

## Finančna tveganja, tudi v evropskem okolju

*mag. Joško Peterlin*

V prispevku obravnavam finančna tveganja, za katera menim, da so za podjetje pomembna s finančnega vidika. Finančna tveganja so toliko bistvenejša, ker se njihov vpliv na poslovanje neposredno odraža v plačilni sposobnosti podjetja, od katere je neposredno odvisen njegov obstoj. Posebej opisujem likvidnostno, valutno in obrestno tveganje, saj jih mora podjetje, preden se lahko pred njimi zavaruje in jih obvladuje, dobro poznati. Nadalje opisujem, kako podjetje oziroma vodstvo podjetja ugotovi, katerim vrstam finančnega tveganja je podjetje izpostavljeno, oziroma kako tveganja zazna. Lahko je izpostavljeno samo eni vrsti, lahko pa tudi vsem, kar je odvisno od posebnosti, značilnih za posamezno podjetje.

### VRSTE FINANČNIH TVEGANJ

Različni avtorji opredeljujejo finančna tveganja na nekoliko različne načine, vendar so si po sami vsebini opredelitve zelo podobne. Zato kot uvod navajam opredelitev pojma finančno tveganje, ki je po mojem mnenju najprimernejše. Brigham in Gapenski (1996, 862) opredeljujeta finančna tveganja kot tveganja, ki izvirajo iz finančnih transakcij. Na primer, če podjetje namerava izdati novo serijo obveznic, se sreča s tveganjem dviga obrestnih mer, preden mu jih uspe prodati na trgu. Če pa je podjetje, denimo, sklenilo pogodbe s tujimi kupci ali dobavitelji, tvega, da bi morebitna nihanja valutnih tečajev povzročila nepredvidene izgube.

Razvijajoči se tržni sistem in s tem povezana vse večja potreba po obvladovanju finančnih tveganj sta tudi v Sloveniji povzročila potrebo po razvoju termenskega in opcijskega trga. Potencialno lahko razvijemo vrsto termenskih in opcijskih pogodb, ki se bodo glasile na razne instrumente izpeljane iz promptnih sredstev. Če k spreminjajočim se domačim tržnim razmeram dodamo še vse večjo vpetost Slovenije v evropski oziroma svetovni gospodarski prostor potem so nove potrebe večine gospodarstva več kot očitne.

Kot rezultat hitro razvijajočega se svetovnega trga sta terminski in

opcijski trg konkurenčna potreba gospodarstva. Pomenita namreč učinkovitejše upravljanje s tveganjem, in sicer zaščito pred spremembami cen vseh vrst instrumentov na promptnem trgu, ki lahko zelo različno vplivajo na rezultate osnovne dejavnosti, v katero smo vložili kapital.

Ne nazadnje spada med finančna tveganja tudi likvidnostno tveganje. Gre za možnost plačilne nesposobnosti zaradi neustrezne likvidnostne strukture. Likvidnostno tveganje je prvo, ki ga obravnavam v nadaljevanju, in to ni zgolj naključje. Menim, da ima izreden pomen za uspešno dolgoročno poslovanje podjetja in mu kot takemu posvečam posebno pozornost.

### *Likvidnostno tveganje*

Likvidnostno tveganje je tveganje ali nevarnost neuskrajene likvidnosti oziroma neuskrajnosti med dospelimi sredstvi in obveznostmi do virov sredstev v podjetju, kar lahko povzroči likvidnostne probleme (pomanjkanje denarnih sredstev za poravnavanje zapadlih obveznosti) ali celo propad podjetja.

Ker je pojem likvidnosti zelo širok, velja to tudi za pojem likvidnostnega tveganja. Obstaja namreč paleta tveganj, ki jih družijo skupni imenovalci, likvidnost. Razlikujejo pa se po pojavnih oblikah, saj je problem obvladovanja likvidnostnega tveganja v proizvodnem podjetju precej drugačen kot v podjetju, ki se ukvarja s finančnim posredništvom.

Pred celovito analizo plačilne sposobnosti je treba opredeliti, kaj je plačilna sposobnost. Obravnavamo jo lahko s kratkoročnega vidika, predvsem pa je zanimiva z dolgoročnega vidika, ki je odločilen za uspešno poslovanje podjetja.

»Kratkoročna plačilna sposobnost je tako načelo kot tudi izraz sposobnosti podjetja, da v kratkem roku razpolaga z ustreznimi likvidnimi sredstvi za pravočasno izvedbo potrebnih plačil, kar dosega z usklajevanjem materialnih in finančnih tokov.« (Bergant 1995, 25)

Pri kratkoročni plačilni sposobnosti je finančna funkcija včasih prisiljena zagotavljati neovirano tekoče poslovanje, čeprav je to v nasprotju z načelom donosnega poslovanja, ker si pač mora izposoditi dražji vir za premostitev likvidnostnih težav.

