

Pregledni rad

UDK: <005.334:336>:658(497.5)

Josip Hrvoje Sučić, mag. oec.

Doc. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić

Mr. sc. Davor Zoričić

UPRAVLJANJE FINANCIJSKIM RIZICIMA U HRVATSKIM PODUZEĆIMA¹

FINANCIAL RISK MANAGEMENT IN CROATIAN COMPANIES

SAŽETAK: Cilj ovoga rada je istražiti postoji li i kakva je praksa upravljanja financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima iz realnoga sektora, te kojim su rizicima i u kojoj mjeri poduzeća izložena. Rezultati provedenoga istraživanja pokazali su da je rizik kojemu su hrvatska poduzeća najviše izložena rizik promjene cijena inputa i outputa. Slijedi valutni rizik i rizik likvidnosti, dok je kamatni rizik posljednji prema kriteriju veličine utjecaja. 93% analiziranih poduzeća upravljaju barem jednim od financijskih rizika, no samo 46,5% poduzeća upravlja svim financijskim rizicima. Prilikom upravljanja rizicima u hrvatskim poduzećima najkorišteniji su jednostavni instrumenti, kao što je prirodni hedging. Hrvatska poduzeća se, prilikom upravljanja financijskim rizicima, od svih dostupnih izvedenica najčešće koriste unaprednicama i zamjenama. 42,5% analiziranih poduzeća koja upravljaju svim ili barem nekim od financijskih rizika uopće ne koriste izvedenice. Može se zaključiti da je izloženost hrvatskih poduzeća financijskim rizicima značajna. Veliki broj poduzeća upravljanja financijskim rizicima, međutim upitna je razvojna razina ove aktivnosti. Nedovoljna ponuda izvedenica kao instrumenata upravljanja rizicima od strane domaće financijske industrije, kao i nedovoljno znanje menadžera o korištenju ovih instrumenata, najvažniji su razlozi zašto se u poduzećima ne koriste sofisticiraniji instrumenti upravljanja financijskim rizicima.

KLJUČNE RIJEČI: kamatni rizik, cjenovni rizik, valutni rizik, rizik likvidnosti, upravljanja rizicima, instrumenti upravljanja rizicima, velika hrvatska poduzeća.

SUMMARY: This paper aims at exploring financial risk management practices in large Croatian non-financial companies, as well as the scope of exposure to different types of financial risks. The use of different risk management instruments is investigated. The

¹ Objavljeni rad rezultat je zajedničke suradnje studenta diplomskog studija Analiza i poslovno planiranje Josipa Hrvoja Sučića pri izradi diplomskog rada "Upravljanje financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima" pod mentorstvom doc. dr. sc. Danijele Miloš Sprčić i ko-mentorstvom mr. sc. Davora Zoričića.

survey has revealed that the majority of the analysed companies use some form of financial risk management and that they are exposed to commodity price risk to a great extent. The exchange-rate risk and the liquidity risk follow the price risk and have a very strong influence on the company's performance, while the interest-rate risk does not affect companies to such an extent. As many as 93% of the analysed companies manage at least one financial risk, but only 46,5% of them implemented integrated financial risk management. Regarding the use and importance of different risk management instruments in risk management strategy, the survey results have clearly indicated that Croatian non-financial companies primarily stick to simple risk management instruments like natural hedging. As for using derivatives, the most important instruments are forwards and swaps by far. Nevertheless, 42,5% of the analysed companies do not use derivatives in managing financial risks. It can be concluded that the exposure to financial risk among large Croatian non-financial companies is high. Most companies manage financial risks, but the development level of risk management strategies can be questioned. The most important reasons for the lack of using more sophisticated risk management instruments are insufficient supply of risk management instruments offered by the domestic financial industry and the managers' inadequate knowledge about using those instruments.

KEY WORDS: interest rate risk, commodity price risk, exchange-rate risk, liquidity risk, risk management, risk management instruments, large Croatian companies

1. UVOD

Poslovanje poduzeća u današnjem, turbulentnom okruženju između ostaloga obilježava i značajna izloženost financijskim rizicima. Aktualni trendovi deregulacije i globalizacije tržišta dodatno naglašavaju utjecaj financijskih rizika na poslovanje poduzeća, pa tako i na njegovu vrijednost jer predstavljaju izvor potencijalnog, nepredviđenog gubitka nastalog uslijed promjena tržišnih cijena, financijskih poteškoća dužnika ili financijskih poteškoća samog poduzeća. Sve to može imati značajan utjecaj na novčane tokove poduzeća, zaradu i vrijednost poduzeća [5]. Priroda financijskih rizika usmjerila je upravljanje rizicima prema zaštiti poduzeća od financijskih poteškoća, a razvoj izvedenih financijskih instrumenata omogućio je ostvarivanje osnovnog cilja upravljanja financijskim rizicima - smanjenje fluktuacija deviznih tečajeva, kamatnih stopa i cijene roba, te neometano odvijanje poslovnih aktivnosti i zaštitu vrijednosti poduzeća [7]. Upravljanje financijskim rizicima kroz ostvarivanje svog osnovnog cilja sve više doprinosi većoj sposobnosti opstanka poduzeća i njegovog uspješnog poslovanja u suvremenom gospodarskom okruženju, te konačno većoj vrijednosti poduzeća.

Za razliku od banaka i ostalih financijskih institucija koje, zbog prirode osnovne djelatnosti i zahtjeva regulatora, najčešće imaju razvijen i precizno definiran sustav upravljanja rizicima, postavlja se pitanje o prikladnom sustavu, strategijama i instrumentima upravljanja financijskim rizicima kod nefinancijskih poduzeća. Također, treba uzeti u obzir posebnosti pojedine zemlje koje utječu na raširenost i razvoj prakse upravljanja rizicima u poduzećima. Mali broj istraživanja iz navedenoga područja provedenih u Hrvatskoj, kao i tendencija rasta važnosti upravljanja rizicima, glavni su motivi za pisanje ovoga rada. Predmet ovoga rada jest upravljanje financijskim rizicima, odnosno analiza postojećih istraživanja iz ovoga

područja, a potom i analiza prakse upravljanja financijskim rizicima u hrvatskim nefinancijskim poduzećima.

