopke zmanjševanja pogostosti izgub in postopke nadzorovanja izgub. V tretjo skupino ukrepov pa spada zavarovanje tveganja, s pomočjo katerega lahko podjetje zmanjša vpliv tveganja na spremenljivost dobičkov, sredstev, likvidnosti ali denarnega toka podjetja. Podjetje pa ne more zavarovati vseh negativnih vplivov izgub, predvsem tistih, ki vplivajo na ugled podjetja. Zato je dolžnost vodstva vsakega podjetja, da načrtuje program zavarovanja, kjer bo določen obseg kritja, delitev tveganja in odgovornost vodstva (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 177-178).

3.4. FINANČNO TVEGANJE

Finančno tveganje (*ang. financial risk*) je le eno izmed tveganj, s katerimi se podjetje srečuje pri poslovanju. V splošnem se podjetja soočajo s petimi vrstami tveganja. Poleg že predhodno predstavljenih tveganj (strateško tveganje, projektno tveganje in tveganje delovanja) in finančnega tveganja, je še tržno tveganje. Ker pa imajo vse poslovne odločitve, ki jih podjetje sprejme, finančne posledice, se zaradi njihove tveganosti posredno vse vrste tveganj zrcalijo v finančnem tveganju.

Finančno tveganje opredelimo kot tveganje neugodnega gibanja obrestnih mer, deviznih tečajev, cen surovin in cen delnic. Neugodna gibanja teh kategorij pa se posledično kažejo v zmanjšanju vrednosti premoženja lastnikov (Fatemi, Luft, 2002, str. 31).

Finančno tveganje lahko razvrstimo v tri skupine, in sicer finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja ne moremo vplivati, finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja lahko vplivamo in finančno tveganje pri varovanju izpostavljenosti finančnemu tveganju (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 199-200; Peterlin, 2005, str. 26):

Finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja ne moremo vplivati, so vplivi trga in okolja. Na tržno obrestno mero, devizni tečaj in cene blaga vplivajo tržne sile in morebitna ekonomska politika. Podjetje sámo nanje ne more vplivati, lahko se le poskuša prilagoditi cenovnim trendom ali jih ustrezno zavaruje.

Finančno tveganje, pri katerem na dejavnike tveganja lahko vplivamo, je zgolj posledica naših odločitev o naložbah, izbiri kupcev, zadolževanju, izbiri valute in zaradi tega ne moremo prenašati odgovornosti na okolje podjetja. Cenovna nihanja so torej predvsem tržno pogojena in nanje nimamo vpliva, lahko pa vplivamo na odločitve, ali se bomo pred njimi zavarovali, ali jim bomo dali velik pomen in spremljali ter proučevali njihove trende in možnosti obvladovanja.

Finančno tveganje pri varovanju izpostavljenosti finančnemu tveganju je tveganje napačne ocene tveganja, nepravilne izbire varovane postavke ali celo neprimerne izbire orodij za varovanje pred tveganjem. Te napake povzročijo še večjo škodo, kot bi lahko nastala, če se pred tveganjem sploh ne bi varovali. Obvladovanje tveganja je aktivnost v podjetju, ki je vezana na vse poslovne funkcije. Celovito obvladovanje tveganja je torej nujno, saj lahko neusklajeno delovanje poslovnih funkcij poveča stopnjo tveganja in s tem verjetnost nastanka škode.

Finančno tveganje kot sestavni del poslovnega tveganja lahko podrobneje razdelimo na sedem skupin (Peterlin, 2005, str. 27):

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

V nadaljevanju diplomskega dela se bom osredotočila le na nekaj izbranih vrst finančnih tveganj, ki bistveno vplivajo na vrednost podjetja. Najprej so predstavljena cenovna tveganja, kamor uvrščamo valutno tveganje, obrestno tveganje in tveganje spremembe cen blaga. Na koncu pa je predstavljeno še tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke.

3.4.1. Valutno tveganje

Podjetje je izpostavljeno valutnemu tveganju (*ang. foreign exchange risk*) takrat, ko postane njegovo poslovanje neposredno ali posredno povezano s tujimi plačilnimi sredstvi. Valutno tveganje ni znano vnaprej, saj pomeni le možnost prihodnje spremembe vrednosti ene valute v primerjavi z drugo.

Na tej osnovi lahko tveganje, s katerim se srečuje izvoznik, opredelimo kot nevarnost, da bo tečaj tuje valute ob plačilu nižji od tečaja, ki mu še zagotavlja donosnost izvoznega posla. Nasprotno lahko tveganje, s katerim se srečuje uvoznik, opredelimo kot nevarnost, da bo tečaj tuje valute ob plačilu višji od tistega, ki mu še zagotavlja donosnost uvoznega posla (Peterlin, 1999, str. 62).

Kot je bilo že uvodoma rečeno, valutno tveganje uvrščamo med cenovna tveganja. Zunanja vrednost denarja, ki se meri s spremembo deviznega tečaja, je odsev kupne moči v državi v primerjavi s spremembo kupne moči v tuji državi. Na spremembo deviznega tečaja vplivajo tako zunanji dejavniki (medvalutna razmerja v tujini) kot notranji dejavniki (določajo položaj domače valute v medvalutnih razmerjih). Ob prostem gibanju deviznih tečajev na dnevni devizni tečaj najbolj vplivata ponudba in povpraševanje po tuji valuti. Kadar se devizni tečaj uravna, vpliva nanj še politika centralne banke (Peterlin, 2005, str. 30).

Podjetje je na deviznem trgu izpostavljeno trem vrstam valutnega tveganja (Van Horne, 1992, str. 729):

- transakcijska izpostavljenost (*ang. transaction exposure*),
- translacijska izpostavljenost (*ang. translation exposure*),
- ekonomska izpostavljenost (*ang. economic exposure*).

Transakcijska izpostavljenost valutnemu tveganju pomeni nevarnost nastanka tečajnih razlik pri izvajanju tekočih transakcij, izraženih v tuji valuti. Lahko gre za nakup ali prodajo določenega blaga, zadolževanje ali posojanje denarnih sredstev ali podobne transakcije, ki imajo zneske v tuji valuti. Transakcijska izpostavljenost pomeni morebitno spremembo vrednosti neplačanih obveznosti ali terjatev, za katere obstaja nevarnost, da bodo poravnane šele ob spremembi deviznega tečaja.

Translacijska izpostavljenost valutnemu tveganju je opredeljena kot nevarnost nastanka bilančnih sprememb zaradi razlik v vrednotenju terjatev in obveznosti, ki so izražene v tuji valuti. Pomeni torej možno spremembo zaradi spremembe deviznega tečaja.

Ekonomska izpostavljenost, ki je po mnenju mnogih najpomembnejša, pa pomeni nevarnost nepredvidene spremembe v pričakovani neto sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki bi lahko bila posledica spremembe deviznih tečajev tujih valut, v katerih so izraženi pričakovani denarni tokovi. Nepredvidena sprememba v pričakovani vrednosti prihodnjega denarnega toka namreč neposredno vpliva na tržno vrednost podjetja in njegovo konkurenčno sposobnost.

3.4.2. Obrestno tveganje

Obrestno tveganje (*ang. interest rate risk*) je opredeljeno kot potencialna sprememba denarnih tokov (*ang. cash flows*) ali vrednosti podjetja (*ang. market value*) zaradi spremembe obrestne mere. Obrestno tveganje v podjetju nastaja zaradi zadolženosti in lastništva vrednostnih papirjev (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 151).

Obrestna mera je v bistvu cena denarja, kar pomeni, da se tako kot cene kateregakoli blaga odziva na sile povpraševanja in ponudbe ter spremenljive makroekonomske razmere. Na višino obrestne mere vplivajo tudi tržna pričakovanja. Sprememba obrestne mere povzroči spremembo vrednosti denarja, zato so obrestnemu tveganju podvržena vsa podjetja. Na dolgi rok padec vrednosti denarja povzroči dvig cen v gospodarstvu, s tem pa se relativno poslabša konkurenčni položaj podjetij v primerjavi s podjetji tujih gospodarstev. Omenjena povezava med obrestno mero in drugimi cenami je izhodišče za razumevanje povezave med obrestnim in valutnim tveganjem. Sprememba obrestne mere okrepi ali oslabi vrednost tuje valute, s tem pa tudi sredstev in dolgov, nominiranih v tuji valuti (Peterlin, 2002, str. 48-51).

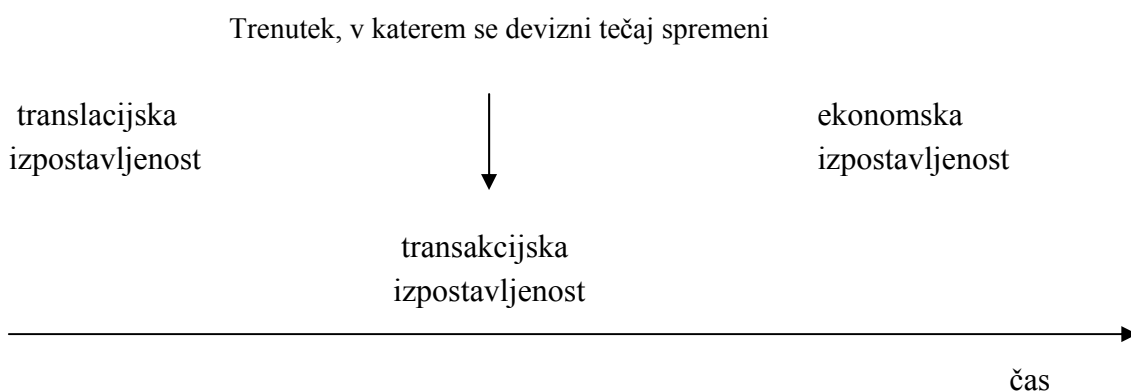
Tudi pri obrestnem tveganju ločimo izpostavljenost glede na vpliv. Transakcijska izpostavljenost obrestnemu tveganju pomeni, da bodo terjatve in obveznosti v času do dosvetja izpostavljene spremembi obrestne mere, saj se tržna obrestna mera spreminja ves čas trajanja pogodbe. Če se je podjetje pri sklenitvi pogodbe dogovorilo za nespremenljivo obrestno mero, pomeni transakcijska izpostavljenost le oportunitetne stroške. Nasprotno pa, v primeru spremenljive obrestne mere, pomeni transakcijska izpostavljenost izpostavljenost v višini zmnožka med razliko obrestne mere ob sklenitvi pogodbe in višjo tržno obrestno mero ter velikostjo glavnice, na katero se obračun glasi. Translacijska izpostavljenost obrestne mere pa pomeni tveganje spremembe neto sedanje vrednosti terjatev in dolgov, ki jo povzroči na trgu spremenjena obrestna mera. Premoženje podjetja bo več vredno, če se obrestne mere znižajo, če pa se zvišajo, bo del vrednosti izgubilo (Berk, 2006a, str. 114).