Dolgoročna plačilna sposobnost je poglavita za poslovanje in obstoj podjetja. Donosno poslovanje podjetja je osnovni pogoj za doseganje dolgoročne plačilne sposobnosti, čeprav ni zadosten pogoj za dolgoročno

plačilno sposobnost podjetja. Podjetje mora imeti takšno politiko poslovanja, da se ne bodo povečevali samo trajni viri poslovnih sredstev, temveč tudi ustrezen finančno posredniški položaj, ki bo zagotavljal likvidnost in plačilno sposobnost podjetja.

### *Kreditno tveganje*

Kreditno tveganje razdelimo v dve vrsti:

1. kreditno tveganje podjetij, katerih osnovna dejavnost je trženje lastnih ali tujih proizvodov ali storitev;
2. kreditno tveganje podjetij, katerih osnovna dejavnost je finančno posredništvo (na primer banke).

Za prvo skupino podjetij, ki imajo osnovno dejavnost trženje lastnih ali tujih proizvodov ali storitev in se s kreditnim tveganjem srečujejo pri svojem vsakodnevem poslovanju, je kreditno tveganje tisto tveganje, kjer kupec proizvodov ali storitev ob zapadlosti terjatve v plačilo ne bo mogel ali ne bo hotel poravnati dolga, nastalega iz prejetih proizvodov oziroma storitev.

Za drugo skupino podjetij, ki imajo osnovno dejavnost finančno posredništvo in se s kreditnim tveganjem prav tako srečujejo pri svojem vsakodnevem poslovanju, pa je značilna naslednja opredelitev kreditnega tveganja: »Kreditno tveganje je tveganje, da dolжник ne bo mogel in/ali ne bo hotel plačevati obresti in/ali vrniti posojila. Zamujal bo s plačili in morda sploh ne bo plačal.« (Ribnikar 1994, 209)

V nadaljevanju si podrobneje oglejmo predvsem kreditno tveganje podjetij, katerih osnovna dejavnost je finančno posredništvo. V vsebinskem smislu k obvladovanju kreditnega tveganja zelo podobno pristopajo tudi podjetja, katerih osnovna dejavnost je trženje lastnih ali tujih proizvodov ali storitev, zato jih podrobneje ne bom obravnaval.

Banka mora pri svojem poslovanju upoštevati temeljna bančna načela, kot so likvidnost, varnost in donosnost, ter zakonske predpise (na primer omejitve glede zneska največjega posojila komitentu). Njena kreditna politika temelji na ocenjevanju in spremljanju bonitete podjetij ter na obsegu in kakovosti medsebojnega poslovnega sodelovanja.

Glede na kadrovske potencial, razvitost informacijskega sistema in notranjo organizacijo so v bankah praviloma organizirane bonitetne službe, ki izdajajo poročila za potrebe službe odobravanja posojil. Tako

banka izloči subjektivne vplive na oceno bonitete podjetja, omogoči standardizirano obliko poročila in podobno. Težave se pojavljajo pri pridobivanju kakovostnih informacij (glede na izvor, resničnost) in pri obdelavi podatkov (pomen nerevidiranih poslovnih poročil, primerljivost podatkov za več časovnih obdobj). Pri sestavi bonitetnega mnenja moramo kar najbolj zmanjšati čustvene vplive in slediti načelom preprostosti jezika, zgoščenosti informacij, poslovnih tajnosti, in podobnim.

Osnovni nameni presojanja bonitete:

1. Opredelitev višine tveganja in razvrstitev podjetij v bonitetne kategorije, kjer »rating A« pomeni najmanjše tveganje, saj podjetje izpolnjuje pogoje glede likvidnosti, upravljanja z aktivo in pasivo ter glede odnosa z banko.
2. Opredelitev usmeritev poslovanja, ki jo zagotovimo s stalnim spremljanjem poslovanja podjetja skozi več zaporednih obdobj in s poznavanjem problematike poslovanja.
3. Opredelitev nevarnih točk v podjetju, ki bi lahko izkrivile sliko o prihodnjem poslovanju podjetja. Pri tem gre za opredelitev nevarnosti in priložnosti (npr. nesolventnost slovenskih podjetij, slaba konkurenca sorodnih podjetij) ter slabosti in prednosti (razpršenost tveganja prodaje in nabave, gre za težaven položaj večjih kupcev).
4. Določitev limita (za spremljanje tekočega poslovanja podjetja), ki pomeni najvišjo mejo odobritve posojil oziroma garancij za posamezno podjetje glede na finančni položaj podjetja in poslovno sodelovanje z banko.

Samo celovit pregled podjetja banki omogoča, da vodenje kreditne politike temelji na varnosti bančnih naložb, pri čemer banka upošteva tudi svoj likvidnostni položaj in zagotavlja donosnost svojega poslovanja. Uspešno ocenjevanje bonitete komitenta pomeni zmanjševanje tveganja, da komitent ne bi poravnal obveznosti do banke.