Financijski rizici koji su predmetom analize ovoga rada su valutni, kamatni, cjenovni rizik, te rizik likvidnosti. Valutni, kamatni i cjenovni rizik u literaturi se još nazivaju tržišnim rizicima (engl. *Market Risks*) prema kategorizaciji rizika predloženoj od strane *The Group of Thirty* odnosno *The Global Derivatives Study Group* izrađenoj 1993. godine. Tržišni rizici proizlaze iz promjena financijskih cijena poput tržišnih kamatnih stopa, deviznih tečajeva, cijena dobara na robnim burzama, te tržišne cijene vrijednosnih papira. Utjecaj ovih rizika na vrijednost poduzeća je sve veći stoga poduzeća sve više pozornosti posvećuju njihovom upravljanju. Kao glavni razlozi povećanju izloženosti tržišnim rizicima navode se globalizacija i deregulacija tržišta, te sve značajnije fluktuacije cijena roba i vrijednosnih papira, kamatnih stopa i deviznih tečajeva. Bez obzira radi li se o poduzeću koje se bavi prijevozom i izloženo je riziku promjene cijene nafte i naftnih derivata, investicijskom fondu čija vrijednost portfelja ovisi o tržišnim kamatnim stopama i očekivanim prinosima ili multinacionalnoj kompaniji čije je poslovanje izloženo valutnom riziku, upravljanje tržišnim rizicima danas je vrlo važan čimbenik uspješnog poslovanja poduzeća. Rizik likvidnosti definira se kao rizik da novčani primici poduzeća neće biti dovoljni za pokrivanje novčanih izdataka, što često rezultira u likvidaciji imovine poduzeća po vrijednostima manjim od realnih kako bi se nadomjestio manjak novčanih sredstava. Veliki broj poduzeća ima precizno definirane planove likvidnosti koji pomažu menadžmentu pri upravljanju ovim rizikom. Rizik likvidnosti povezan je s tržišnim rizicima jer proizlazi iz novčanih tokova poduzeća na koje promjene financijskih cijena mogu imati utjecaj. Također, rizik likvidnosti ne može se promatrati u izolaciji od ostalih rizika poput rizika lanca dobave ili rizika gubitka kupaca jer svi rizici koji imaju izravan utjecaj na novčane tokove poduzeća, odnosno novčane primitke i izdatke, utječu na izloženost riziku likvidnosti. Stoga, ako poduzeće dobro upravlja svojom izloženošću ostalim rizicima, istodobno značajno smanjuje izloženost riziku likvidnosti.

Cilj ovog rada je utvrditi postoji li i kakva je praksa upravljanja financijskim rizicima u hrvatskim nefinancijskim poduzećima. Temeljni cilj rada ostvarit će se pomoću odgovora na sljedeća istraživačka pitanja:

- Kojim vrstama financijskih rizika su izložena hrvatska poduzeća i u kojoj mjeri?
- Koji su najvažniji instrumenti upravljanja pojedinim rizicima?
- Koje strategije upravljanja rizicima koriste analizirana poduzeća?

2. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

Dio sadržaja ovoga rada proizlazi iz dostupne domaće i strane literature, odnosno radova relevantnih autora koji su usmjereni na istraživanje prakse upravljanja financijskim rizicima. Upravo mali broj takvih istraživanja proveden u Republici Hrvatskoj nametnuo je potrebu daljnjeg ispitivanja prakse upravljanja rizicima u poduzećima iz realnog sektora. Stoga je osim sekundarnog istraživanja, provedeno primarno istraživanje na uzorku 200 velikih hrvatskih poduzeća. Za definiranje uzorka korišten je popis 500 najvećih hrvatskih poduzeća za 2009. godinu objavljen u poslovnom tjedniku "Lider", kojega jednom godišnje izrađuju izdavačka kuća Liderpress zajedno s Financijskom agencijom (FINA) i Zavodom za poslovna istraživanja. S popisa je uzeto prvih 200 poduzeća (prema kriteriju prihoda).

Iz uzorka su uklonjene 22 financijske institucije, pa je konačni broj poduzeća na kojima je provedeno istraživanje 178.

Postavlja se pitanje zašto, prilikom ispitivanja prakse upravljanja financijskim rizicima, obuhvatiti samo najveća poduzeća. Rezultati dosadašnjih empirijskih istraživanja pokazali su da koristi od programa upravljanja rizicima ovise o veličini poduzeća. Postojeća istraživanja pokazala su da su veća poduzeća sklonija upravljanju rizicima i korištenju izvedenica [1, 3, 8]. Naime, veliki problem predstavljaju troškovi uspostavljanja funkcije te aktivnosti upravljanja rizicima koji, za mala poduzeća, mogu predstavljati nepremostivu zapreku. Te troškove prihvatit će samo velika poduzeća kod kojih će, zbog velike izloženosti riziku, koristi upravljanja rizicima nadmašiti troškove uspostavljanja i održavanja programa zaštite. Također, kao što je već rečeno, s popisa 200 najboljih hrvatskih poduzeća izdvojene su 22 financijske institucije - većinom banke i osiguravatelji. Financijske institucije uklonjene su iz uzorka iz razloga što su financijski rizici primarni u njihovom poslovanju, odnosno preuzimanjem istih i njihovim upravljanjem financijske institucije obavljaju svoju osnovnu djelatnost. Iz tog razloga, njihov motiv upravljanja rizicima i korištenja pojedinih instrumenata potpuno je različit od motiva koji pokreće iste aktivnosti kod nefinancijskih poduzeća.

Instrument kojim je provedeno istraživanje jest anketni upitnik sastavljen kako bi se mogli ostvariti postavljeni istraživački ciljevi. Anketno ispitivanje provedeno je uz veliku pomoć i podršku zagrebačkog ureda tvrtke "Roland Berger Strategy Consultants". Anketnim upitnikom pokušalo se utvrditi koji su najvažniji financijski rizici kojima su izložena hrvatska poduzeća, kao i stupanj razvoja prakse upravljanja rizicima, te korištenje ili nekorisćenje pojedinih instrumenata. Upitnik je podijeljen na dva dijela. U prvom dijelu traže se informacije o nekim obilježjima poduzeća, kao što su zaduženost, vlasništvo, kotacija na burzi, te tržišna orijentacija. Ova obilježja izdvojena su kao kontrolne varijable koje će se kasnije dovoditi u vezu s upravljanjem rizicima u poduzeću. Brojna istraživanja [2, 4, 8, 10, 11] potvrdila su navedene varijable kao relevantne za donošenje odluke o upravljanju svim ili pojedinim financijskim rizicima, stoga je njihova značajnost testirana i u ovom istraživanju. Drugi dio upitnika usmjeren je na prikupljanje informacija o izloženosti pojedinim rizicima i upravljanju istim u nekom poduzeću. U tom dijelu postoji i određena grupa pitanja koja je vrlo važna zbog jasnog diferenciranja instrumenata upravljanja rizicima i ispitivanja njihovog korištenja odnosno važnosti.

Anketni upitnik oblikovan je u elektroničkom obliku i poslan elektroničkom poštom na 178 adresa. Prikupljanje adresa elektroničke pošte bio je dugotrajan proces. Mali dio adresa bio je javno dostupan jer su se ankete slale isključivo na adrese financijskih direktora, rizničara ili direktora odjela za kontroling. Većina poduzeća bila su telefonski kontaktirana u svrhu identifikacije osobe zadužene za upravljanje financijskim rizicima i prikupljanja njihovih adresa elektroničke pošte. Zbog činjenice da se anketni upitnik slao isključivo na osobnu e-mail adresu odgovornih osoba u poduzećima, moguće je tvrditi da su ostvareni uvjeti dobivanja točnih informacija. Anketni upitnik poslan je na adrese primatelja 28. lipnja 2010. godine. Vrlo mala stopa povrata zahtijevala je ponovno slanje upitnika. Pošta s podsjetnikom na istraživanje poslana je 5. srpnja, a u tom tjednu, u svrhu postizanja što boljeg odaziva, menadžeri su i telefonski kontaktirani. Konačno, dobivena su 43 ispunjena upitnika, što određuje stopu odaziva na 24,2%. Stopa odaziva često se nameće kao ključan faktor vrednovanja kvalitete istraživanja provedenog anketnim ispitivanjem. Stopa odaziva od 24,2% može se usporediti sa stopom odaziva ostvarenom kod istraživanja kojega su

proveli Bodnar, Hayt i Marston [2], gdje je iznosila 21%, te se može smatrati primjerenom za statističku generalizaciju rezultata provedenog istraživanja.