3.4.3. Tveganje spremembe cen blaga

Tveganje spremembe cen surovin opredelimo kot tveganje oziroma nevarnost neugodnega ali škodljivega gibanja (spremembe) cene določene surovine (na primer nafte, bakra, kave, idr.). Ta vrsta tveganja izvira iz medsebojnega odnosa med ponudbo in povpraševanjem po surovinah (*ang. commodities*), s katerimi se ponavadi trguje globalno. Posamezne vrste surovin so predmet trgovanja s standardiziranimi terminskimi pogodbami tako s špekulativnim namenom kot tudi z namenom obvladovanja izpostavljenosti tveganju spremembe cene določene surovine. V podjetju surovine potrebujejo za svojo poslovno dejavnost ali prodajo na trgu kot rezultat poslovnega procesa. Tako narava kot tudi varovanje tega tveganja sta zelo podobni valutnemu tveganju (Berk, 2006a, str. 115; Peterlin, 1999, str. 66).

Razliko med posameznimi vrstami izpostavljenosti prikazuje Slika 5. Pri transakcijski izpostavljenosti sprememba tečaja vpliva na spremembo vrednosti že nastalih obveznosti in terjatev oziroma bilančnih postavk. Transakcijska izpostavljenost pa nastopi pri izvajanju sprotnih transakcij zaradi možnosti spremembe tečaja v času od nastanka terjatve ali obveznosti do dejanske poravnave. Tako transakcijska kot ekonomska izpostavljenost sta posledici nepričakovanih sprememb v prihodnjem denarnem toku. Razlika med njima je v tem, da transakcijska izpostavljenost izvira iz spremembe prihodnjih denarnih tokov zaradi že nastalih obveznosti. Ekonomska izpostavljenost pa se nasprotno osredotoča na pričakovani prihodnji denarni tok, ki bo nastal na podlagi prihodnjih obveznosti in se lahko spremeni zaradi vpliva spremembe obrestne mere na mednarodno konkurenčnost (Eitman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 152).

Slika 5: Primerjava transakcijske, translacijske in ekonomske izpostavljenosti



Vir: Eitman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 153.

3.4.4. Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke

Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke je tveganje, da naš poslovni partner ne bo izpolnil dogovorjenih obveznosti. Ker je temu tveganju izpostavljeno vsako podjetje, ga uvrščamo med pomembnejša finančna tveganja. Poleg kupcev med nasprotne stranke štejemo tudi državo, finančne ustanove, dobavitelje in zaposlene. Tveganje neizpolnitve nasprotne stranke delimo na tri temeljne vrste tveganja. Prvi dve pogosto enačimo, čeprav pomenita dve različni vrsti tveganja. To sta kreditno tveganje in tveganje finančne nediscipline.

Kreditno tveganje pomeni tveganje prekinitve poravnavanja obveznosti oziroma tveganje, da nastopi stanje, ko nasprotna stranka ne bo poravnala denarnih obveznosti v skladu z roki in na opredeljene načine. To tveganje lahko imenujemo tudi tveganje plačilne nesposobnosti nasprotne stranke. Potrebno pa je ločevati med plačilno nesposobnostjo kot nezmožnostjo podjetja, da poravna obveznosti, in kreditnim tveganjem, ko se podjetje samo odloči, da ne bo poravnavalo obveznosti. Zato to vrsto tveganja imenujemo tveganje finančne nediscipline, saj je nasprotna stran plačilno sposobna, kar pomeni, da razpolaga z dovolj likvidnimi sredstvi za poravnavo obveznosti, ampak slednje zavrne.

Tretje tveganje, ki spada med tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke, je tveganje neizpolnitve nedenarnih obveznosti, kjer gre za poravnavo obveznosti, ki ne pomenijo poravnave v denarju. Če nasprotna stranka ne opravi storitev, ne dobavi blaga ali ne izpolni drugih dogovorjenih obveznosti, govorimo o neizpolnitvi nasprotne stranke. Vsaka neizpolnitev nasprotne stranke oslabi sredstva oziroma poveča dolgove podjetja, kar ima za posledico oslabitev finančne moči podjetja in zmanjšanje premoženja lastnika podjetja (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 208).

Razlogi za povečanje povpraševanja po merjenju tveganja neizpolnitve nasprotne stranke in njegovim obvladovanjem so povečanje števila stečajev, poslabšanje pregleda nad finančnimi posredniki, bolj konkurenčne provizije, povečanje uporabe izvedenih finančnih instrumentov, razvoj informatike, ki omogoča več informacij, negotova poročila in nezadovoljstvo nad bančnim sistemom, ki nima ustreznih bonitetnih analiz (Peterlin, 2005, str. 28).

3.4.5. Izvedeni finančni instrumenti in obvladovanje finančnega tveganja

Za kakovostno obvladovanje finančnega tveganja je pomembno poznavanje in kombinacija različnih metod in instrumentov zavarovanja s ciljem najvišje skupne neto koristi od njihove uporabe. Ločimo notranje metode za obvladovanje finančnega tveganja in izvedene finančne instrumente ter tudi kombinirane izvedene finančne instrumente.

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

Najpogosteje uporabljeni izvedeni finančni instrumenti pa so terminski posli (*ang. forward*), terminske pogodbe (*ang. futures*), opcije (*ang. option*) in zamenjave (*ang. swap*). S temi instrumenti se lahko podjetje zavaruje pred cenovnimi in drugimi tveganji, s katerimi se srečuje pri poslovanju (Brigham, Daves, 2004, str. 808).

Za bolj učinkovito obvladovanje tveganja lahko podjetje uporabi kombinacijo osnovnih izvedenih finančnih instrumentov. Kombinacij je zelo veliko, a je izbira le-teh odvisna predvsem od poslovne politike uporabnika, njegovega znanja in razvitosti finančnega trga, na katerem posluje.

Analizo uporabe izvedenih finančnih instrumentov za ameriška in nemška podjetja sta izvedla Bodnar in Gebhardt (1998), za slovenska podjetja pa so podatki pridobljeni z anketo, ki je bila izvedena v okviru Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete v Ljubljani (Berk, 2005b, str. 77). Za 197 ameriških, 126 nemških in 57 slovenskih podjetij, ki so odgovorila na anketo, sledi prikaz obsega uporabe izvedenih finančnih instrumentov in njihova uporaba po vrstah tveganja.

V primerjavi z ameriški podjetji uporabljajo nemška podjetja izvedene finančne instrumente v večjem obsegu, kar je posledica večjega valutnega tveganja Nemčije, ki je v času analize poslovala v evropskem prostoru z različnimi valutami. Ameriška podjetja, ki poslujejo z domačo valuto na velikem geografskem prostoru, so zato manj izpostavljena valutnemu tveganju (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 4). Za Slovenijo pa je iz odgovorov ankete Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete razvidno, da je v Sloveniji uporaba izvedenih finančnih instrumentov manj pogosta, kljub temu da je slovensko gospodarstvo zaradi majhnosti odvisno od valutnih tečajev, ki predstavljajo največji delež v uporabi izvedenih finančnih instrumentov (Berk, 2005b, str. 79).

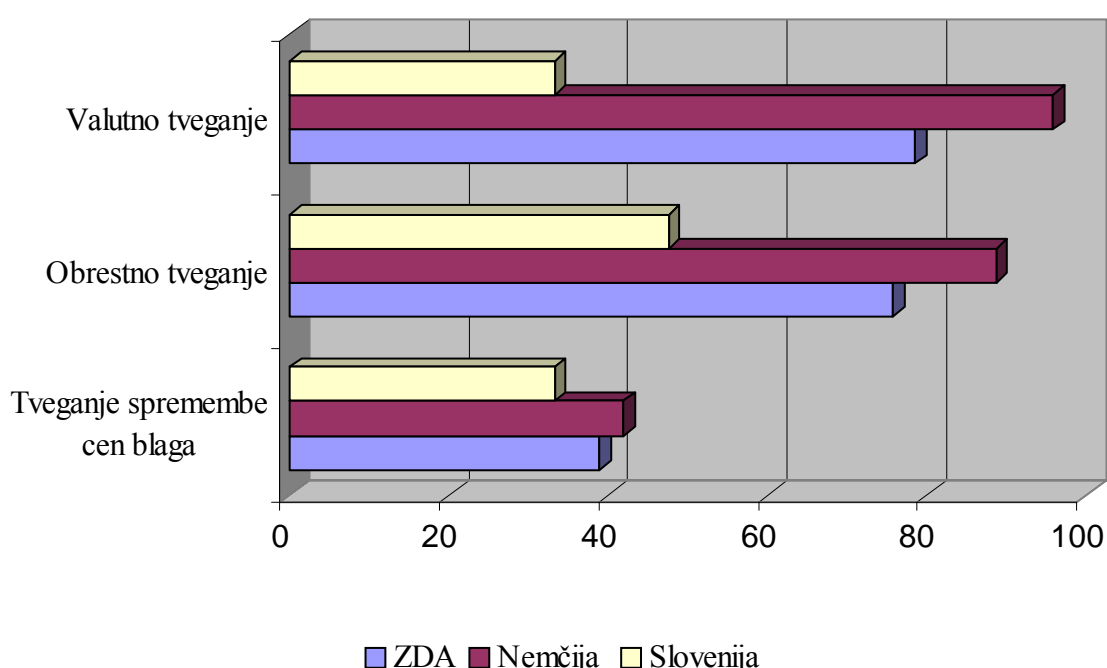
Podobne učinke kot v nemških podjetjih po uvedbi evra lahko pričakujemo tudi v Sloveniji. Valutni izvedeni finančni instrumenti bodo kljub temu ostali aktualni zaradi povečanega zanimanja za bivše jugoslovanske trge in druge, predvsem trge vzhodnih držav, ki blagovnih tokov nimajo vezanih na evro. Izvedeni finančni instrumenti bodo zaradi zagotavljanja konkurenčnosti nepogrešljivi tudi pri obrestnem tveganju in tveganju spremembe cen blaga.

Tabela 1: Obseg uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Število podjetij	ZDA			Nemčija			Slovenija		
	Skupaj	Da	Ne	Skupaj	Da	Ne	Skupaj	Da	Ne
	197	111	85	126	98	28	57	21	36
	100%	56,9%	43,1%	100%	77,8%	22,2%	100%	37%	63%

Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 6; Berk, 2005b, str. 80.