Vsekakor pa tveganja ne moremo popolnoma odpraviti, saj je kreditna sposobnost podjetja v glavnem zelo odvisna tudi od dejavnikov, na katere podjetje ne more vplivati. Lahko jih čim natančneje predvideva, kar je v današnjem nemirnem okolju težka naloga. Na osnovi trenutne bonitete in usmeritve poslovanja, ki ju primerjamo s tistima iz preteklih obdobj, lahko dobimo informacije o stanju podjetja v prihodnosti,

kar pomeni, da izdelamo projekcijo poslovanja. Tveganje bančnih naložb lahko zmanjšamo tudi z ustreznimi določili v kreditni pogodbi (z opredelitvijo posebnih omejitev) in z ustreznim zavarovanjem.

### *Valutno tveganje*

Podjetje je izpostavljeno valutnemu tveganju v tistem trenutku, ko postane del njegovega poslovanja posredno ali neposredno povezano s tujimi plačilnimi sredstvi. Valutno tveganje ni znano vnaprej, saj pomeni le možnost prihodnje spremembe vrednosti ene valute v primerjavi z drugo.

Kolb in DeMong (1988, 764) pojmujeta devizni tečaj kot razmerje med vrednostima dveh valut. Na tej osnovi lahko tveganje, s katerim se srečuje izvoznik, vidimo 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. Izvoznik bo uporabil terminsko prodajo tuje valute (*to go short*) kot zaščito pred valutnim tveganjem. Uvoznik pa bo nasprotno uporabil terminski nakup tuje valute (*to go long*) za zavarovanje pred valutnim tveganjem.

Podobna tveganja se pojavljajo tudi pri kreditnih poslih, ki so neposredno ali posredno povezani z vrednostjo tečaja neke tuje valute.

Po Van Hornu (1992, 729) je podjetje na deviznem trgu izpostavljeno tem vrstam valutnega tveganja:

- transakcijska izpostavljenost,
- translacijska oziroma konverzijska izpostavljenost in
- ekonomska izpostavljenost.

Transakcijska izpostavljenost valutnemu tveganju je nevarnost nastanka tečajnih razlik pri izvajanju tekočih transakcij, nominiranih v tujih valutah. Gre lahko za nakup ali prodajo blaga, zadolževanje ali posojanje denarnih presežkov oziroma za katerokoli drugo transakcijo, ki ima znesek nominiran v tuji valuti. Transakcijska izpostavljenost pomeni potencialno spremembo vrednosti neplačanih obveznosti ali terjatev, ki jih prevzememo in za katere obstaja nevarnost, da jih bomo poravnali šele po spremembi deviznega tečaja.

Translacijska oziroma konverzijska izpostavljenost valutnemu tveganju je nevarnost nastanka bilančnih sprememb kot posledice razlik v vrednotenju terjatev in obveznosti, nominiranih v tujih valutah. Translacijska oziroma konverzijska izpostavljenost je torej potencialna bilančna sprememba zaradi spremembe tečaja.

Po Van Hornu (1992, 729–733) je med vsemi tremi vrstami izpostavljenosti, to je translacijske, transakcijske in ekonomske, zadnja najpomembnejša. Ekonomsko izpostavljenost valutnemu tveganju opredeljuje kot nevarnost nepredvidene spremembe v pričakovani neto sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki bi lahko bile posledica spremembe deviznih tečajev tujih valut, v katerih so nominirani pričakovani denarni tokovi. Nepredvidena sprememba v pričakovani vrednosti prihodnjega denarnega toka pa neposredno vpliva na oblikovanje tržne vrednosti podjetja.

### *Obrestno tveganje*

Lumby (1996, 339) opredeli obrestno tveganje kot tveganje oziroma nevarnost neugodnega ali škodljivega gibanja (spremembe) obrestne mere. To neugodno gibanje obrestne mere je lahko po eni strani dvig obrestne mere, če si neko podjetje želi sposoditi neko vsoto denarja. Po drugi strani pa lahko gre za znižanje obrestne mere, ko želi neko podjetje presežke svojih denarnih sredstev posoditi.

O obrestnem tveganju pa ne moremo govoriti, če si поблиže ne pogledamo in opredelimo pojma denarni trg. »Izraz denarni trg je kot splošni termin za označevanje tržnih mest, kjer podjetja lahko posojajo in si izposojajo razmeroma velike zneske denarja za določena kratka časovna razdobja« (Lumby 1996, 340). Te mere na denarnih trgih se nenehno spreminjajo, in sicer kot posledica tržne ponudbe in povpraševanja ter spremenljivih makroekonomskih razmer. Obrestne mere se odzivajo kot cena denarja na razmerje med ponudbo in povpraševanjem na popolnoma enak način, kot se na tržne sile odziva cena kateregakoli drugega blaga.

Z obrestnim tveganjem so povezani tudi pojmi, kot so trajanje, dospelost, reinvestiranje in podobni, ki jih tu samo omenjamo, saj vpliv spremembe obrestnih mer na donosnost dolžniških vrednostnih papirjev in koncept trajanja obravnavamo v posebnem poglavju.

Na denarnih trgih se vsakodnevno oblikujejo cene denarja za različne posojilne dobe. Najbolj pogoste posojilne dobe so:

- prek noči,
- za sedem dni,
- za en mesec,
- za tri mesece,
- za šest mesecev in
- za eno leto.