Prikupljeni podaci analizirani su prikladnim metodama deskriptivne statistike kako bi se ostvarili postavljeni istraživački ciljevi. Radi provjere nekih rezultata dobivenih deskriptivnom statistikom, provedena je korelacijska analiza. Ispitivanje anketnim upitnikom često ima korelacijsku formu pri čemu se istražuje povezanost među varijablama odnosno njihov međutjecaj. Stoga se statistička analiza prikupljenih podataka temeljila i na korelacijskoj analizi, koja pokazuje u kakvom su odnosu dvije varijable, te koji je intenzitet i smjer tog odnosa. Postoje dvije osnovne vrste korelacija – linearna korelacija, kojom se ispituje povezanost među intervalnim varijablama, te korelacija ranga, kojom se ispituje povezanost ordinalnih varijabli. Najpoznatija mjera linearne korelacije je Pearsonov rho, a najpoznatija mjera korelacije ranga je Spearmanov rho. U istraživanju su se koristile obje mjere u ovisnosti o prirodi varijabli među kojima se ispitivala povezanost.

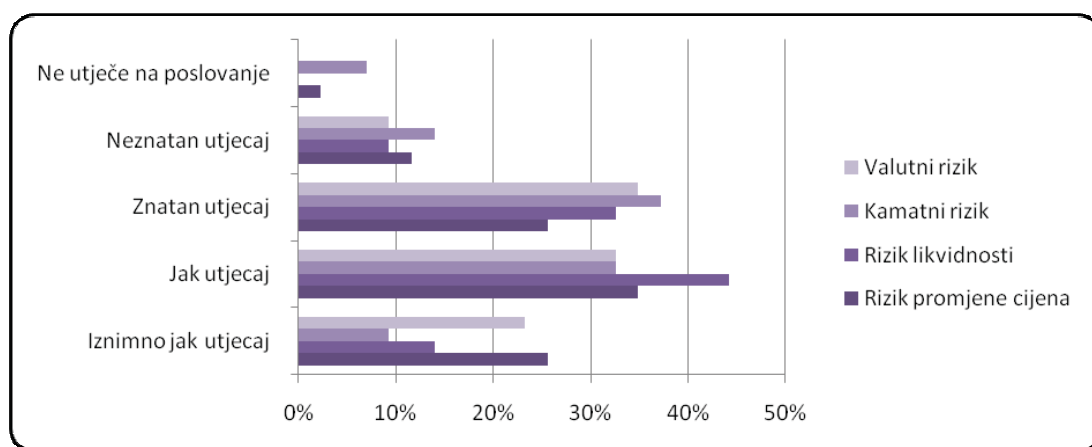
3. ANALIZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA

3.1. Karakteristike analiziranih poduzeća

Već je navedeno da su neke karakteristike poduzeća određene kao kontrolne varijable s kojima su se aktivnosti upravljanja rizicima dovodile u vezu. Tako je razmatrana zaduženost poduzeća, a kao pokazatelj ukupne zaduženosti uzet je udio duga u ukupnoj pasivi. Prema podacima dobivenim anketnim ispitivanjem menadžera, samo 27,9% analiziranih poduzeća ima udio duga u pasivi preko 50%. Najbrojnija je skupina poduzeća (53,5%) kojima je udio duga u pasivi između dvadeset i pedeset posto, dok je 18,6% poduzeća zaduženo manje od 20% u odnosu na vrijednost ukupnih izvora financiranja. Vezano uz vlasničku strukturu, većina analiziranih poduzeća u većinskom je vlasništvu domaćih privatnih investitora (62,8%). U većinskom vlasništvu stranog investitora je 23,3% analiziranih poduzeća, dok je u većinskom vlasništvu države 14% poduzeća. Od analiziranih poduzeća više je onih koja ne kotiraju na burzi (55,8%). Na burzi kotira 19 analiziranih poduzeća, dakle 44,2%. Konačno, većina poduzeća usmjerena je na domaće tržište - njih 33, što predstavlja postotak od 76,74%. Preostalih 10 analiziranih poduzeća primarno je usmjereno na strano tržište. Ovaj podatak bit će od koristi prilikom ocjenjivanja važnosti valutnog rizika, odnosno istražiti će se ima li orijentacija na domaće ili strano tržište utjecaj na izloženost valutnom riziku na pojedino poduzeće, kao i na odluke o upravljanju ovim rizikom.

3.2. Ocjena utjecaja financijskih rizika

Sudionici istraživanja ocjenjivali su utjecaj pojedinih financijskih rizika na poslovanje poduzeća. Svakom od rizika dodjeljivali su ocjene od 1 do 5. Ocjena 1 značila bi da neki rizik ne utječe na poslovanje poduzeća, a skala se proteže do ocjene 5 koja označava situaciju u kojoj rizik ima iznimno jak utjecaj na poslovanje. Važno je naglasiti da se ovdje radi o rezultatima koji su odraz percepcije ispitanih menadžera koje su subjektivne i ne moraju nužno odražavati stvarnu situaciju u poduzećima. Konačne ocjene svih sudionika vidljive su na grafikonu 1.



Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

Grafikon 1: Utjecaj finansijskih rizika na hrvatska poduzeća

Na grafikonu je već na prvi pogled vidljivo isticanje rizika likvidnosti u kategoriji jakog utjecaja na poduzeće. Među rizicima koji su ocijenjeni kao oni s iznimno jakim utjecajem na poduzeća ističe se rizik promjene cijena – čak 25% ispitanika ocijenilo je ovaj rizik s najvećom ocjenom. Dodatno, uzevši u obzir da je ovaj rizik preko 30% poduzeća ocijenilo kao rizik s jakim utjecajem na poslovanje, može se već sada ocijeniti kako je cjenovni rizik jedan od rizika koji ima značajan utjecaj na poslovanje hrvatskih poduzeća. Odmah uz njega tu je i rizik likvidnosti, a slijede ga valutni i kamatni rizik. Ipak, valutni rizik ima veći utjecaj na poslovanje hrvatskih poduzeća od kamatnog rizika. Dokaz za ovu tvrdnju je veliki broj poduzeća koja su izloženost valutnom riziku ocijenila najvećom ocjenom, dok je kamatni rizik posljednji u toj kategoriji, a postoji i određen broj poduzeća na koja kamatni rizik nema utjecaja. U sljedećoj tablici dan je prikaz rizika prema prosječnoj ocjeni. Na istoj tablici može se vidjeti i koliko je menadžera određeni rizik ocijenilo s najvećim ocjenama (jak i iznimno jak utjecaj rizika na poslovanje).

Tablica 1: Rizici prema utjecaju na hrvatska poduzeća

Rizik	Jak i iznimno jak utjecaj na poduzeće	Prosječna ocjena
Cjenovni rizik	60,47%	3,70
Rizik likvidnosti	58,14%	3,63
Valutni rizik	55,81%	3,70
Kamatni rizik	41,86%	3,23

Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

Iz navedenih rezultata može se zaključiti da su analizirana poduzeća u značajnoj mjeri izložena riziku promjene cijena. Nešto manji, no i dalje značajan utjecaj na hrvatska poduzeća imaju rizik likvidnosti i valutni rizik, s tim da je veći broj menadžera ocijenio izloženost riziku likvidnosti s najvećim ocjenama. Prema oba kriterija prikazana u tablici

1, najmanji utjecaj od navedenih rizika ima kamatni rizik. Ipak, valja napomenuti da je izloženost svim financijskim rizicima značajna - prosječna ocjena utjecaja nalazi se u intervalu od 3,23 do 3,7 - što također indicira veliku izloženost analiziranim rizicima.