Slika 6: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov po vrstah tveganja



Vir: Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 6; Berk, 2006, str. 119.

Ameriška, nemška in slovenska podjetja izvedene finančne instrumente najpogosteje uporabljajo za varovanje pred valutno izpostavljenostjo, sledijo izvedeni finančni instrumenti, ki so vezani na obrestno mero, najmanj pogosto pa so uporabljeni izvedeni finančni instrumenti, ki se glasijo na blago. Bodnar in Gebhardt (1998, str. 6-7) navajata, da nemška podjetja, v primerjavi z ameriškimi, pogosteje uporabljajo izvedene finančne instrumente na valute in obresti, kot tiste, ki varujejo pred spremembami cen blaga. Razlike so najmanjše pri spremembi cen blaga, pri valutnih in obrestnih instrumentih pa znašajo 17 in 13 odstotnih točk. Za slovenska podjetja lahko ugotovimo, da v primerjavi z ameriškimi podjetji več uporabljajo valutne izvedene finančne instrumente, uporaba izvedenih finančnih instrumentov vezanih na obrestno mero pa je precej manjša.

3.5. TRŽNO TVEGANJE

Večina empiričnih študij na področju obvladovanja tveganja se je osredotočila na obvladovanje finančnega tveganja in uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Med bolj znanimi anketami, ki se osredotočajo tudi na ostala tveganja, sta anketi, opravljeni med nemškimi in ameriškimi podjetji, ki kažeta, da vodstva podjetij vplivu tržnega tveganja pripisujejo največji pomen. Fatemi in Galum (2000, str. 2) za vzorec 71 velikih nemških podjetij ugotavljata, da dosega relevantnost tržnega tveganja vrednost 4,0 na lestvici od 1 (nerelevantno) do 5 (zelo relevantno), finančnega tveganja vrednost 3,5, operativnega tveganja 3,3 in strateškega tveganja 2,9.³ Graham in Harvey (2001, str. 204-205) pa sta v svoji anketi ugotovila (vzorec 392 podjetij), da so za ameriška podjetja trije najpomembnejši dejavniki obrestna mera, devizni tečaj in poslovni cikli.⁴

Literatura poslovnih financ obravnava tržno tveganje z vidika vlagatelja, ki ima svoje premoženje razpršeno v več naložb, ki so med seboj različne. Zato je za vlagatelja tveganje posamezne naložbe drugačno kot tveganje iste naložbe nekoga, ki svojega premoženja nima razpršenega v več naložb.

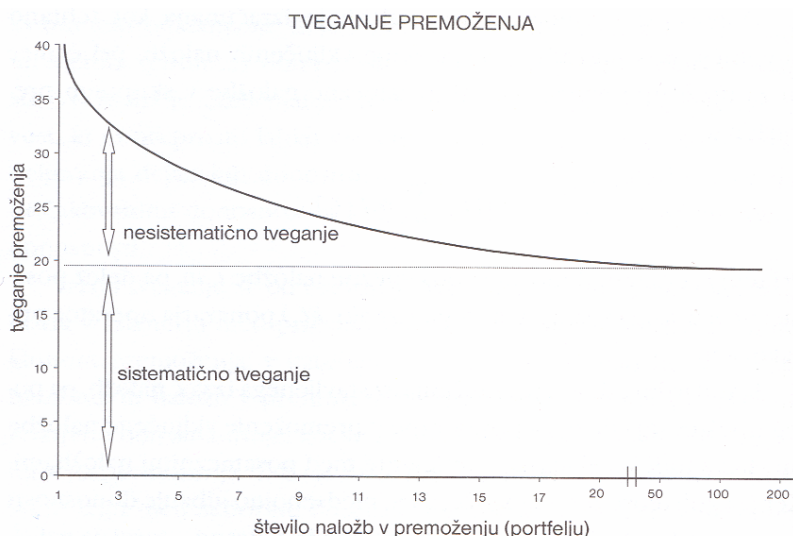
Ker se tveganje finančnega premoženja presoja glede na volatilitnost denarnih tokov, je za vlagatelja, ki svoje naložbe razprši, spremenljivost skupnega denarnega toka njegovega premoženja bistveno manjša od spremenljivosti denarnega toka tistega vlagatelja, ki ima svoje premoženje le v eni naložbi (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 250).

Čeprav ima vlagatelj svoje premoženje dobro razpršeno, pa del tveganja ostaja in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti. Tveganje, ki ga z razpršitvijo premoženja lahko odpravimo, imenujemo nesistematično tveganje (*ang. unsystematic risk or diversifiable risk*). Tveganje, ki ga z razpršitvijo premoženja ni mogoče odpraviti, pa imenujemo sistematično tveganje in to tveganje je tržno tveganje naložbe (*ang. systematic risk or market risk*). Nesistematično tveganje lahko nastane zaradi pravnih tožb, stavke, uspešnega oziroma neuspešnega trženja in podobno. Vpliv teh dejavnikov lahko z razpršitvijo premoženja bistveno zmanjšamo. Nasprotno pa tržno tveganje nastane zaradi dejavnikov, ki lahko povzročijo podjetju veliko škode in podjetje nanje ne more vplivati ter ga posledično z razpršitvijo svojega premoženja ne more odpraviti (na primer vojna, inflacija, recesija, visoke obrestne mere, idr.) (Brigham, Daves, 2004, str. 46). Vpliv diverzifikacije na vrednost premoženja prikazuje Slika 7 na strani 27.

³ Avtorja za strateško tveganje uporabljata izraz tveganje spremembe okolja (*ang. enviromental risk*).

⁴ Obrestno tveganje in tveganje spremembe deviznega tečaja sta najbolj poznani vrsti finančnega tveganja, tveganje spremembe poslovnega cikla pa spada med strateška tveganja v širšem smislu.

Slika 7: Tveganje premoženja – sistematično in nesistematično tveganje



Vir: Brigham, Daves, 2004, str. 47.

Vlagatelji, glede na nagnjenost k tveganju, finančne naložbe presojujejo na podlagi razmerja med njihovo donosnostjo in tveganjem. To pa pomeni odklanjanje dejanskih/realiziranih donosnosti od pričakovanih vrednosti. Večje kot je možno odstopanje možnih donosnosti od pričakovane donosnosti, večje je tveganje. Merimo ga s standardnim odklonom porazdeljevanja dejanskih donosnosti. Pričakovano stopnjo donosa pa izračunamo kot tehtano povprečje posameznih naložb, ki so vključene v premoženje (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 253):

$$E(r) = \sum_{i=1}^n w_i E(r_i),$$

kjer je r_i donosnost posamezne naložbe i , w_i delež posamezne naložbe i v skupnem premoženju, $E(.)$ pa ponazarja operater pričakovanj.

Vlagatelji se stalno sprašujejo, kolikšno premijo za tveganje naj pripisujejo posamezni tvegani naložbi. V ta namen so akademiki, ki se ukvarjajo z obvladovanjem tveganja, oblikovali model za določanje cen dolgoročnih naložb CAPM (*ang. capital asset pricing model*), s katerim je v precejšnji meri olajšano merjenje tržnega tveganja. Model CAPM določa premijo za tveganje za posamezno naložbo glede na gibanje donosnosti te naložbe in gibanje donosnosti tržnega premoženja. Tržna premija za tveganje pomeni ceno za tveganje oziroma dodatno donosnost nad netvegano donosnostjo, ki jo investitor zahteva za izpostavljenost tržnemu tveganju (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 255). Rezultat modela CAPM pa je prispevek posamezne naložbe k tveganju celotnega tržnega premoženja proučevanega kapitalskega trga. Za vlagatelje, ki imajo svoje premoženje dobro razpršeno,

je to edini smiselni kazalec tveganja, saj pokaže le sistematično tveganje posamezne naložbe. Posledično se lahko izkaže, da so donosi delnice posameznega podjetja zelo volatilni (ima velik standardni odklon), a se donosnosti odklanjajo ravno v nasprotno smer kot večina delnic na trgu in je zato posamezna delnica z vidika celotnega premoženja zelo malo tvegana.

Če za naložbe na trgu kapitala pričakujemo, da bodo imele v prihodnosti višje donose kot z modelom CAPM določene zahtevane donosnosti, potem je za vlagatelje smiselno, da te naložbe kupujejo. Na trgu kapitala bo tako prišlo do ravnotežnega stanja, ker nakupi sprožijo dvig cen do obsega, ko pričakovane donosnosti ne bodo več presegle zahtevanih donosnosti. Nasprotno je pri naložbah, ko pričakovane donosnosti ne dosejajo zahtevanih donosnosti, saj pride do procesa prodaje naložb, dokler se potem ponovno ne vzpostavi ravnotežje obeh stopenj donosov.

Za vodstvo podjetja je obvladovanje tržnega tveganja ključnega pomena. Pomembno pa je, da se vodilni v podjetju zavedajo, da gre pri tržnem tveganju za posredno obvladovanje. Tržna vrednost podjetja preko cene delnice odraža vsa tveganja, ki jih vlagatelji zaznavajo, zato lahko trdimo, da tržno tveganje odslkava celotno tveganost podjetja, ki jo lahko uravnavamo z obvladovanjem strateškega, finančnega in projektne tveganja ter tveganja delovanja (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 258).

4. TEMELJNI TEORIJI OBVLADOVANJA TVEGANJA V NEFINANČNIH PODJETJIH

V finančni teoriji sta se oblikovala dva tabora akademikov, ki iščejo argumente za obvladovanje tveganja v nefinančnih podjetjih. Prva skupina poudarja pomen teorije maksimizacije premoženja lastnikov (*ang. shareholder wealth maximization theory*), druga pa se pri svojih razlagah naslanja na teorijo stroškov agentov (*ang. agency cost reduction*) (Tufano, 1998, str. 1106).