Obstajajo pa tudi cene denarja za drugačne posojilne dobe.

Čeprav se obrestne mere na denarnih trgih nenehno spreminjajo, je v trenutku, ko podjetje posodi ali si sposodi določeno vsoto denarja po trenutni tržni ceni, ta določena za vso dogovorjeno posojilno dobo. Ne glede na to, kaj se bo kasneje dogajalo z obrestnimi merami, sta posojilodajalec in posojilojemalec vezana na dogovorjeno obrestno mero. Zdaj pa stopijo v igro različni instrumenti za obvladovanje obrestnega tveganja, tako z vidika posojilodajalca kot posojilojemalca, katerih namen je zmanjševanje negativnih učinkov, ki so posledica spreminjanja obrestnih mer.

#### *Tveganja, povezana z dolžniškimi vrednostnimi papirji*

»Dolžniški instrument je listina o zadolžitvi, ki dokazuje dolžniško-upniško razmerje. Ena pogodbeni stran si sposoja sredstva od druge. Posojilojemalec se obvezuje, da bo sposojena sredstva vrnil z obrestmi. Nekateri dolžniški instrumenti so tržni, drugi pa takšni, da z njimi ni mogoče trgovati. Dolžniški instrument, ki ga lahko tržimo, imenujemo vrednostni papir. V tem primeru bomo osebo, ki si sposoja sredstva, imenovali izdajatelj (emitent), osebo, ki sredstva posoja s tem, da kupuje vrednostni papir, pa investitor. Celoten obseg izdanih vrednotnic iste vrste imenujemo izdaja oziroma emisija.« (Zbašnik 1994, 93)

Časovno obdobje, v katerem zapadejo v plačilo dolžniški vrednostni papirji, je zelo različnih dolžin. Glede na to, ali je njihov rok zapadlosti krajši ali daljši od enega leta, jih prištevamo med instrumente denarnega oziroma kapitalskega trga. Zanje je značilen tudi stalen donos, ki se določi že ob njihovi izdaji (emisiji).

Dolžniški vrednostni papirji so izpostavljeni različnim vrstam tveganja, kar pomeni, da so jim izpostavljeni tudi lastniki teh papirjev. Tveganja moramo najprej spoznati, da bi jih lahko obvladovali. Po Zbašniku (1994, 93) so lastniki dolžniških vrednostnih papirjev (obveznic) izpostavljeni naslednjim vrstam tveganj:

*Tveganje odkupa pred dospeljem* izvira iz pravice, ki si jo lahko pridržijo izdajatelj, da kadarkoli do dospelja predčasno odkupi obstoječe obveznice in jih nadomesti z novo izdajo. To naredi takrat, ko se zaradi spremenjenih razmer na denarnem trgu znižajo obrestne mere.

*Tržno tveganje* je tveganje, ki mu je izpostavljena vrednost določene obveznice in je posledica obratnosorazmernega odnosa med ceno obveznice in obrestno mero na denarnem trgu. To pomeni, da povečanje obrestnih mer na denarnem trgu povzroči znižanje vrednosti obveznic.

*Tveganje reinvestiranja.* Vlagatelj, ki je kupil obveznico in jo bo obdržal vse do njene zapadlosti, bo dosegel na obveznici navedeno stopnjo donosnosti samo, če mu bo uspelo vse prejeme iz obveznice ponovno vložiti po enaki stopnji donosnosti, kot je navedena na obveznici.

*Kreditno tveganje* smo podrobneje opisali v prejšnjem poglavju.

*Tveganje inflacije.* Če imetniku obveznice pripadajo samo fiksne obresti, ki so bile določene ob izdaji, obstaja nevarnost, da bodo predvideni donosi iz nakupa obveznice nižji od prihodnje inflacijske stopnje, in sicer zaradi spremenjenih razmer v določenem narodnem gospodarstvu.

*Valutno tveganje.* Spremenjeno razmerje med vrednostjo domače valute in valuto, v kateri je nominirana obveznica, lahko vpliva (pozitivno ali negativno) na vrednost prejemkov obveznice.

*Likvidnostno tveganje.* Če lahko obveznico prodamo brez težav, je njeno likvidnostno tveganje nedvomno veliko manjše kot v primeru, ko smo obveznico prisiljeni imeti v lasti do njene dospelosti.

*Finančno tveganje* je sestavljeno iz sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Sistematično tveganje je povezano s splošnimi dogajanjem v gospodarskem in političnem okolju oziroma na denarnem in kapitalskem trgu. Nesistematično tveganje izhaja iz izdajatelja obveznice. Razliko med obema tveganjema moramo poznati, da bi ju obvladovali. Nesistematično tveganje lahko obvladujemo z razpršitvijo v okviru portfelja, medtem ko moramo sistematično tveganje obvladovati na drugačne načine.