3.2.1. Cjenovni rizik

Ocjene izloženosti poduzeća cjenovnom riziku variraju od onih poduzeća na koje ovaj rizik nema utjecaj do poduzeća na koja ovaj rizik ima iznimno jak utjecaj. Poduzeća na koja cjenovni rizik nema utjecaj ili je utjecaj tek neznatan (14,5%) vjerojatno su poduzeća s dominantnom pozicijom na tržištu i moći pregovaranja u odnosu na postojeće konkurente, kupce i/ili dobavljače. Valja uvažiti i mogućnost postojanja industrija sa stabilnim cijenama na tržištu inputa i outputa. Najveći broj sudionika, odnosno 34,9%, identificira jak utjecaj ovog rizika. U odnosu na ostale rizike, utjecaj cjenovnog rizika je najčešće ocijenjen najvećom ocjenom (čak 25,6% sudionika). Analiza upravljanja pojedinačnim rizicima dat će odgovor na pitanje zašto se ovaj rizik pokazao najvažnijim za hrvatska poduzeća.

3.2.2. Rizik likvidnosti

Niti jedan menadžer sudionik istraživanja nije odgovorio da rizik likvidnosti nema utjecaj na poslovanje poduzeća. Najveći broj poduzeća ocijenio je rizik likvidnosti kao rizik s jakim utjecajem na poslovanje (44,19% poduzeća). Iznimno jak utjecaj ovog rizika na poslovanje identificiralo je 13,5% menadžera, što je razlog zašto se ovaj rizik prema veličini utjecaja nalazi ipak nakon cjenovnog rizika, uz bok valutnom riziku. O izloženosti riziku likvidnosti ukazuje i podatak o problemima vezanim uz likvidnost analiziranih poduzeća u posljednje tri godine. Na sljedećoj tablici vidljivo je da je 48,9% poduzeća u posljednje tri godine imalo problema s likvidnošću. U sljedećim poglavljima odgovara se na pitanja kakva je praksa upravljanja rizikom likvidnosti i koji instrumenti se pritom koriste.

Tablica 2: Problemi analiziranih poduzeća s likvidnošću

Posljednje 3 godine poduzeće	Broj poduzeća	Postotak
Nije imalo probleme s likvidnošću	22	51,16%
Imalo je određene probleme s likvidnošću	18	41,86%
Imalo je velike probleme s likvidnošću	3	6,98%
Ukupno	43	100,00%

Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

3.2.3. Valutni rizik

Zanimljivo je uočiti da ne postoji niti jedno poduzeće na čije poslovanje ne utječe valutni rizik. Najčešći odgovor je da valutni rizik znatno utječe na poslovanje. Dakle, može se zaključiti da je razvidna izloženost valutnom riziku u svim poduzećima. Pretpostavka istraživanja jest da bi poduzeća, koja su orijentirana na strano tržište, trebala biti više

izložena valutnom riziku za razliku od onih koja rijetko posluju ili ne posluju u inozemstvu. Zbog toga je zanimljivo primijetiti povezanost ove dvije varijable koje su dane u sljedećoj tablici (tablica 3). Vidljivo je kako je kod poduzeća orijentiranih na strano tržište, njih čak 9 od 10 (90%), ocijenilo utjecaj valutnog rizika kao jak ili iznimno jak. S druge strane, manji broj poduzeća odnosno 15 od ukupno 33 (45%) poduzeća koja su primarno orijentirana na domaće tržište ocjenjuju izloženost valutnom riziku tako visokim ocjenama. Korelacijskom analizom dokazana je statistički značajna pozitivna korelacija između veličine utjecaja valutnog rizika i orijentacije na strana tržišta ($p = 0.028$; Spearman's $\rho = 0.697$) čime je potvrđen nalaz deskriptivne statistike da poduzeća koja posluju na inozemnim tržištima u većoj mjeri upravljaju valutnim rizikom zbog veće izloženosti istom.

Tablica 3: Orijetacija na tržište i izloženost valutnom riziku

Orijetacija na	Ocjena izloženosti valutnom riziku	Broj poduzeća	Postotak
Domaće tržište	1	0	0%
	2	3	9,09%
	3	15	45,45%
	4	9	27,27%
	5	6	18,18%
		33	100,00%
Strano tržište	1	0	0%
	2	1	10,00%
	3	0	0%
	4	5	50,00%
	5	4	40,00%
		10	100,00%
UKUPNO		43	-

Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

3.2.4. Kamatni rizik

Na grafikonu 1, prikazane su ocjene utjecaja kamatnog rizika na poslovanje poduzeća dane od strane ispitanih menadžera. Postoji određeni postotak poduzeća (oko 7%) na koja ne utječe ovaj rizik, a osim cjenovnog jedini je rizik koji je barem jednom ocijenjen kao irelevantan za poduzeće. Najčešći je odgovor da kamatni rizik znatno utječe na poslovanje (37,21%), međutim na određeni broj poduzeća ovaj rizik ima i jak utjecaj na poslovanje (32,56%). Dakle, razvidna je izloženost hrvatskih poduzeća i ovom financijskom riziku. Ipak, postavlja se pitanje relativne važnosti ovog rizika u odnosu na ostale financijske rizike. Od svih rizika kamatni rizik je najčešće ocijenjen kao nebitan za poslovanje (ne utječe na poslovanje), u isto vrijeme najmanji broj poduzeća smatra njegov utjecaj iznimno jakim (samo 9,3%). Prema rezultatima istraživanja i jednostavnoj obradi podataka kamatni rizik se može identificirati kao rizik koji od svih financijskih rizika ima najmanji utjecaj na hrvatska poduzeća.

Važnim argumentom za objašnjenje navedenog rezultata istraživanja, navodi se zaduženost hrvatskih poduzeća, odnosno relativno mali broj onih kojima dug iznosi preko 50% ukupne pasive. U toj činjenici valja tražiti razlog zašto kamatni rizik ima manji utjecaj na hrvatska poduzeća od svih ostalih analiziranih financijskih rizika. Međutim, ovdje ponovno valja naglasiti da su istraživane percepcije menadžera, koje ne moraju biti objektivne i odraz stvarne situacije. Sljedeća tablica pokazuje određenu razinu povezanosti između veličine duga i utjecaja kamatnog rizika na poslovanje poduzeća.