4.1. TEORIJA MAKSIMIZACIJE PREMOŽENJA LASTNIKOV

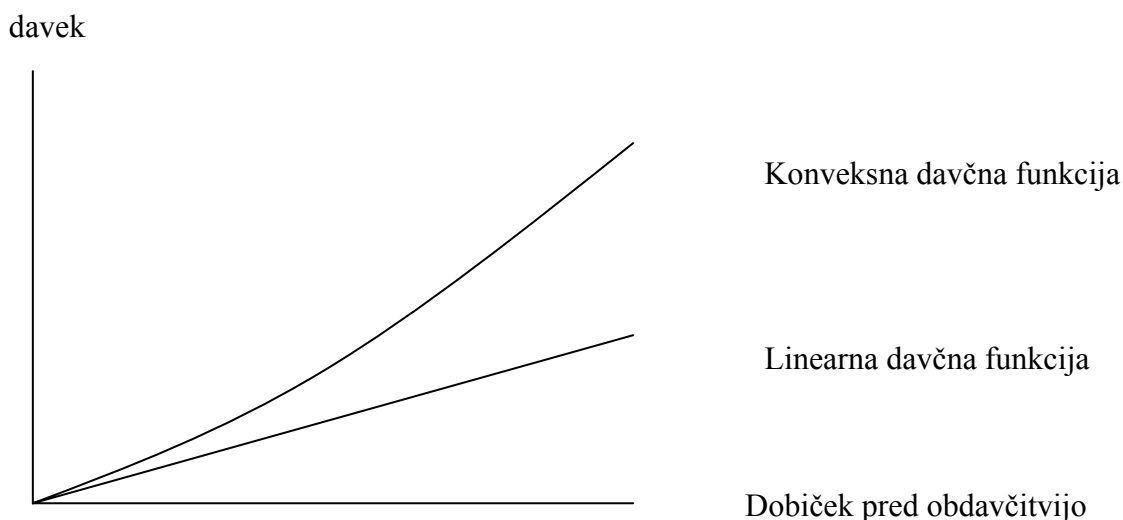
Obvladovanje tveganja je z vidika teorije maksimizacije premoženja lastnikov smiselno takrat, ko so koristi večje od stroškov. Oboje medsebojno težko primerjamo, ker so stroški (neposredni stroški transakcij in neposredni stroški oddelka za obvladovanje tveganja), v primerjavi s koristmi bolj očitni in lažje merljivi (Fatemi, Luft, 2002, str. 32). Koristi obvladovanja tveganja izvirajo iz davčnih prihrankov, zmanjšanih stroškov finančne stiske in povečanega obsega izvedenih naložb s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (Nance, Smith, Smithson, 1993, str. 268-270).

4.1.1. Davki

Glede davkov avtorji, kot so Fatemi in Luft (2002), Smith in Stulz (1985), Tufano (1996), Froot, Scharfstein in Stein (1993) ter drugi, ugotavljajo, da vplivajo na vrednost podjetja in tudi vrednost premoženja v primeru, ko je davčna funkcija konveksna (*ang. convex tax function*). Koristi zaščite pred tveganji (*ang. hedging*) posameznega podjetja, ki ima konveksno davčno funkcijo, se kažejo v davčnih olajšavah (*ang. tax credits*) in v večjih možnostih za prenos dobička, saj se večji del le-tega nahaja na progresivnem delu davčne funkcije. Bolj kot je davčna funkcija konveksna, večje je zmanjšanje pričakovanih davkov in večje so s tem povezane koristi (Nance, Smith, Smithson, 1993, str. 268 in 280).

Konveksna oblika davčne funkcije ponazarja eksponencialno odvisnost med dobičkom pred obdavčitvijo in povprečno plačanim davkom. Če ima podjetje konveksno obliko davčne funkcije (Slika 8), raste s povečanjem dobička pred obdavčitvijo tudi davek (Peterlin, 1999, str. 75). S konveksno davčno funkcijo se s precejšnjo verjetnostjo srečujejo podjetja, pri katerih se pojavlja možnost izgube in so nesposobna popolnoma prenesti vse davčne obremenitve na poznejša obdobja (Froot, Scharfstein, Stein, 1993, str. 1632).

Slika 8: Konveksnost davčne funkcije



Vir: Peterlin, 1999, str. 75.

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

Progresivnost davčne stopnje

S Slike 8 je razvidno, da je konveksnost odvisna od progresivnosti davčne stopnje. Če davčne stopnje naraščajo z višino dohodkov, lahko podjetje minimizira plačilo davkov z doseganjem enakomernejših prihodkov skozi leta.

Davčne olajšave

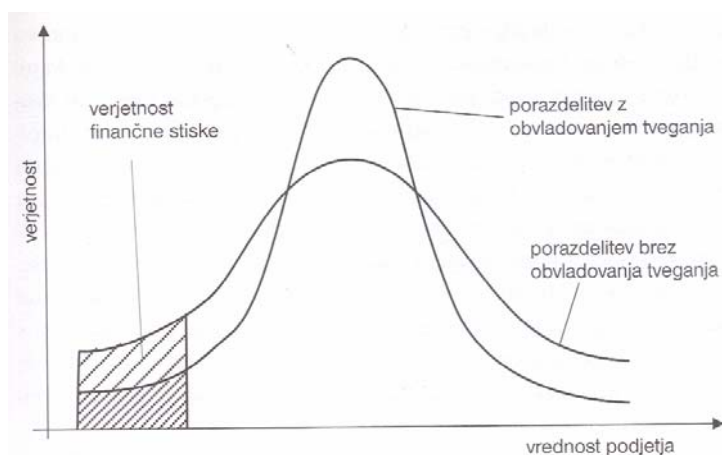
Na konveksnost davčne funkcije vplivajo tudi davčne olajšave (na primer prenos neposredne izgube v prihodnost, davčne olajšave od naložb, in podobno). Podjetje vedno najprej izbere najbolj donosno davčno olajšavo, kar ugodno vpliva na konveksnost davčne funkcije (Peterlin, 1999, str. 75-76).

V Sloveniji ni mogoče izkoristiti progresivne davčne stopnje, saj je zakonsko predpisana davčna stopnja na dobiček stalna in znaša 25 odstotkov (Peterlin, 1999, str. 75)⁵. Zadnje empirične študije kažejo, da davčni učinki ne opravičujejo stroškov obvladovanja tveganja, ampak večji poudarek dajejo obvladovanju tveganja, ki izhaja iz koristi zmanjševanja stroškov finančne stiske in izvajanja naložb (Fatemi, Luft, 2002, str. 35).

4.1.2. Stroški finančne stiske

Drugi argument, ki pojasnjuje koristi zaščite pred tveganji, je povezan z zmanjšanjem variabilnosti vrednosti podjetja, kar zmanjšuje verjetnost za nastanek finančne stiske (*ang. financial distress*) in da podjetje prizadenejo stroški finančne stiske (Berk, 2004, str. 5), kar nam prikazuje tudi Slika 9.

Slika 9: Verjetnostna porazdelitev vrednosti podjetja



Vir. Smithson, Smith, Wilford, 1995, str. 106.

⁵ Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDOPO-2, 117/06, 60. in 97. člen) predvideva zniževanje davčne stopnje postopoma na 20 % do leta 2010. Za leto 2007 se davek plačuje po stopnji 23 % od davčne osnove, 22 % od davčne osnove za leto 2008 in 21 % od davčne osnove za leto 2009.

Koristi, ki izhajajo iz zmanjšanih stroškov finančne stiske, so pozitivna funkcija verjetnosti, da se bo podjetje soočilo s finančno stisko, če se pred tveganji ne zaščiti, in stroški, ki jih nosi, če se finančna stiska v resnici zgodi (Nance, Smith, Smithson, 1993, str. 269).

Stroške finančne stiske sestavljajo (Smithson, Smith, Wilford, 1995, str. 105-107):

- neposredni stroški propada podjetja (stroški reorganizacije, stečaja in likvidacije) in
- posredni stroški, ki nastanejo zaradi finančnih težav podjetja (višje obrestne mere, slabši pogoji dobaviteljev, nezmožnost izkoriščanja poslovnih priložnosti, idr.).

Verjetnost, da se v podjetju pojavi finančna stiska, pa je odvisno od:

- deleža stalnih stroškov med celotnimi stroški podjetja (čim večji je njihov delež, tem večja je verjetnost finančne stiske) in
- spremenljivosti prihodkov (čim večja je, tem večja je verjetnost pojava finančne stiske).

4.1.3. Problem zmanjšane obsega investicij

Ena od posledic finančne stiske je tudi t.i. problem nezadostnega obsega investicij (*ang. underinvestment problem*), s katerim se soočajo v podjetjih takrat, ko imajo premalo lastnih virov financiranja, zunanji oziroma tuji viri pa so ali predragi ali pa jih je nemogoče pridobiti. Posledično potem podjetje zavrača investiranje v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Za avtorje, kot so Froot, Scharfstein in Stein (1993), je to najpomembnejši razlog, da podjetje začne obvladovati tveganja. Svoje razloge podprejo s tremi predpostavkami:

- (1) podjetje z investiranjem v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo ustvarja/povečuje premoženje lastnikov,
- (2) notranje/interno pridobljena sredstva, tj. neto denarni tok iz poslovanja (*ang. net operating cash flow*), so najpomembnejši vir kapitala,
- (3) na neto denarne tokove iz poslovanja lahko neugodno vplivajo spremembe v obrestnih merah, cenah surovin in deviznih tečajev.

Iz tega sledi, da v primeru, če lastni viri financiranja niso zaščiteni, so podjetja prisiljena opuščati profitabilne projekte in na ta način se zmanjša vrednost premoženja lastnikov. Če pa podjetje obvladuje tveganja, zagotavlja, da bo imelo dovolj lastnih virov za financiranje donosnih projektov oziroma zagotavlja stabilnost denarnega toka iz poslovanja in tako teh projektov ne bo prisiljeno opuščati. To bo povzročilo, da bosta premoženje podjetja kot premoženje lastnikov, povečana optimalno (Fatemi, Luft, 2002, str. 33).

4.2. TEORIJA STROŠKOV AGENTOV

Teorija stroškov agentov prav tako kot teorija maksimizacije premoženja lastnikov upošteva nepopolnosti na trgu in dovoljuje tudi prisotnost tržnih trenj, ki vodijo k zniževanju transakcijskih stroškov in stroškov zaščite pred tveganji. V teoriji stroškov agentov obstoja razlika med interesi managerjev in interesi lastnikov podjetja, saj so managerji tveganju nenaklonjeni (Fatemi, Luft, 2002, str. 33).

Managerji ob neustreznih spodbudah lastnikov uporabljajo številne tehnike obvladovanja tveganja in zagotavljanja stabilnosti denarnih tokov. Ne želijo namreč, da bi podjetje financirali z zunanjim dolgom, kar sicer zaradi davčnih učinkov povečuje premoženje lastnikov, na drugi strani pa z večjim obsegom zadolževanja povečuje stroške finančne stiske, zaradi česar se ugodnosti managerjev zmanjšujejo. Zaradi tega želijo managerji kar se le da zmanjšati volatilitnost denarnih tokov in se tako izogniti odklonom denarnih tokov navzdol kot navzgor. S strani lastnikov pa je odklanjanje vrednosti denarnih tokov navzgor zaželeno. Na podlagi tega se je mogoče postaviti na ekstremno stališče, da je obvladovanje tveganja način, kako premoženje lastnikov prerazdeliti na managerje. Managerji lahko z uporabo različnih strategij zagotovijo ravno toliko notranje generiranih sredstev, da ravno izvedejo investicijske odločitve in s tem zanašanje na zunanje vire ni potrebno (Berk, 2004, str. 6).