*Tveganje obrestne mere.* Na koncu naj omenim tveganje obrestne mere, čeprav je morda med najpomembnejšimi vrstami tveganj dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jim izpostavljeni njihovi lastniki, ker se razmere v posameznih narodnih gospodarstvih nenehno spreminjajo, se tako obnašajo tudi obrestne mere na njihovih denarnih trgih, kar vpliva na že izdane dolžniške vrednostne papirje. Zato se tudi njihova donosnost sproti prilagaja novonastalim razmeram na denarnih trgih.

#### *Ostala finančna tveganja*

Med ostalimi finančnimi tveganji naj omenim tveganje spremembe cene surovine, ki je tveganje oziroma nevarnost neugodnega ali škodljivega gibanja (spremembe) cene neke surovine (na primer nafte, bakra, kave).

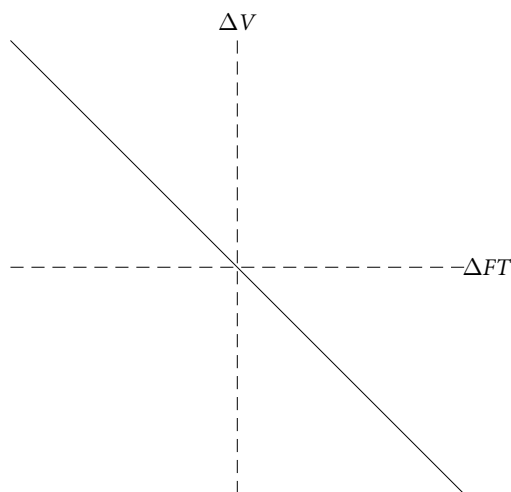
Podjetja veliko bolje prepoznavajo transakcijsko in ekonomsko izpostavljenost valutnemu in obrestnemu tveganju od izpostavljenosti tveganju spremembe cene surovine (Smithson, Smith in Wilford 1995, 13). Ne glede na to ali gre za razlog prej omenjenega prepoznavanja ali ne, skoraj vsa podjetja (ki so bila vključena v omenjene raziskave) obvladujejo svojo izpostavljenost valutnemu in obrestnemu tveganju v oddelku za zakladništvo, izpostavljenost tveganju spremembe cene surovin pa obvladujejo v drugih delih podjetja – ponavadi v nabavnem oddelku.

S surovinami trgujemo na specializiranih blagovnih borzah, kjer se s ponudbo in povpraševanjem oblikujejo cene za posamezne vrste surovin. S posameznimi vrstami surovin se trguje tudi na podlagi standardiziranih terminskih pogodb, tako s špekulativnimi interesi kot tudi z namenom, da bi obvladovala izpostavljenost tveganju spremembe cene neke surovine.

Kot na vseh terminskih trgih imajo tudi na surovinskem trgu odločilno vlogo pričakovanja v zvezi s prihodnostjo določene vrste surovine.

#### ZAZNAVA IN OVREDNOTENJE FINANČNIH TVEGANJ

Za lažje razumevanje izpostavljenosti finančnim tveganjem in njihovega vpliva na vrednost podjetja uporabljam koncept profila tveganja. »Profil tveganja lahko opredelimo kot odnos med nepričakovano spremembo določene vrste finančnega tveganja (spremembo vrednosti valute, obrestne mere, cene surovine) in spremembo vrednosti podjetja« (Smithson, Smith in Wilford 1995, 30–31).



Slika 1: Profil tveganja ( $\Delta V$ : sprememba vrednosti podjetja;  $\Delta FT$ : nepričakovana sprememba določene vrste finančnega tveganja)

Naklon premice, ki določa profil tveganja podjetja, je njegova lastna spremenljivka, saj sprememba nekega finančnega tveganja zelo različno vpliva na podjetja. Podobno sliko profila tveganja za neko podjetje bi lahko izdelali za vsako posamezno kategorijo finančnega tveganja.

Če se podjetje hoče zavarovati pred finančnimi tveganji in jih obvladovati, jih mora najprej poznati. V naslednjem koraku mora podjetje oziroma vodstvo podjetja ugotoviti, katerim finančnim tveganjem je podjetje izpostavljeno. Morda je izpostavljeno samo eni vrsti finančnega tveganja, lahko pa tudi vsem, kar je odvisno od posebnosti podjetja. Obstaja več načinov oziroma metod za ugotavljanje izpostavljenosti finančnim tveganjem podjetja.

Finančna tveganja, ki so jim podjetja izpostavljena, lahko zaznamo in ovrednotimo na tri načine (Smithson, Smith in Wilford 1995, 120):

- na podlagi računovodskih izkazov podjetja s pripadajočimi pojasnili in letnih poročil (bilance stanja, izkaza uspeha in izkaza finančnih tokov),
- z notranjimi merili (s statističnimi analizami prihodkov in odhodkov in simulacijskimi analizami),
- z zunanji merili (s konceptom trajanja, faktorskim modelom za kvantificiranje finančnega tveganja).

Iz lastnih izkušenj navedenim načinom zaznave in ovrednotenja izpostavljenosti finančnim tveganjem dodajam še en način, to so poročila Banki Slovenije (poročila podjetja o stanju terjatev in obveznosti do tujine).