Tablica 4: Zaduzenost i utjecaj kamatnog rizika

Dug	Ocjena izloženosti kamatnom riziku	Broj poduzeća	Postotak
< 20%	1	0	0%
	2	3	37,50%
	3	4	50,00%
	4	1	12,50%
	5	0	0%
			8
> 20% < 50%	1	3	13,04%
	2	2	8,70%
	3	9	39,13%
	4	6	26,09%
	5	3	13,04%
			23
> 50%	1	0	0%
	2	1	8,33%
	3	3	25,00%
	4	7	58,33%
	5	1	8,33%
			12
UKUPNO		43	

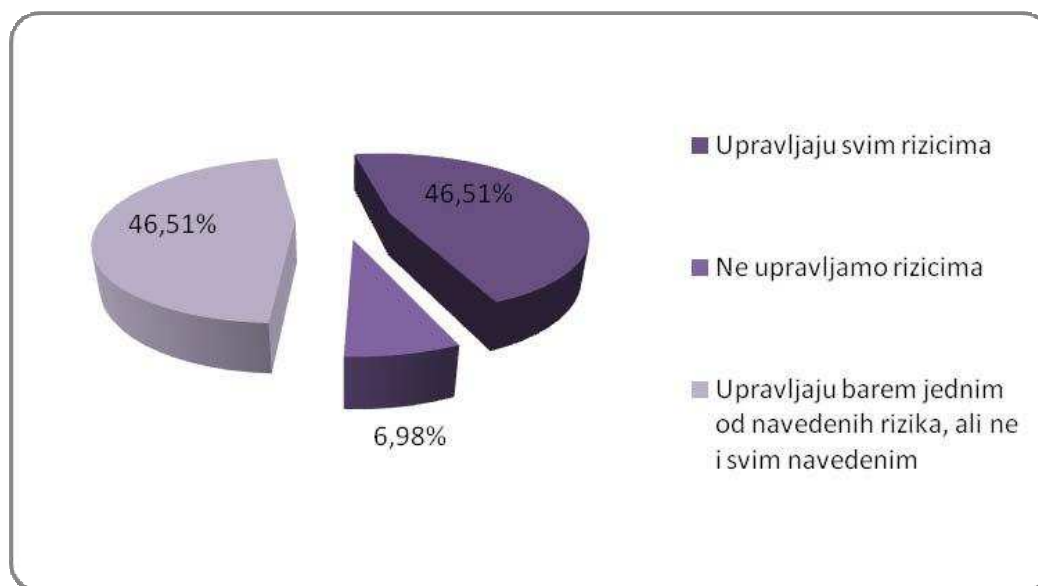
Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

Vidljivo je da su poduzeća, čiji je udio duga u pasivi veći od 50%, češće ocjenjivala utjecaj kamatnog rizika jakim ili iznimno jakim (8 od 12 poduzeća ili 66,6%). Takav utjecaj kamatnog rizika identificira samo 39,1% ili 9 od 23 poduzeća s udjelom duga u pasivi između dvadeset i pedeset posto. Jak i vrlo jak utjecaj kamatnog rizika prepoznaje samo 12,5% odnosno 1 od 8 poduzeća čiji je udio duga u pasivi manji od dvadeset posto. Deskriptivna statistika sugerira da su poduzeća s većim dugom više izložena kamatnom riziku. Naravno da treba uvažiti i spoznajnu limitiranost ovakvog postupka. Radi provjere ovog rezultata provedena je korelacijska analiza kojom je dokazana statistički značajna pozitivna korelacija između veličine utjecaja kamatnog rizika i zaduženosti poduzeća ($p = 0.007$; Pearsons rho = 0.563). Stoga se može zaključiti da su poduzeća s većim udjelom duga u strukturi kapitala više izložena kamatnom riziku i njime intenzivnije upravljaju. Prezentirani rezultati slični

su onima iz istraživanja koje su proveli Miloš Sprčić, Tekavčić i Šević [13] na velikim hrvatskim poduzećima, a u kojemu je srednja vrijednost omjera dugoročnog duga i ukupne imovine poduzeća iz uzorka iznosila 21,5%. Prema Graham i Cambell [9], poduzeća su visoko zadužena ako je vrijednost ovog omjera preko 50%. Zbog toga se može ustvrditi i da poduzeća obuhvaćena u oba istraživanja nisu visoko zadužena, što može i objasniti zašto je kamatni rizik ocijenjen kao manje važan u usporedbi s ostalim financijskim rizicima.

3.3. Raširenost prakse upravljanja rizicima

Jedan od primarnih istraživačkih ciljeva ovoga rada je utvrditi praksu upravljanja financijskim rizicima u hrvatskim nefinancijskim poduzećima. Zbog toga je prilikom anketnog ispitivanja menadžera postavljeno pitanje o upravljanju ili ne upravljanju financijskim rizicima. Od sudionika se tražilo da se izjasne upravlja li se u poduzeću svim rizicima, ili samo pojedinim (kamatni, valutni, cjenovni i rizik likvidnosti). Dakle, ukoliko se u nekom poduzeću ne upravlja svim rizicima, menadžer je bio u mogućnosti definirati jedan ili više pojedinačnih rizika kojima se upravlja. Jedan od ponuđenih odgovora bio je da se u poduzeću ne upravlja niti jednim od financijskih rizika. Rezultati su prikazani na grafikonu 2. Prema rezultatima istraživanja 46,5% poduzeća upravlja svim rizicima dok oko 7% poduzeća ne upravlja niti jednim rizikom. Ostala poduzeća (46,5%) ne upravlja svim rizicima, ali upravlja jednim ili više financijskih rizika. Zaključno, čak 93% poduzeća u uzorku upravljaju barem jednim od analiziranih financijskih rizika.



Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

Grafikon 2: Praksa upravljanja financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima

Prema istraživanju koje su 2006. godine proveli Miloš Sprčić, Tekavčić i Šević [13] na velikim nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj, 73% analiziranih poduzeća upravljal je svim ili barem nekim od financijskih rizika. Može se zaključiti da je u proteklih četiri godine sve veći broj menadžera svjesno nužnosti upravljanja rizicima, pa to i čine, na ovaj

ili onaj način. Veći postotak poduzeća koja upravljaju rizicima u odnosu na 2006. godinu rezultat je i činjenice da se u ovom istraživanju ispitivalo upravljanje rizikom likvidnosti, a ne samo upravljanje valutnim, kamatnim i cjenovnim rizicima.