Stroški obvladovanja tveganja se v primeru zaostrenih agentskih odnosov pojavljajo tudi v primeru managementu priljubljenih projektov (*ang. pet projects*). Management lahko tehnike obvladovanja tveganja uporabi z namenom promoviranja teh projektov. S temi projekti se managerjem vrednost premoženja poveča, lastnikom pa zmanjša. Na ta način se lahko z obvladovanjem tveganja zaostrijo agencijski odnosi oziroma so povečani stroški agentov tudi stroški obvladovanja tveganja (Berk, 2004, str. 6 in 7).

Obstaja pa tudi agentski odnos med lastniki in obvezničarji oziroma upniki, ki deluje v nasprotni smeri. Podjetje lahko zmanjša stroške agentov, če se pred tveganji zaščiti. Če pa ima podjetje v svoji strukturi kapitala veliko obveznosti/dolga in fiksnih obveznosti ne more plačati, se lahko managerji/delničarji pri nekaterih investicijskih odločitvah odločijo za opustitev projekta. In podobno, če ima veliko priložnosti za rast pri svojih investicijskih možnostih. V obeh primerih govorimo o t.i. underinvestment problem oziroma problemu nezadostnega investiranja, kot ga je poimenoval Myers (Nance, Smith, Smithson, 1993, str. 270).

4.2.1. Nagrajevanje managerjev in zaščita pred tveganji

Lastniki podjetij najemajo managerje, ker imajo specifična znanja in na ta način pripomorejo k povečanju vrednosti podjetij in premoženja lastnikov. Da lahko managerji ta cilj dosežejo, jim lastniki podelijo diskrecijsko pravico razpolaganja s premoženjem podjetja, vendar ob tem prihaja do problema uskladitve interesov obeh skupin. V pogodbah o nagrajevanju managerjev je največkrat določeno, da so nagrade oziroma plačilo za opravljeno delo vezane na vrednost podjetja, saj managerji poleg maksimiziranja premoženja lastnikov poskušajo zasledovati tudi svoje lastne interese. Od določil v pogodbah je torej odvisno, koliko so managerji pri svojih aktivnostih nenaklonjeni tveganju in za kakšen obseg zaščite pred tveganji se managerji odločijo (Smith, Stulz, 1985, str. 399).

Konkavna oblika funkcije nagrajevanja managerjev oziroma ne zadosti konveksna, ko so nagrade managerjev degresivno naraščajoča funkcija vrednosti premoženja podjetja oziroma premoženja lastnikov, pomeni zanje večje spodbude pri obvladovanju tveganja. Ker pa managerji nočejo sprejemati odločitev, ki povečujejo spremenljivost denarnih tokov, se lahko zgodi, da začnejo zavračati projekte s pozitivnimi neto sedanjimi vrednostmi, katerih denarni tokovi so bolj spremenljivi kot povprečno tvegani projekti podjetja (Smith, Stulz, 1985, str. 402).

Če hočejo lastniki manjši obseg zaščite pred tveganji, morajo nagrajevanje managerjev spremeniti v smeri manjše konkavnosti oziroma večje konveksnosti. To pomeni razdeljevanje morebitnih/potencialnih koristi od bolj tveganih projektov. Managerji bodo pripravljene sprejemati večja tveganja, kar pomeni, da bodo manj nenaklonjeni tveganju, ko imajo delnice podjetja na katere vrednost lahko s svojimi odločitvami neposredno vplivajo (Tufano, 1996, str. 1109).

4.3. SUBSTITUTI ZA ZAŠČITO IZPOSTAVLJENOSTI PRED TVEGANJI

Podjetja za zaščito izpostavljenosti pred tveganji ne uporabljajo le izvenbilančnih izvedenih finančnih instrumentov in izpostavljenost uravnavajo tudi s preprostejšimi tehnikami, na primer s prestrukturiranjem sredstev in obveznosti v bilanci stanja. Konflikt med lastniki in upniki lahko management zmanjša z zmanjšanjem dolga v strukturi kapitala. Ta ukrep pa je manj priljubljen, saj zmanjšuje pozitivne davčne učinke (Nance, Smith, Smithson, 1993, str. 270).

K zmanjševanju problema agentskih odnosov pripomore tudi uporaba zamenljivega dolga in prednostnih delnic. Zamenljivi dolg vsebuje vgrajeno opcijo na premoženje podjetja, zaradi česar postane zamenljivi dolg bolj izpostavljen vrednosti podjetja, navaden kapital oziroma vrednost podjetja pa manj nestanovit. Uporaba prednostnega lastniškega

kapitala pa zmanjšuje verjetnost finančne stiske. Tveganje podjetja znižujejo tudi investicije v bolj likvidna sredstva ter omejitve, ki se nanašajo na politiko dividend oziroma samo višino izplačanih dividend (Nance, Smith, Smithson, 1993, str. 270-271).

Poleg same strukture kapitala in zmanjševanja stroškov agentov med lastniki in upniki podjetja uporabljajo tudi številne metode za zmanjševanje drugih tveganj. Te metode so prav tako substituti za zaščito pred tveganji z uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Mednje uvrščamo zamikanje transakcij naprej in nazaj (*ang. leads and lags*), uravnavanje pritokov in odtokov glede na čas transakcije (*ang. matching*), netiranje prejemkov in plačil v tujino (*ang. inter-company netting for foreign receipts and payments*), fakturiranje v domači valuti (*ang. domestic currency invoicing*), prilagoditvena določila (*ang. adjustment planses in sales contracts*), obvladovanje razmerja med sredstvi in obveznostmi (*ang. asset-liabilities management*) in sporazumi o medsebojnem priznavanju transfernih cen (*ang. transfer pricing agreements*) (Nathan, 2000, str. 167). Nathan (2000, str. 168) ugotavlja, da je uporaba internih in eksternih tehnik zaščite odvisna od vrste izpostavljenosti in da so podjetja pri izbiri internih tehnik bolj selektivna kot pri izbiri eksternih tehnik za zaščito pred tveganji.

5. POMEN OBVLADOVANJA TVEGANJA V NEFINANČNIH PODJETJIH

Obvladovanje tveganja naj bi bilo po sodobni finančni teoriji nepotrebno oziroma celo škodljivo. V Modigliani – Millerjevem svetu brez transakcijskih stroškov in davkov ter drugih omejujočih predpostavk, naj bi bili vlagatelji izpostavljeni le sistematičnemu tveganju, saj lahko z razpršitvijo svojega premoženja v več delnic odpravijo nesistematično tveganje, ki je povezano s posamezno delnico. Veliko avtorjev, ki raziskujejo to področje, v svojih prispevkih trdi, da temu ni tako. Številne nepravilnosti, kot so stroški agentov, transakcijski stroški, davki in volatilnost stroškov financiranja povzročajo, da obvladovanje tveganja na ravni podjetja, kot tudi obvladovanje tveganja vlagateljev na finančnem trgu, povečuje vrednost premoženja lastnikov. Obvladovanje tveganja pa povečuje vrednost tudi v primeru drugih organizacijskih oblik (zaprte delniške družbe, družbe z neomejeno odgovornostjo) (Berk, 2005, str. 4).

Prenehanje delovanja mehanizma mednarodnega monetarnega sistema leta 1971 predstavlja pomembno prelomnico na področju razvoja obvladovanja finančnega tveganja⁶, poleg tega so sedemdeseta leta 20. stoletja zaznamovale arabsko-izraelska vojna in obe naftni krizi, leta 1973 in 1979-1980 ter prehod s keynesianske na monetaristično

⁶ Pomemben prispevek k razvoju finančnega tveganja predstavlja leta 1956 članek B. Gallagherja, v katerem med prvimi opredeli pomen obvladovanja tveganja za izvajanje preventivnega nadzora nad gibanjem stroškov in leta 1963 izid knjige Mertona in Hedgesa z naslovom »Risk Management in the Business Enterprise (Vaughan, 1997, 2).

denarno politiko. Politika ciljanja obrestne mere, ki jo je angleška centralna banka vodila od 1945. do 1976. leta, je vedno bolj vplivala na rast ravni cen, ki sta jo Velika Britanija in ZDA sredi sedemdesetih let poskušali upočasniti z omejevalnimi ukrepi monetaristične denarne politike. Geopolitične in gospodarske spremembe v sedemdesetih letih so narekovale svojevrstno dinamiko na področju obvladovanja finančnega tveganja in finančnega obvladovanja podjetij tudi v osemdesetih letih. Do naslednje pomembnejše prelomnice v razvoju obvladovanja finančnega tveganja je prišlo na prehodu v devetdeseta leta, ki so jih zaznamovale tretja naftna kriza v času iraške zasedbe Kuvajta ter azijska in ruska finančna kriza. V tem obdobju je zaznati premik od izvedbenega k celovitemu obvladovanju finančnega tveganja. Akademiki tistega časa že opozarjajo na slabosti ločenega obvladovanja finančnega tveganja in zavzemajo stališče, da je potrebno k obvladovanju finančnega tveganja pristopati celovito in izoblikovati takšno podjetniško organizacijsko strukturo, ki bo omogočila obvladovanje tveganja na vseh ravneh upravljalno-vodstvenega procesa. K razvoju obvladovanja finančnega tveganja pa je v zadnjih desetletjih prispevalo vse intenzivnejše obdobje združevanja in prevzemov, kar je omogočilo prenos modelov tovrstnega obvladovanja tudi na manjša podjetja. Poleg tega je v tem obdobju prišlo tudi do sodelovanja med konkurenčnimi podjetji (npr. ustanovitev joint venture podjetja Sony Ericsson Mobile Communications leta 2001) (Romih, 2005, str. 121-122).

Danes pa se, kot posledica globalizacije in zavedanja pomembnosti obvladovanja tveganja, le-to vedno bolj razširja od ozko definiranega finančnega tveganja do drugih, nefinančnih vrst tveganj. Horizontalno širjenje zajema druge poslovne funkcije, vertikalna širitev pa povzroča, da je obvladovanje tveganja vpeto v celotno organizacijsko strukturo podjetja in postaja integrirano v poslovni proces na več nivojih. Tako lahko dosežemo preglednost in boljšo razčlenjenost dejavnikov. Večja natančnost načrtovanja in postavljanja posameznih proračunov omogoča enostavno primerjavo uresničenega z načrtovanim in služi kot orodje za povečanje vrednosti lastnikov (Berk, 2005, str. 5). Clarke in Varma (1999, str. 414) pa ugotavljata, da se tveganja še vedno obvladujejo parcialno in med poslovnimi področji premalo povezano kljub dejstvu, da se podjetje strateškega pristopa k obvladovanju tveganja dobro zaveda.