*Računovodski izkazi podjetja s pripadajočimi pojasnili  
in letna poročila*

**BILANCA STANJA S PRIPADAJOČIMI POJASNILI** Iz bilance stanja lahko ugotovimo veliko znakov, ki kažejo, ali je podjetje, ki ga proučujemo, izpostavljeno finančnim tveganjem, katerim finančnim tveganjem je izpostavljeno (likvidnostnemu, valutnemu, obrestnemu tveganju in tveganju spremembe cene surovin) in v kolikšnem obsegu. Za zaznavanje in ovrednotenje posamezne vrste finančnega tveganja lahko uporabimo različne pokazatelje.

Na izpostavljenost likvidnostnemu tveganju nas opozarjajo predvsem kazalniki tekoče likvidnosti, kazalnik pospešene likvidnosti, kazalnik absolutne likvidnosti in kazalnik finančnega vzvodja.

Kot sem že zapisal, je izpostavljenost valutnemu tveganju na deviznem trgu lahko transakcijska, translacijska ali ekonomska. Na transakcijsko izpostavljenost nas v bilanci stanja opozarjajo kratkoročne terjatve in kratkoročne obveznosti podjetja (s katerimi so povezani prilivi in odlivi), nominirane v tujih valutah, katerih vrednost je odvisna od razmer na svetovnih valutnih trgih. Ponavadi je podjetje transakcijsko izpostavljeno valutnemu tveganju takrat, ko obstaja neskladje med valuto, v kateri prejema plačila, in valuto, v kateri plačuje. Na translacijsko izpostavljenost nas v bilanci stanja opozarjajo vse postavke (na aktivni ali pasivni strani bilance stanja), ki so nominirane v tujih valutah. Ekonomska izpostavljenost je z vidika podatkovne podlage enaka prvim dveh.

Da ugotovimo ali je podjetje izpostavljeno obrestnemu tveganju, moramo najprej upoštevati dvoje:

- Večji ko je delež kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti iz financiranja v finančni strukturi, močnejše je obrestno tveganje.
- Večji ko je delež kratkoročnih in dolgoročnih finančnih naložb v finančni strukturi, močnejše je obrestno tveganje.

Izpostavljenost obrestnemu tveganju in njegov obseg lahko ugotovimo iz velikosti in sestave finančnih naložb in obveznosti.

Izpostavljenost tveganju spremembe cen surovin pa lahko ugotovimo

vimo iz pojasnil k bilanci stanja ali pa na osnovi drugih informacij, ki jih vsebujejo poslovna poročila. Tako lahko ugotovimo, ali je podjetje morda izpostavljeno še kakšni drugi vrsti finančnega tveganja, ki ni takoj razvidno iz bilance stanja.

**IZKAZ USPEHA S PRIPADAJOČIMI POJASNILI** V izkazu uspeha se združeno zrcalijo učinki vseh vrst finančnih tveganj, ki smo jih predstavili. Na izpostavljenost likvidnostnem tveganju nas v izkazu uspeha opozarjata predvsem čisti dobiček in negotovinski odhodki. Čisti dobiček, ustvarjen v nekem obdobju, nam neposredno pove, ali je podjetje v proučevanem obdobju poslovalo uspešno ali ne. Negotovinski odhodki, kot sta amortizacija in revalorizacijski primanjkljaj, pa niso izdatki določenega poslovnega obdobja.

Katerokoli različico prikazovanja izkaza uspeha izberemo (po slovenskih računovodskih standardih), po njej skoraj ni mogoče ugotoviti izpostavljenosti valutnemu tveganju in njegovega obsega. Zato imajo toliko pomembnejšo vlogo pripadajoča pojasnila, saj lahko iz njih razberemo potencialno izpostavljenost tveganju, ki je odvisna od treh podatkov:

- kolikšen delež prihodkov od prodaje podjetje ustvari na tujih trgih,
- kolikšen delež resursov podjetje kupuje na tujih trgih,
- kolikšen je delež tečajnih razlik v finančnih prihodkih in odhodkih.

Večji je delež zgornjih kategorij, bolj je podjetje izpostavljeno valutnemu tveganju. Zato bi podjetje moralo izvesti ukrepe za zavarovanje pred neugodnimi spremembami na svetovnih valutnih trgih.

Tudi za obrestno tveganje velja, da se v izkazu uspeha zrcali samo njegov končni učinek na poslovanje podjetja, in sicer v postavkah: prihodki iz obresti in drugi prihodki iz financiranja ter odhodki za obresti in drugi odhodki financiranja.

Včasih lahko iz pojasnil k izkazu uspeha ali pa iz drugih informacij, ki jih vsebujejo poslovna poročila, ugotovimo, ali podjetju morda grozi še kakšna druga vrsta finančnega tveganja, ki je ne moremo razbrati iz izkaza uspeha. Če neko podjetje za svoje izdelke uporablja surovine, katerih cene se oblikujejo na svetovnih blagovnih borzah, je to zadostno opozorilo, da je izpostavljeno tveganju spremembe cene surovin. Večji je

delež omenjene surovine v sestavi vseh potrebnih surovin, močnejše je tveganje in pomembnejše je zavarovanje pred njim.