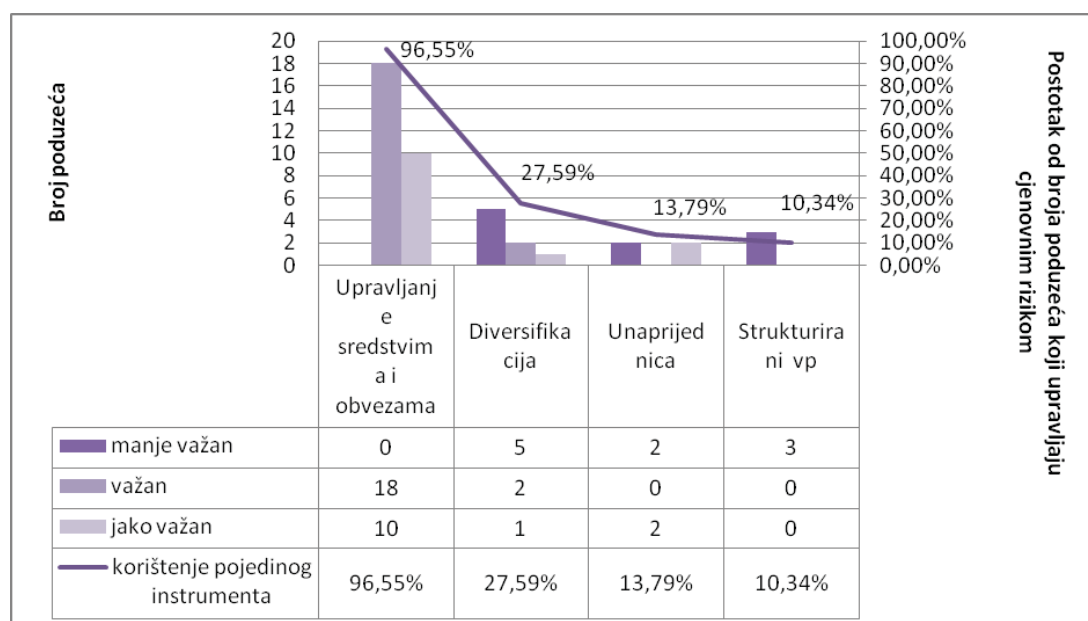
Konačno, analizirala se povezanost odluke o upravljanju svim rizicima s nekim karakteristikama poduzeća. Uzevši u obzir sva ograničenja deskriptivne statistike, neke zakonitosti lako je uočiti. Poduzeća koja upravljaju svim rizicima češće su ona koja kotiraju na burzi, što je bilo i za očekivati, a razloge valja tražiti u očekivanjima investitorske javnosti da menadžment poduzeća zaštiti novčane tokove i zarade poduzeća od nepovoljnih fluktuacija. Od onih poduzeća koja kotiraju na burzi njih 63,1% odnosno 12 od 19 poduzeća upravlja svim rizicima. S druge strane, od poduzeća koja ne kotiraju na burzi njih samo 33,3% upravlja svim financijskim rizicima (8 od 24 poduzeća). Ovaj rezultat potvrđen je korelacijskom analizom kojom je dokazana statistički značajna pozitivna korelacija između kotacije na burzi i upravljanja svim rizicima ($p = 0.000$; Pearsons rho = 0.623). Nadalje, 60% (6 od 10) poduzeća koja su orijentirana na strano tržište upravlja svim rizicima. Kod poduzeća orijentiranih na domaća tržišta njih 42,4% ili 14 od ukupno 33 upravlja svim rizicima. Ova razlika može se tumačiti povećanom izloženošću rizicima ukoliko poduzeće posluje van granica nacionalnog gospodarstva. Stoga je lako pojmiti povećanu potrebu za ozbiljnijim pristupom organizaciji sustava upravljanja financijskim rizicima za takva poduzeća. Nalaz je potvrđen korelacijskom analizom kojom je dokazana statistički značajna pozitivna korelacija između orijentacije na strana tržišta i upravljanja svim rizicima ($p = 0.018$; Pearsons rho = 0.312). Konačno, značajna je još jedna karakteristika poduzeća koja upravljaju svim financijskim rizicima. Samo 33,3%, odnosno 2 od 6, poduzeća u vlasništvu države upravlja svim rizicima. 48,1% odnosno 13 od 27 poduzeća u vlasništvu privatnog, domaćeg vlasnika upravlja svim rizicima, dok je takvih poduzeća u stranom vlasništvu 50% (5 od 10). Dakle, jak pritisak na organizaciju cjelovitog sustava upravljanja financijskim rizicima daje privatni vlasnik, a posebice privatni strani vlasnik. Ipak, ovaj rezultat valja tumačiti s oprezom, obzirom da nije potvrđen korelacijskom analizom.

3.4. Instrumenti i metode upravljanja rizicima

Anketno ispitivanje hrvatskih poduzeća pokazalo je da se većina poduzeća koristi jednostavnim instrumentima upravljanja rizicima, kao što je usklađivanje strukture imovine i obveza. Korištenje izvedenica u hrvatskim poduzećima uglavnom je ograničeno na korištenje unaprednica i zamjena kao predstavnika nestandardiziranih izvedenih vrijednosnih papira. Korištenje ročnica, opcija ili složenih izvedenica je vrlo rijetko ili se uopće ne koristi. Važan je podatak da čak 42,5% analiziranih poduzeća ne upotrebljava izvedene vrijednosne papire pri upravljanju financijskim rizicima.

3.4.1. Instrumenti upravljanja cjenovnim rizikom

Kod prakse upravljanja cjenovnim rizikom ili rizikom promjene cijena inputa i outputa, postoje karakteristike koje je nemoguće ne uočiti, te ih je potrebno naglasiti. Naime, cjenovnim rizikom, kao i kamatnim rizikom upravlja 67,4% analiziranih poduzeća. Međutim, od tih poduzeća samo njih 17,2% koristi barem neki oblik izvedenica. Na niže prikazanom grafikonu navedene značajke vidljive su na prvi pogled.



Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

Grafikon 3: Instrumenti upravljanja cjenovnim rizikom

Od svih izvedenica jedina koja se češće koristi prilikom upravljanja cjenovnim rizikom je unaprednica kojom se koristi 13,79% analiziranih poduzeća. Važnost ovog instrumenta ocijenjena je ili manje važnom ili jako važnom, što dodatno sugerira mali broj poduzeća koji zaista koriste ovaj instrument i kojima ovaj instrument predstavlja jedan od načina upravljanja cjenovnim rizikom. Upotreba OTC opcija i ročnica zanemariva je. Njima se koriste dva poduzeća odnosno 7% poduzeća koja upravljaju ovim rizikom.

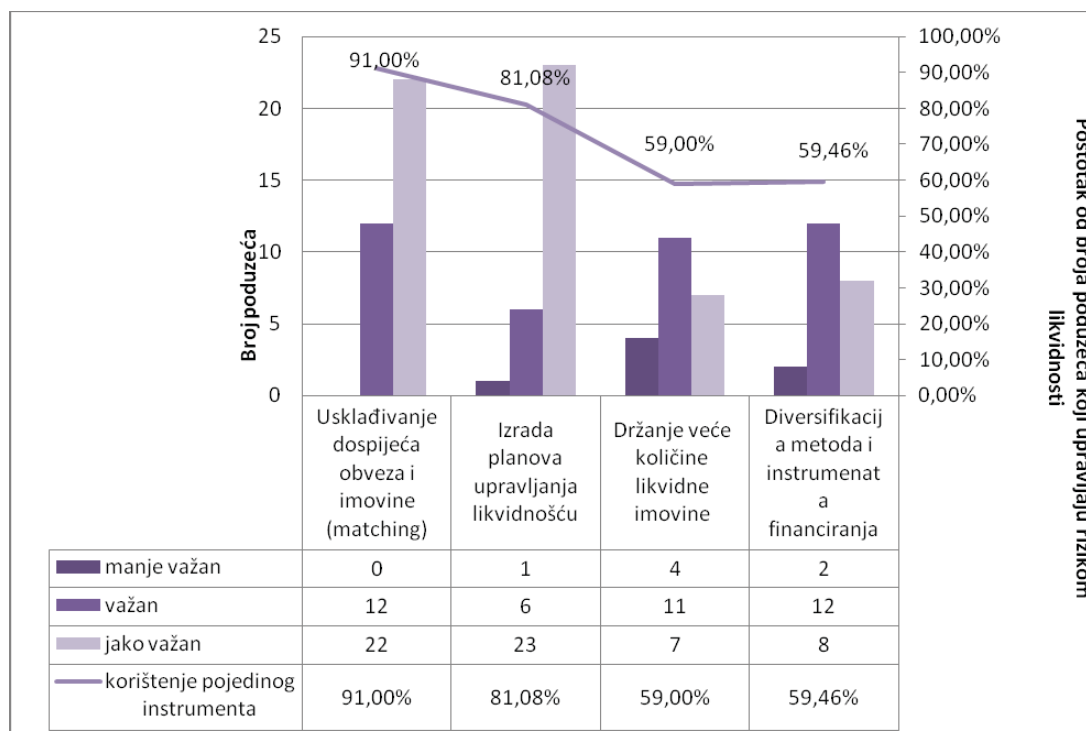
Rijetko korištenje izvedenica, logično, za sobom povlači i jako čestu upotrebu ostalih instrumenata. Upravljanje sredstvima i obvezama kao instrument upravljanja cjenovnim rizikom koristi 96,55% poduzeća, odnosno gotovo sva poduzeća koja upravljaju ovom vrstom rizika. Ovaj instrument niti jednom nije ocijenjen kao manje važan. Diversifikaciju poslovanja koristi 27,6% poduzeća koja upravljaju cjenovnim rizikom, međutim ovaj instrument je manje važan od prethodno spomenutog jer je najčešće tako ocijenjen od strane menadžera. U nedostatku instrumenata upravljanja cjenovnim rizikom, što je lako uočljivo na grafikonu, može se pretpostaviti da je vrlo važan alat u rukama menadžmenta za upravljanje ovim rizikom utjecaj na dobavljače i kupce u svrhu postizanja što boljih ugovora (na primjer dogovaranje fiksnih uvjeta na određeno razdoblje) ili širenje proizvodnog programa kroz diversifikaciju poslovanja.