V prihodnosti pa gre pričakovati, da bodo podjetja k obvladovanju tveganja pristopila bolj resno, saj jih k podrobnejšemu razkrivanju načinov in postopkov obvladovanja tveganja vedno bolj zavezuje zakonodaja in kodeksi preglednega poslovanja podjetij.

S celovitim pristopom k obvladovanju tveganja, si lahko podjetje izboljša kakovost načrtovanja bodočega poslovanja, zmanjša spremenljivost prihodnje poslovne uspešnosti, zmanjša verjetnost poslovnih in finančnih težav, izboljša odnose s člani interesnih skupin (kupci, dobavitelji, bankirji, lastniki, zaposlenimi) in pridobi tudi bolj kakovostne informacije za spremljanje poslovnih odločitev (Pustatičnik, 2007, str. 63).

Clarke in Varma (1999, str. 414) še navajata, da celovito obvladovanje tveganja podjetjem omogoča konsistentno (trajno) zagotavljanje nadpovprečno poslovno uspešnost in naj bi zato bilo sestavni del poslovne strategije. Po drugi strani pa opozarjata, da ad hoc pristop k obvladovanju tveganja pogosto vodi v zmanjševanje poslovne uspešnosti, saj se podjetja tega pristopa lotijo v težavah in pogosto zaletavo sledijo ukrepom, ki so neracionalni in zaradi katerih se dodatno ter po nepotrebnem izpostavijo različnim vrstam tveganj.

Če se podjetje obvladovanja tveganja loti sistematično in ga neprekinjeno izvaja, potem takšen način podjetje pripelje do sistematične vzpostavitve kompetenc ne le na področju obvladovanja tveganja, ampak tudi pri obvladovanju celotnega procesa. Temeljni dejavnik, ki omogoči uresničitev teh dosežkov, je sprememba miselnosti in podjetniške kulture ter prevzemanje sodobnih, odprtih načinov vodenja, kar je v nasprotju s prevzemanjem načel prekomerne nenaklonjenosti tveganju (Berk, 2005, str. 6).

5.1. ZAVEZANOST PODJETIJ K OBVLADOVANJU TVEGANJA

Nova zakonodaja na področju obvladovanja tveganja, ki je marsikoga ujela nepripravljenega, je velik izziv vsem v podjetju, saj je zaveza ene strani hkrati pravica druge. To pomeni, da je uprava zavezana pripraviti politiko, strategijo obvladovanja tveganja in razkriti dodatne informacije, ki jih potrebujejo delničarji za oceno svojih naložbenih priložnosti. Nadzorni sveti pa morajo vedeti, kaj zahtevati od uprave, da jim delničarji ne bodo povzročali težav in jih pozivali na odgovornost (Peterlin, 2005a, str. 18).

Zakon o gospodarskih družbah v prvi točki na področju poslovnega poročila (ZGD-1, 42/06, 70. člen) upravi nalaga razkrivati informacije, ki morajo vsebovati vsaj pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe ter njenega finančnega položaja, vključno z opisom bistvenih tveganj in negotovosti, ki jim je družba izpostavljena. V četrti točki istega člena pa zakon o gospodarskih družbah upravi nalaga v poslovnem poročilu prikazati cilje in ukrepe obvladovanja finančnih tveganj družbe, vključno z ukrepi za zavarovanje vseh najpomembnejših vrst načrtovanih transakcij, za katere se posli zavarovanja računovodsko posebej prikazujejo, ter izpostavljenost družbe cenovnim, kreditnim in likvidnostnim tveganjem ter tveganjem v zvezi z denarnim tokom. V primeru, če je to pomembno za presojo premoženja in obveznosti družbe, njenega finančnega položaja in poslovnega izida.

S članstvom Slovenije v Evropsko unijo za vse delniške družbe, katerih vrednostni papirji kotirajo na borzi, velja uporaba mednarodnih standardov računovodskega poročanja MSRP (ang. IFRS – International Financial Reporting Standards). MSRP, za razliko od SRS, opredeljujejo samo pravila poročanja, vendar so kljub temu obsežnejši od slednjih. Ob dinamičnem razvoju in zahtevani globalni uporabnosti so, poleg samih standardov, kot uradni del standardov opredeljene tudi nekatere sestavine (pojasnila, navodila za uporabo,

podlage za sprejete standarde, ipd.). Posamezen standard v okviru MSRP pokriva posamezno zaokroženo področje, za razliko od SRS, ki so bolj splošni in sistematično sledijo obravnavi možnih gospodarskih kategorij v računovodstvu podjetja. Od MSRP je MSRP 7 (2006) tisti, ki od podjetij zahteva, da razkrijejo informacije, ki uporabnikom računovodskih izkazov omogočajo, da ovrednotijo naravo in obseg tveganja iz finančnih instrumentov.

Podjetja pa so poleg MSRP zavezana tudi k uporabi mednarodnih računovodskih standardov. Tako mednarodni računovodski standard MRS 39 (2001) in mednarodni računovodski standard MRS 32 (2001) celostno obravnavata finančne instrumente z vidika računovodenja in z vidika zahtevanih razkritij. Večinoma obsegata računovodenje finančnega poslovanja v družbi in sta še posebej namenjena pripoznavi in poznejšemu prevrednotenju varovalnih razmerij. Mednarodni računovodski standard MRS 32, ki je nadaljevanje mednarodnega računovodskega standarda MRS 39, zahteva komentarje k računovodskim izkazom ter dodatna razkritja glede usmeritev podjetja pri obvladovanju tveganja, vrste tveganja, opisa varovane postavke, opisa instrumenta za varovanje in uspešnosti varovanja.

Te zahteve so v skladu z zahtevami zakona o gospodarskih družbah, kar pomeni, da so razkritja zahtevana tudi za podjetja, ki niso zavezana k uporabi mednarodnih računovodskih standardov. Podjetje mora opisati svoje namene in usmeritve varovanja s finančnim tveganjem, varovanja pred tveganjem po glavnih skupinah predvidenih poslov, za katere se uporablja obračunavanje varovanja pred tveganjem. Tveganja, ki so predmet razkritij, so valutno, obrestno in cenovno tveganje, kreditno tveganje, tveganje plačilne sposobnosti in tveganje denarnega toka (Peterlin, 2005a, str. 18).

Zakon o finančnem poslovanju podjetij pa pravi (ZFPP, 54/99, 9. člen), da mora uprava zagotoviti, da podjetje redno spremlja tveganja, ki jim je izpostavljeno pri svojem poslovanju (likvidnostna tveganja, tveganja neizpolnitve nasprotne stranke, obrestna, valutna in druga tržna tveganja ter tveganja zaradi izpostavljenosti do posamezne osebe oziroma skupine oseb, ki predstavljajo enotno tveganje) ter sprejeti ustrezne ukrepe, s katerimi podjetje obvladuje ta tveganja. Ugotovimo lahko, da so zahteve mednarodnih računovodskih standardov in mednarodnih standardov računovodskega poročanja po razkritjih zelo podobne zahtevam zakona o finančnem poslovanju podjetij, ki zavezuje obvladovati tveganja.

Ko govorimo o zakonodajni in računovodski zavezanosti podjetij, je potrebno poudariti, da je z uporabo mednarodnih računovodskih standardov in mednarodnih standardov računovodskega poročanja obvladovanje tveganja obravnavano na bolj strokoven način. Ti standardi namreč uvajajo poenoten in konsistenten model računovodskega spremljanja podjetij. Ta proces se je pri največjih slovenskih delniških družbah že začel. Poleg tega družbe, katerih vrednostni papirji so uvrščeni na katerega na organiziranih trgov v državah

članicah EU in so zavezane konsolidaciji, pri letnem poročanju v skladu z omenjenimi standardi svoje aktivnosti in pristope pri obvladovanju tveganja razkrivajo bolj podrobno. K temu pa so veliko pripomogla prav podrobna določila in sama oblika mednarodnih računovodskih standardov (MRS 32 in MRS 39) in standarda računovodskega poročanja (MSRP 7), ki podrobno opredeljujejo posamezne kategorije, in poleg tega, da podjetja spodbujajo k razmišljanju o varovanju pred tveganji, omogočajo tudi ugodno davčno obravnavo (Berk, 2006, str. 18).

Ob vsem navedenem lahko povzamem, da so tveganje dolžna obvladovati vsa podjetja in ne le tista, ki so zavezana mednarodnim računovodskim standardom. Pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe in njenega finančnega položaja, vključujoč opis bistvenih tveganj v vsebini poslovnega poročila družbe, podjetje zavezuje, da pripravi celovito analizo finančnega položaja, kamor sodijo tudi cilji in ukrepi obvladovanja tveganja. In to ne le finančnega tveganja, kakor dobesedno piše v besedilu zakona. Obvladovanje tveganja naj bi torej ne bilo le v domeni družb, ki kotirajo na borzi in jih k temu zavezuje zakon, ampak v domeni vsakega podjetja (Berk, 2005a, str. 8).

Zakonodajne in računovodske zahteve po poslovni uspešnosti in njenem sporočanju javnosti postajajo vedno bolj dodelane in zapirajo prostor pomanjkanju znanja, ignoranci, samovoljnemu obvladovanju podjetij, prikrivanju poslovanja, in podobnemu. Vedno več je namreč dejavnikov, ki narekujejo izboljšave na področju obvladovanja tveganja, če navedem le nekatere: globalno poslovanje, dokaj velika nestanovitnost na trgih, zelo visoki zneski finančnih afer, mednarodno lastniško povezovanje.

5.2. PRISTOPI K OBVLADOVANJU TVEGANJA V SLOVENSКИH PODJETJIH

S tem, ko v podjetju na celovit način obvladujejo tveganje, se ob svojih zmožnostih zavedajo tudi svoje ranljivosti in vedo, da je uspešnost podjetja odvisna tudi od kulture gospodarske družbe in učinkovitosti komuniciranja z notranjimi in zunanji javnostmi. Sodobne gospodarske družbe zato vsem interesnim skupinam (vlagateljem, upnikom, dobaviteljem, kupcem, idr.) v letnih poročilih, poleg informacij o prejšnjem poslovanju podjetja, o njegovem trenutnem položaju in o prihodnjem delovanju, sporočajo tudi o pristopih in ciljih obvladovanja tveganja in kriterijih za njihovo presojanje in tako skušajo pri zainteresirani javnosti vzpostaviti zaupanje in ugled (Horvat, 2006, str. 22 in Berk, 2006, str. 18).