**IZKAZ FINANČNIH TOKOV** Izkaz finančnih tokov daje informacije samo o morebitni izpostavljenosti likvidnostnemu tveganju podjetja, medtem ko o izpostavljenosti ostalim vrstam finančnega tveganja ne daje nikakršnih informacij. Kot sem že omenil, je kratkoročna plačilna sposobnost pogoj za donosnost poslovanja podjetja, ki pa je nujna za doseganje dolgoročnega finančnega ravnotežja. Če podjetje pri poslovanju ustvarja dobiček in je trend gibanja dobička med posameznimi leti pozitiven, je podjetje torej kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobno. V takem podjetju je tudi izpostavljenost likvidnostnemu tveganju primerno nizka.

**POROČILO BANKI SLOVENIJE** Po Zakonu o deviznem poslovanju morajo vsa podjetja vsako četrletje Banki Slovenije predložiti podatke o stanju terjatev in obveznosti do tujine po valutah in jih preračunati v tolarje za potrebe spremljanja statističnih podatkov, katerih končni namen je izdelava plačilne in premoženjske bilance države Slovenije.

Poročilo Banki Slovenije je sestavljeno iz dveh poročil:

- Stanje terjatev do tujine na določen dan po posameznih valutah in skupaj v tolarjih. Sestavni del poročila so tudi obrazci, iz katerih so razvidne spremembe izvoza v četrletju za vsako posamezno valuto.
- Stanje obveznosti do tujine na določen dan in po posameznih valutah ter skupaj v tolarjih. Sestavni del poročila so tudi obrazci, iz katerih so razvidne spremembe uvoza v četrletju za vsako posamezno valuto.

Iz omenjenih poročil lahko razberemo informacije, ki jih potrebujemo za zaznavo in ovrednotenje izpostavljenosti podjetja finančnim tveganjem:

1. Poročila nam povedo, ali podjetje posluje s tujino in v kolikšnem obsegu. Če je na primer stanje terjatev do tujine na nek dan 500 milijonov tolarjev in stanje obveznosti do tujine 100 milijonov tolarjev, lahko sklepamo, da je podjetje neto izvoznik in precej izpostavljeno valutnemu tveganju. Nadalje lahko iz primerjave obsega terjatev do tujine na določen dan z letnimi prihodki od prodaje

ugotovimo, koliko je podjetje izpostavljeno valutnemu tveganju. Tudi iz primerjave obsega obveznosti do tujine na neki dan in primerljive kategorije letnih odhodkov lahko ugotovimo, kolikšno je valutno tveganje.

2. Ker so terjatve in obveznosti do tujine v poročilu Banki Slovenije navedene po posameznih valutah, lahko ugotovimo, katera je tista valuta, ki najbolj vpliva na poslovanje. Tako lahko posredno ugotovimo, od katerega valutnega področja (trga) smo najbolj odvisni. Poročilo Banki Slovenije je zaradi posebne vsebine zelo dobra podatkovna podlaga za hitro in kakovostno ugotavljanje izpostavljenosti podjetja valutnemu tveganju.

#### NOTRANJA MERILA IZPOSTAVLJENOSTI FINANČNIM TVEGANJEM

Z notranjimi merili izpostavljenosti finančnim tveganjem (Smithson, Smith in Wilford 1995, 135) ugotovimo, kako občutljivi so prihodki oziroma odhodki podjetja na spremembe vrednosti tujih valut, obrestnih mer ali cen surovin. Poznamo dve metodi za ugotavljanje izpostavljenosti finančnim tveganjem na osnovi notranjih meril:

- statistična analiza prihodkov in odhodkov,
- simulacijske analize.

Z analizami želimo ugotoviti, ali in kako močno vplivajo spremembe na valutnih, denarnih in surovinskih trgih na uspešnost poslovanja podjetja.

Statistična analiza prihodkov in odhodkov je razmeroma enostavna, saj temelji na konceptu regresijske analize. To pomeni, da želimo z njeno pomočjo ugotoviti, ali obstaja kakšna značilna odvisnost med gibanjem prihodkov oziroma odhodkov na eni strani ter na drugi strani med gibanjem valut, obrestnih mer in cen surovin v preteklosti. Seveda lahko za ugotavljanje posamezne odvisnosti uporabimo tudi bolj razdrobljene postavke, kot so prihodki oziroma odhodki, pomembno je le, da nam je na voljo dovolj dolga časovna veriga podatkov. Na takšen način lahko s pomočjo regresijske analize ugotovimo, kakšna je zgodovinska odvisnost med primerjanima kategorijama (na primer odvisnost prihodkov iz prodaje od nihanja tečaja nemške marke). Model je dokaj enostaven, žal pa imajo dobljeni rezultati le pogojno uporabno vrednost. Zavedati se namreč moramo, da napovedovanje prihodnjih rezultatov te analize temelji na ugotovljenih preteklih odvisnostih, za katere pa ni nikakršnega zagotovila, da se bodo ponovile tudi v prihodnje.