Istovjetan problem vidljiv je i proučavajući rezultate istraživanja iz 2006. godine [12, 13]. Tada se kao najvažniji instrument pokazalo upravljanje sredstvima i obvezama. Kao i u istraživanju provedenom za potrebe ovoga rada, diversifikacija se pokazala kao drugi instrument po učestalosti korištenja. Diversifikacija poslovanja u svrhu upravljanja cjenovnim rizikom evidentirana je kod 16% poduzeća. Potvrdu o slabom korištenju izvedenica (neznan broj poduzeća koristi unaprednice i ročnice) daju oba istraživanja. Prilikom analize izloženosti hrvatskih poduzeća cjenovnom riziku, naglašeno je da razloge velike izloženosti

valja tražiti i u (ne)mogućnostima upravljanja. Vjerojatno su mala ponuda robnih izvedenica na hrvatskom tržištu, ali i nedovoljno poznavanje ostalih metoda upravljanja ovim rizikom od strane menadžmenta samo neki od razloga zašto je izloženost ovom riziku velika pa se može zaključiti da ona jednim dijelom proizlazi i iz ograničenih mogućnosti koje se nude hrvatskim poduzećima prilikom upravljanja cjenovnim rizikom.

3.4.2. Instrumenti upravljanja rizikom likvidnosti

Rezultati istraživanja pokazali su da 37 od 43 (86%) analiziranih poduzeća upravlja rizikom likvidnosti. Vjerojatan razlog razvijenosti prakse upravljanja rizikom likvidnosti je i činjenica da je čak 50% poduzeća u posljednje tri godine imalo određenih problema s likvidnošću. Zbog specifičnosti ovog rizika, upravljanjem ostalim financijskim rizicima zapravo se upravlja i rizikom likvidnosti. Naime, izloženost ostalim financijskim rizicima multiplicira izloženost riziku likvidnosti jer se promjene financijskih cijena izravno odražavaju na novčane primitke i izdatke, a onda i na likvidnost i solventnost poduzeća. Ako je, kao što je već navedeno, cilj upravljanja financijskim rizicima minimizirati negativan utjecaj rizika na poslovanje poduzeća, tada će kvalitetno integriran i funkcionalan sustav upravljanja ostalim financijskim rizicima rezultirati i manjim rizikom likvidnosti. Međutim, i rizikom likvidnosti valja zasebno upravljati, a na raspolaganju stoji nekoliko instrumenata ili metoda. Na sljedećem grafikonu prikazano je korištenje pojedinih instrumenata kao i ocjene njihove važnosti.



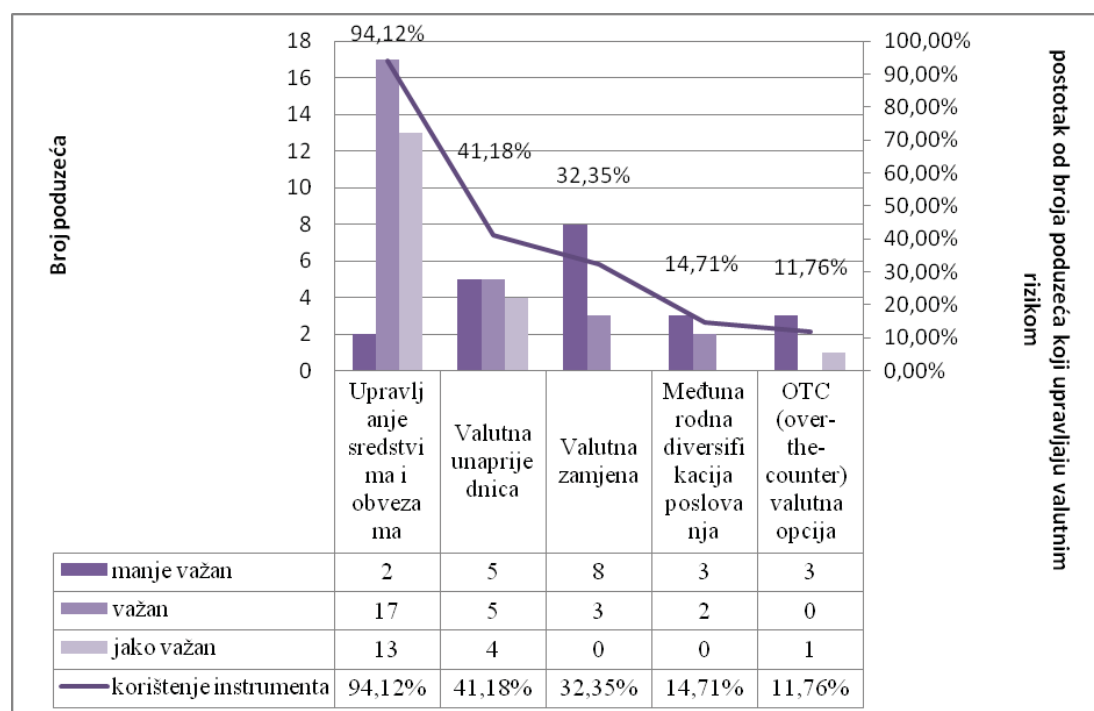
Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

Grafikon 4: Instrumenti upravljanja rizikom likvidnosti

Usklađivanje dospijeca obveza i imovine najčešće je korišten instrument, koristi ga čak 91% poduzeća koja upravljaju ovim rizikom. Najviše menadžera ocjenjuje ovaj instrument jako važnim, a niti jednom nije ocijenjen kao manje važan. Izradu planova likvidnosti koristi 81% poduzeća, a za ta poduzeća ovaj instrument je najčešće jako važan. Između ova dva instrumenta vidljiva je razlika kod ocjene važnosti. Više poduzeća, koje upotrebljavaju plan likvidnosti kao instrument, ocjenjuje ga važnijim nego što je to slučaj kod usklađivanja dospijeca obveza i imovine. Držanje veće količine likvidne imovine te diversifikaciju instrumenata financiranja koristi podjednak broj poduzeća, oko 60%. Ipak, na temelju ocjena važnosti pojedinog instrumenta može se ustrviti da je za poduzeća diversifikacija instrumenata financiranja važnija od držanja veće količine likvidne imovine. Konačno se može zaključiti da rizikom likvidnosti upravlja većina hrvatskih poduzeća, upotreba različitih metoda dobro je razvijena, a jasan je i redosljed instrumenata upravljanja rizikom likvidnosti prema važnosti odnosno učestalosti upotrebe.