Uvrstitev področja obvladovanja tveganja v letna poročila je pravilna, saj obvladovanje tveganja ni modna muha in bi ga podjetja imela napisanega le iz teh razlogov, ampak je del njegove strategije. Gre namreč za sklop aktivnosti, ki so v neposredni povezavi z prepoznavanjem nevarnosti, merjenjem njihovih učinkov, prilagajanjem oziroma

blaženjem izpostavljenosti, ki pa po drugi strani pripomorejo k izkoriščanju potencialov in priložnosti (Berk, 2006, str. 18).

Zaradi zgoraj navedenega me je zanimalo, kako slovenska podjetja v letnih poročilih poročajo o področju obvladovanja tveganja. Pri tem sem se osredotočila le na gospodarske družbe iz prve kotacije ljubljanske borze. Tveganje namreč postaja posebno poglavje v poslovnem delu letnega poročila, ki je poleg analize poslovanja vse bolj pomembno.

Slovenska podjetja so za leto 2004 o obvladovanju tveganja poročala prvič in nekaterim bolj naprednim je že prvo leto uspelo začrtati kompetenčne centre za obvladovanje tveganja. V njih so začeli zbirati znanje in izkušnje, opredeljevati najpomembnejše izpostavljenosti ter snovati metodologije za merjenje in nadzor (Berk, 2005a, str. 8). Opazen napredek so družbe naredile za leto 2005, čeprav je potrebno poudariti, da je v veliko letnih poročilih področje obvladovanja tveganja skromno opisano, v večini primerov gre za teoretične opredelitve tveganja, opisi ukrepov za njihovo odpravo oziroma zmanjšanje pa so premalo razčlenjeni (Horvat, 2005, str. 31). Tudi v letnih poročilih za leto 2006 lahko za določeno skupino podjetij ugotovimo podobno, še vedno pa je premalo podjetij, ki se pomena dobrega obvladovanja tveganja zavedajo. Pri teh podjetjih zasledimo kvalitativne ocene ogroženosti zaradi posameznih vrst tveganj, predstavijo interne metodologije ocenjevanja tveganj ter ukrepe za njihovo obvladovanje, prav tako pa dobro predstavijo organe, ki se s tveganji ukvarjajo.

Kako se na pravilen način in uspešno lotiti ocenjevanja tveganja, so v svojem letnem poročilu za leto 2006 prikazali v družbi Petrol, d.d. Prvi korak družbe Petrol pri ocenjevanju tveganja za leto 2006 je bila analiza obstoječega stanja, ko so preučili metodologijo za obvladovanje tveganja. Ponovno so identificirali vsa tveganja in njihove medsebojne odvisnosti. Metodologijo ocenjevanja tveganja so nato dopolnili tako, da so bila vsa tveganja ocenjena na dveh ravneh: na ravni celotne skupine Petrol in na ravni področja dela posameznega ocenjevalca. Obenem pa so tveganje ocenjevali še po dveh kriterijih: verjetnosti in pomembnosti. V proces ocenjevanja tveganja so poleg uprave družbe vključili tudi direktorje organizacijskih enot matične družbe in direktorje odvisnih družb v skupini Petrol. Nato so na podlagi izpolnjenih vprašalnikov v skladu z izraženimi ocenami analizirali vsa tveganja. Pripravili so nov zemljevid tveganj z 18 najverjetnejšimi in hkrati najpomembnejšimi tveganji za leto 2006. Ob vsem tem so posebno pozornost namenili priporočilom, s katerimi želijo obvladovanje tveganja v prihodnosti še izboljšati (Letno poročilo Skupine Petrol, d.d., 2006, str. 98-99).

Zainteresirana javnost v letnih poročilih poleg razvrščanja in opisovanja posameznih vrst tveganj pričakuje tudi mersko izražene velikosti posameznih izpostavljenosti, sestavo varovanih razmerij, uporabo ukrepov in obseg možnih negativnih vplivov. Temu so se v svojem letnem poročilu za leto 2006 od družb prve borzne kotacije najbolj približali v Gorenju, d.d., ki ima po mojem mnenju od vseh družb najboljše poslovno poročilo na

področju obvladovanja tveganja in je lahko ostalim družbam velik zgled. Za boljše zaznavanje, ocenjevanje in obvladovanje tveganja so med drugim izdelali t.i. strateški zemljevid tveganj, kjer je za vsako vrsto tveganja ocenjena velikost škode in verjetnost nastanka tveganja (Letno poročilo družbe Gorenje, d.d., 2006, str. 52). Poleg velikosti škode in verjetnosti bi lahko posameznim vrstam tveganja v okviru strateškega zemljevida tveganj dodali tudi časovno komponento, s katero bi opredelili pričakovani nastop tveganja v prihodnjem srednjeročnem obdobju.

Tabela 2: Strateški zemljevid tveganj Skupine Gorenje

Vrsta tveganja					Verjetnost			
	majhna	zmerna	velika	zelo velika	visoka	srednja	nizka	zelo nizka
Poslovna tveganja								
1.1 Zunanja tveganja								
1.2 Prodajna tveganja (Tveganja neuspešnosti nastopa na Posameznih trgih)								
1.3 Nabavna tveganja								
1.4 Produktna tveganja								
1.5 Investicijska tveganja								
1.6 Kadrovska poslovna tveganja								
1.7 Tveganja izgube premoženja								
Finančna tveganja								
2.1 Kreditna (zaupajska) tveganja								
2.2 Valutna tveganja								
2.3 Obrestna tveganja								
2.4 Tveganja plačilne sposobnosti								
Tveganje delovanja								
3.1 Proizvodna tveganja								
3.2 Kadrovska tveganja delovanja								
3.3 Tveganja delovanja informacijskega sistema								
3.4 Zakonodajna tveganja								
3.5 Projektna tveganja								
3.6 Požarna tveganja								

Vir: Letno poročilo družbe Gorenje, 2006, str. 52.

Iz strateškega zemljevida tveganj razberemo, da je za večino tveganj velikost škode ocenjena z oceno zmerna ali majhna, verjetnost nastanka tveganja pa z oceno nizka ali zelo nizka. Le tveganja nabave surovin, materialov in storitev imajo oceno velikosti škode zelo velika in visoko verjetnost nastanka. Vodstvo Skupine Gorenje nabavnim tveganjem, v

okviru katerih proučuje tveganja, povezana z obvladovanjem nepričakovanih sprememb cen, dobavnih rokov ter kakovosti vhodnih surovin in materialov, posveča posebno pozornost, saj je uspešno poslovanje Skupine Gorenje v veliki meri odvisno prav od dobaviteljev surovin, materialov in storitev. Konec leta 2006 so namreč nenačrtovano visoke ravni cen strateških surovin in materialov imele neugoden vpliv na poslovanje družbe, kar je imelo za posledico visoko izpostavljenost temu tveganju (Letno poročilo družbe Gorenje, 2006, str. 47). Omeniti je potrebno tudi veliko izpostavljenost družbe na področju zakonodajnih tveganj, ki je posledica uvajanja direktive Evropskega parlamenta o reciklaži elektronske in električne opreme. Le-ta namreč preko nacionalnih zakonskih predpisov proizvajalcem in distributerjem električne in elektronske opreme prinaša dodatne obveznosti, ki bodo vplivale na poslovanje družbe v prihodnosti (Letno poročilo družbe Gorenje, 2006, str. 51).

V letnem poročilu je ob koncu poglavja o obvladovanju tveganja priporočljivo poročati tudi o delovanju službe notranje revizije (Hrovat, 2006, str. 22). Izvajanje notranjih revizij namreč pomeni preverjanje, ali so tveganja ustrezno prepoznana in obvladana, ali je poslovanje skladno s predpisi in sistemskimi dokumenti in ali je učinkovito in uspešno. Le ustrezen način notranjih kontrol zmanjšuje že prepoznana tveganja na še sprejemljivo raven, zato je naloga službe notranje revizije preverjanje vzpostavitve, ustreznosti in delovanja notranjih kontrol.

6. SKLEP

Podjetja se morajo zavedati, da kljub obvladovanju tveganja, določena mera tveganja vedno ostane in je celo zaželena, saj lahko podjetje na ta način doseže večjo ustvarjalnost in odprtost za izboljšave in nova spoznanja. Danes mora vsako podjetje strmeti k inovativnosti, ustvarjalnosti, napredku in biti pripravljeno na spremembe, če želi ostati konkurenčno na trgu. Sprejemati mora tudi drznejše odločitve ter prilagajati obstoječa pravila novim pogojem. Podpirati mora določene tvegane aktivnosti in v razumnih mejah spodbujati tveganje. Pretirana formalizacija, centralizacija in zavračanje kakršnegakoli tveganja zavirajo ustvarjalnost in nove ideje, kar pa si nobeno podjetje v svetu stalnih sprememb ne more privoščiti (Randolf, Posner, 1992, str. 115-125).

Obvladovanje tveganja je smiselno takrat, ko prinaša več koristi kot stroškov. Primerjava je pogosto težka, saj so nasprotno s stroški (neposredni stroški oddelka za obvladovanje tveganja, transakcijski stroški) koristi obvladovanja tveganja precej težko merljive. Izvirale naj bi iz davčnih prihrankov, nižjih stroškov finančne stiske in zmanjševanja problema izvajanja premajhnega obsega realnih naložb podjetja.

Novejši trendi pri obvladovanju tveganja poudarjajo številne sinergijske učinke in medsebojne odvisnosti tako tveganj, ki jim je podjetje izpostavljeno, kot uporabljenih metod za njihovo obvladovanje, zato opozarjajo na potrebo po celovitem obvladovanju tveganja (*ang. integrated risk management*). Cilj celovitega obvladovanja tveganj je maksimizacija tržne vrednosti podjetja z vnaprejšnjim oblikovanjem profila tveganja podjetja.

Pomena obvladovanja tveganja se v podjetjih vedno bolj zavedajo in k le-temu celovito pristopajo. Poleg zakonodaje, računovodskih usmeritev in kodeksov jih v to silijo globalizacija poslovanja in konkurenčni trgi. Obvladovanje tveganja ne prinaša koristi le v idealiziranem svetu brez transakcijskih stroškov in davkov ter popolne razpršenosti premoženja. Tudi sicer je obvladovanje tveganja ključnega pomena za dolgoročni obstoj podjetja, saj pozitivno vpliva na donosnost, učinkovitost, produktivnost in plačilno sposobnost.

Vzpostavitev učinkovitih politik in pristopov obvladovanja tveganja bo v slovenskih podjetjih terjala še veliko časa in napora. Upam, da se bo to zgodilo čim prej, saj bodo podjetja s tem uspešnejša v konkurenčnem boju, za lastnike bodo lahko ustvarjala več vrednosti, koristi pa se bodo kazale tudi pri drugih interesnih skupinah, pri upnikih in zaposlenih, ki bodo uživali večjo varnost in blaginjo. Oblikovati je potrebno sistem vrednot in kulturo zaposlenih, ki bo vključevala zavedanje o nujnosti aktivnosti, ki so povezane z obvladovanjem tveganja.