Namen simulacijske analize je, da poda v prihodnost usmerjen pogled na podjetniško izpostavljenost finančnim tveganjem. Kot primer naj omenim simulacijsko metodo Monte Carlo. Nekatera podjetja jo že uporabljajo za ugotavljanje občutljivosti dobička (pred obdavčitvijo) na spremembe v valutnih razmerjih, obrestnih merah in cenah surovin. Najprej oblikujemo (na podlagi našega poznavanja poslovanja podjetja) matematični model prihodkov in odhodkov, ki temelji na poglobljenem poznavanju procesov v podjetju in dogajanju na trgih, kjer posluje. Nato po empiričnih izkušnjah oblikujemo matematični model odvisnosti prihodkov, odhodkov in cen proizvodov podjetja od sprememb gibanja tečajev valut, obrestnih mer in cen surovin. Sledi postopek naključnega spreminjanja vrednosti ene izmed neodvisnih spremenljivk (tečajev valut, obrestnih mere, cen surovin) s simuliranjem vrednosti ustvarjenega dobička. To ponavljamo, dokler s spreminjanjem neodvisnih spremenljivk ne dobimo dovolj velike množice vrednosti za odvisno spremenljivko. Rezultat ponavljajočega se simuliranja je distribucijska porazdelitev, iz katere lahko z določeno stopnjo verjetnosti sklepamo, kakšna je pričakovana vrednost odvisne spremenljivke (na primer kakšen je pričakovani dobiček podjetja).

Čeprav simulacijsko analizo veliko težje uporabljamo kot regresijsko analizo, ima določene prednosti, saj oblikovanje začetnega matematičnega modela zahteva poglobljeno poznavanje pričakovane izpostavljenosti vsem vrstam finančnih tveganj podjetja. Omogoča pa tudi, da s pomočjo oblikovanega modela raziskujemo vpliv mnogih sprememb in predpostavk, ki ne temeljijo na zgodovinskih odvisnostih.

#### ZUNANJA MERILA IZPOSTAVLJENOSTI FINANČNIM TVEGANJEM

Ker zunanja merila za zaznavo in ovrednotenje finančnih tveganj temeljijo na vrednostih, pridobljenih na trgu, bi jim lahko rekli tudi tržno zasnovana merila. Zunanji merili izpostavljenosti finančnim tveganjem sta koncept trajanja in faktorski model za kvantificiranje finančnega tveganja.

Koncept trajanja sta skoraj istočasno odkrila Frederick MacCauley (1938) in Sir John Hicks (1939), čeprav sta oba želela doseči zelo različna cilja. MacCauley je želel odkriti merilo, s katerim bi bilo mogoče primerjati dve obveznici z enako zapadlostjo, a z različnima amortizacijskima načrtoma. Trajanje nam pove, kdaj (v povprečju) se nam vrednost obveznice povrne. Po drugi strani pa si je Hicks prizadeval oblikovati merilo

za določanje občutljivosti obrestne mere neke obveznice. Pri tem nam trajanje pove, kakšna je izpostavljenost obveznice obrestnemu tveganju. (Povzeto po Cottle, Murray in Block 1988, 419)

Osnova faktorskega modela za kvantificiranje finančnega tveganja je regresijska analiza razmerja med stopnjo donosa neke delnice in stopnjo donosa povprečnega tržnega portfelja. Tako lahko dobimo oceno pokazatelja beta, ki kaže specifično tveganje nekega podjetja. Z uporabo podobne tehnike lahko izmerimo odzivnost kapitalskega trga za občutljivost vrednosti podjetja na spremembe obrestnih merah, vrednosti tujih valut in cen surovin. To naredimo tako, da analiziramo spremembe v gibanju donosnosti delnice in nato določimo, kolikšen del teh sprememb lahko pripišemo spremembam v posamezni vrsti finančnega tveganja.

#### UPORABLJENA LITERATURA

- Bergant, Ž. 1995. *Sistem kompleksne analize finančnega položaja podjetja*. Ljubljana: ITEO.
- Brigham, E. F. in L. C. Gapenski. 1996. *Intermediate financial management*. Fifth Edition. Orlando: The Dryden Press.
- Cottle, S., R. F. Murray in F. E. Block. 1988. *Graham and Dodds security analysis*. 5. izdaja. New York: McGraw-Hill.
- Lumby, S. 1996. *Investment appraisal and financial decisions*. 5. izdaja. London: Chapman & Hall.
- Ribnikar, I. 1994. *Od denarja do medvedjega trenda*. Ljubljana: CISEF.
- Smithson, C. W., C. W. Smith in S. D. Wilford. 1995. *Managing financial risk: a guide to derivative products, financial engineering and value maximization*. Bur Ridge in New York: Irwin Professional publishing.
- Van Horne, C. J. 1995. *Financial management and policy*. 10. izdaja. London: Prentice Hall.
- Zbašnik, D. 1994. *Mednarodni finančni management*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.