LITERATURA

1. Alvarez Gene: Operational Risk Event Classification. Zurich IC Squared, str. 1-7. [URL:<http://www.ic2.zurich.com>], 2003.
2. Berk Aleš: Možnosti za izboljšave je veliko. Finance, Ljubljana, 2006, 218, str. 18.
3. Berk Aleš: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih, ameriških in nemških nefinančnih podjetjih po vrstah finančnega tveganja. Revizor, Ljubljana, 17(2006a), 1, str. 111-131.
4. Berk Aleš: Enterprise Risk Management Practices in Slovenia and Their Impact on Performance. Working Paper 168. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 30 str.
5. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana : GV Založba, 2005. 280 str.
6. Berk Aleš: Podjetja še niso pripravljena na obvladovanje tveganj. Finance, Ljubljana, 2005a, 204, str. 8.
7. Berk Aleš: Mednarodna primerjava uporabe izvedenih finančnih instrumentov v nefinančnih podjetjih. Revizor, Ljubljana, 16(2005b), 11/12, str. 67-93.
8. Berk Aleš: Upravljanje s tveganji v nefinančnih podjetjih: Se tveganja zavedajoča podjetja ločijo od ostalih?. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 23 str.
9. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. Vodnik po predmetu. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 290 str.
10. Bodnar M. Gordon, Gebhardt Günther: Derivatives Usage in Risk Management by U.S. and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. NBER WP 6705. Cambridge : NBER, 1998, str. 1-27.
11. Brigham F. Eugene, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. 8. izdaja. Masen : South-Western Thompson Learning Inc., 2004. 1038 str.
12. Chapman Chris, Ward Stephen: Project Risk Management. Processes, Techniques and Insights. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1997. 322 str.
13. Clarke J. Christopher, Varma Suvir: Strategic Risk Management: the New Competitive Edge. Long Range Planning, London, 32(1999), 4, str. 414-424.
14. Dembo S. Ron, Freeman Andrew: Seeing tomorrow – Rewriting the Rules of Risk. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1998. 260 str.
15. Das T. K., Teng Bing-Sheng: Resource and Risk Management in the Strategic Alliance Making Process. Journal of Management, New York, 24(1998), 1, str. 21-42.
16. Eiteman K. David, Stonehill I. Arthur, Moffett H. Michael: Multinational Bussiness Finance. 9. izdaja. Boston : Addison-Wesley Longman Inc., 2001. 694 str.
17. Fatemi Ali, Galum Martin: Risk Management Practices of German Firms. Managerial Finance, Patrington, 26(2000), 3, str. 1-17.
18. Fatemi Ali, Luft Carl: Corporate Risk Management: Costs and Benefits. Global Finance Journal, Amsterdam, 13(2002), 1, str. 29-38.

19. Froot A. Kenneth, Scharfstein S. David, Stein C. Jeremy: Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *Journal of Finance*, New York, 48(1993), 5, str. 1629-1658.
20. Graham R. John, Harvey R. Campbell: The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 60(2001), 1, str. 187-243.
21. Guay Wayne, Kothari S. P.: How Much Do Firms Hedge with Derivatives?. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 70(2003), 3, str. 423-461.
22. Horvat Tatjana: Letno poročilo: osredotočite se na bistveno. *Finance*, Ljubljana, 2006, 55, str. 22.
23. Hrovat Tatjana: Virus dobrih letnih poročil se hitro širi. *Finance*, Ljubljana, 2005, 202, str. 30-31.
24. Joseph L. Nathan: The Choice of Hedging Techniques and the Characteristics of UK Industrial Firms. *Journal of Multinational Financial Management*, Amsterdam, 10(2000), 2, str. 161-184.
25. Kerzner Harold: Project Management. A System Approach to Planning, Scheduling and Controlling. 7. izdaja. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2001. 1203 str.
26. Nance R. Deana, Smith W. Clifford, Jr, Smithson W. Charles: On the Determinants of Corporate Hedging. *Journal of Finance*, New York, 48(1993), 1, str. 267-284.
27. Peterlin Jožko: Finančna tveganja. *Revizor*, Ljubljana, 10(1999), 10, str. 58-79.
28. Peterlin Jožko: Vpliv zunajbilančnih finančnih instrumentov na denarni tok in vrednost podjetja. Doktorska disertacija. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2002. 284 str.
29. Peterlin Jožko: Obvladovanje finančnih tveganj. Vrednotenje, računovodenje in nadziranje uporabe izvedenih finančnih instrumentov in varovalnih razmerij v praksi. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2005. 389 str.
30. Peterlin Jožko: Uprava s tveganji tvega spor z nadzorniki. *Finance*, Ljubljana, 2005a, 98, str. 18.
31. Pučko Danijel: Strateško upravljanje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 390 str.
32. Pustatičnik Iztok: Obvladovanje tveganja v nefinančnih organizacijah. *Revizor*, Ljubljana, 18(2007), 2, str. 47-64.
33. Randolph W. Alan, Posner Z. Barry: Getting the job Done! Manahing Project Temes and Task forces for Success. Engelwood Cliffs (N. J.) : Prentice Hall, 1992. 142 str.
34. Reynolds Diane, Syer David: Mark to Future and Operational Risk. *Algo Research Quatrely*, B.k., 5(2002), 2 str. 39-52.
35. Romih Dejan: Upravljanje finančnih tveganj v podjetjih. *Naše gospodarstvo*, Maribor, 51(2005), 1/2, str. 121-125.
36. Shimpi A. Prakash et al.: Integrating Corporate Risk Management. New York : Texere, 2001. 276 str.
37. Smith W. Clifford, Stulz M. René: The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seatle, 20(1985), 4, str. 391-405.

38. Smithson W. Charles, Smith W. Clifford, Wilford D. Sykes: Managing Financial Risk – A Guide to Derivative Products, Financial Engineering and Value Maximization. New York : Irwin Professional Publishing, 1995. 538 str.
39. Šušteršič Iza: Tveganje v projektih s primerom slovenskih podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 116 str.
40. Tufano Peter: Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry. Journal of Finance, New York, 51(1996), 4, str. 1097-1137.
41. Vaughan J. Emmet: Risk management. New York : John Wiley & Sons, 1997. 812 str.
42. Van Horne C. J.: Financial Management and Policy. 9. izdaja. Englewood (N.J.) : Prentice-Hall Inc., 1992. 833 str.
43. Wang Heli, Barne B. Jay, Reuer J. Jeffrey: Stimulating Firm-specific Investment through Risk Management. Long Range Planning , London, 36(2003)1, str. 49-59.
44. Young C. Peter, Tippins C. Steven: Managing Business Risk: an Organization-Wide Approach to Risk Management. New York : American Management Association, 2000. 443 str.

VIRI

1. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDOPO-2) (Uradni list RS, št. 117/06).
2. Zakon o finančnem poslovanju podjetij (Uradni list RS, št. 54/99).
3. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1) (Uradni list RS, št. 42/06).
4. Mednarodni računovodski standardi. MRS 32, Finančni instrumenti – razkrivanje in predstavljanje. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2001. 93 str.
5. Mednarodni računovodski standardi. MRS 39, Finančni instrumenti – pripoznavanje in merjenje. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2001. 74 str.
6. Mednarodni standard računovodskega poročanja. MRPS 7, Finančni instrumenti – razkritja (Uradni list EU, št. 24/06).
7. Basel Committee on Banking Supervision: Operational Risk. Supporting Document on the New Basel Capital Accord. [URL: <http://www.operationalrisk.com>], 2001.
8. Supervisory Guidance on Operational Risk. Advanced Measurement Approach for Regulatory Capital, [URL: <http://www.operationalrisk.com>], 2003.
9. Letno poročilo družbe Gorenje, d.d. za leto 2006. Velenje : Gorenje, d.d., 2006. 188 str.
10. Letno poročilo Skupine Petrol, d.d. za leto 2006. Ljubljana : Skupina Petrol, d.d., 2006. 304 str.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

accounting beta method	metoda računovodske bete
adjustment planses in sales contracts	prilagoditvena določila
agency cost reduction	teorija stroškov agentov
asset-liabilities management	upravljanje s sredstvi in obveznostmi
business process and technology risk	tveganja poslovnih procesov in tehnologije
commodities	surovine
convex tax function	konveksna oblika davčne funkcije
corporate, within-firm risk	tveganje naložbe znotraj podjetja
domestic currency invoicing	fakturiranje v domači valuti
economic exposure	ekonomska izpostavljenost
employee/people risk	tveganje zaposlenih
financial distress	finančna stiska
financial risk	finančno tveganje
foreign exchange risk	valutno tveganje
forward	terminski posel
futures	terminska pogodba
hedging	zaščita pred tveganji
inter-company netting for foreign receipts and payments	netiranje prejemkov in plačil v tujino
interest rate risk	obrestno tveganje
internal rate of return	notranja stopnja donosa
leading and lagging	terminsko usklajevanje plačil
market, beta risk	tržno tveganje
matching	uravnavanje pritokov in odtokov glede na čas transakcije
modified internal rate of return	popravljen notranja stopnja donosa
Monte Carlo similation	simulacija Monte Carlo
netting	naravno zavarovanje oz. povezovanje plačil
net operating cash flow	neto denarni tok iz poslovanja
net present value	neto sedanja vrednost
option	opcija
payback period	doba povračila
performance risk	tveganje izvedbe
profitability index	indeks donosnosti
project risk management	obvladovanje projektnega tveganja
pure play method	metoda primerljivih podjetij
pure risk	čisto tveganje
relational risk	tveganje odnosa

risk management	obvladovanje tveganja
risk of relationship	tveganje razmerij
scenario analysis	analiza scenarijev
sensitivity analysis	analiza občutljivosti
shareholder wealth maximization theory	teorija maksimizacije premoženja lastnikov
speculative risk	špekulativno tveganje
stand alone risk	samostojno tveganje naložbe
strategic business proces	strateško-poslovni proces
swap	zamenjava
systematik risk	sistematično tveganje
translation exposure	translacijska izpostavljenost
transaction exposure	transakcijska izpostavljenost
try pricing strategy	vzpostavljanje najprimernejše cenovne politike
tax credits	davčne olajšave
transfer pricing agreements	sporazum o medsebojnem priznavanju transfernih cen
underinvestment problem	problem nezadostnega obsega investicij
unsystematic risk	nesistematično tveganje