3.4.3. Instrumenti upravljanja valutnim rizikom

Kao što je već rečeno, praksa upravljanja valutnim rizikom postoji kod 34 poduzeća odnosno kod 79% analiziranih poduzeća. Prilikom upravljanja svim, pa tako i valutnim rizikom, hrvatska poduzeća uglavnom koriste najjednostavnije instrumente. Tako je u slučaju valutnog rizika najraširenija praksa upravljanja valutnom strukturom sredstava i obveza. Tek 50% poduzeća koja upravljaju valutnim rizikom koristi barem jednu vrstu izvedenica. Točno stanje upotrebe instrumenata upravljanja valutnim rizikom, kao i ocjena važnosti svakog instrumenta prikazano je na sljedećem grafikonu.



Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

Grafikon 5: Instrumenti upravljanja valutnim rizikom

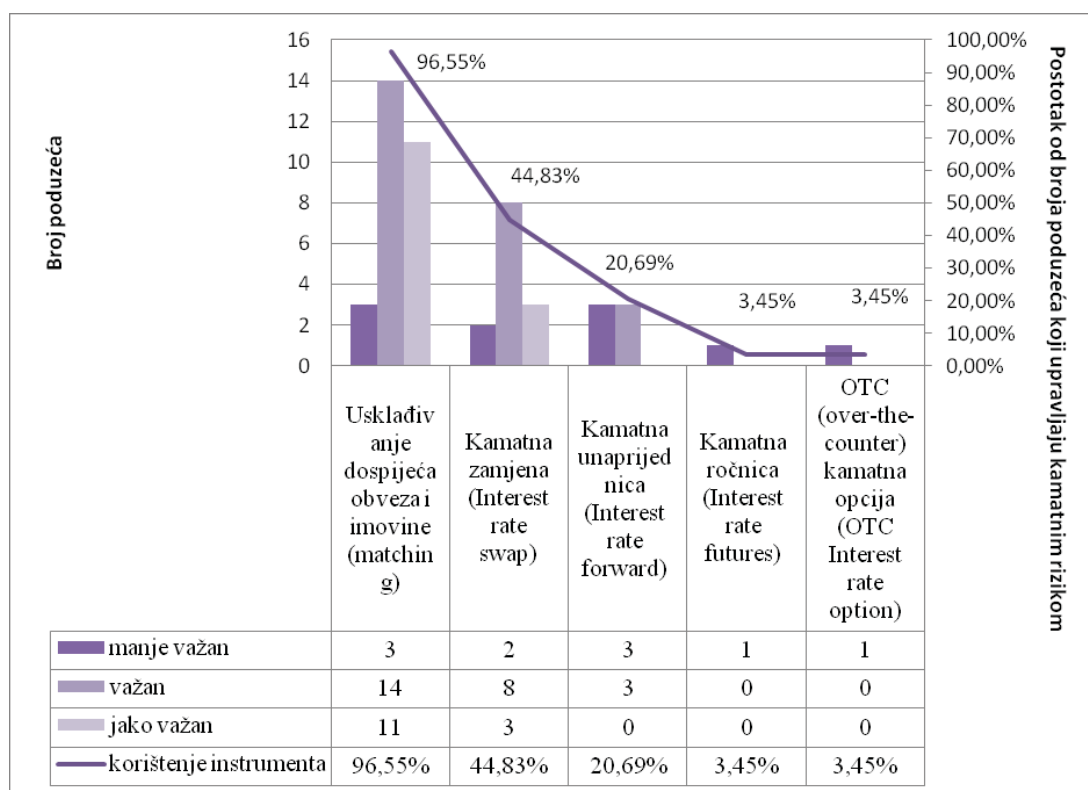
Na grafikonu je vidljivo da je najrašireniji instrument upravljanje valutnom strukturom sredstava i obveza – 94,12% poduzeća koja upravljaju valutnim rizikom koriste se ovim instrumentom. Najčešće je ovaj instrument označen kao važan, nešto manje menadžera smatra ovaj instrument jako važnim. Od svih izvedenica prilikom upravljanja valutnim rizikom najčešće se koristi unaprednica, njom se koristi 41,2% poduzeća koja upravljaju valutnim rizikom. Ocjena njezine važnosti proteže se od konstatacije da je manje važna do onih poduzeća za koja je ovaj instrument jako važan. Valja naglasiti i to da su sve izvedenice u odnosu na gore navedene, jednostavne instrumente, češće ocijenjene kao manje važne prilikom upravljanja valutnim rizikom. Osim unaprednicama, poduzeća se koriste valutnim zamjenama (32,35% poduzeća koja upravljaju valutnim rizikom). Zamjene su, međutim, ocijenjene manje važnim od unaprednica. Upotreba svih ostalih izvedenica je beznačajna. Tek poneka poduzeća se koriste OTC opcijama, ročnicama i složenim izvedenicama. Nešto korišteniji instrument upravljanja valutnim rizikom je i međunarodna diversifikacija poslovanja kojim se koristi 14,7% analiziranih poduzeća.

Dobiveni rezultati sukladni su rezultatima istraživanja iz 2006. godine [12, 13]. Redoslijed instrumenata prema frekvenciji korištenja je istovjetan. Poduzeća se najčešće koriste upravljanjem sredstvima i obvezama kao instrumentom upravljanja valutnim rizikom. Slijedi redom, upotreba unaprednica, zamjena i međunarodna diversifikacija. Stoga se može zaključiti da u proteklom četverogodišnjem razdoblju velika hrvatska poduzeća nisu napredovala po pitanju korištenja složenijih instrumenata upravljanja valutnim rizikom.

3.4.4. Instrumenti upravljanja kamatnim rizikom

Kamatnim rizikom upravlja 67,4% analiziranih poduzeća. Od poduzeća koja upravljaju kamatnim rizikom njih oko 45% koristi barem jednu vrstu izvedenica, što odgovara postotku korištenja izvedenica prilikom upravljanja valutnim rizikom. Kao i kod upravljanja valutnim rizikom, najraširenija praksa upravljanja kamatnim rizikom jest upravljanje sredstvima i obvezama, ili točnije, upravljanje ročnom strukturom imovine i obveza. Vidljive su i promjene što se tiče vrsta izvedenica koje se najčešće koriste prilikom upravljanja ovim rizikom. Upotreba i ocjena pojedinih instrumenata prikazana je na grafikonu 5.

Usklađivanje dospjeća obveza i imovine (engl. *matching*) prakticira 96,55% poduzeća koja upravljaju kamatnim rizikom, a taj instrument je najčešće ocijenjen kao važan. U praksi upravljanja kamatnim rizikom izvedenicama dolazi do promjene u odnosu na korištenje izvedenica prilikom upravljanja valutnim rizikom. Najvažnija izvedenica je kamatna zamjena kojom se koristi 44,8% poduzeća. Njezina značajna uloga u upravljanju kamatnim rizikom može se indicirati i pogledom na ocjenu važnosti ovog instrumenta. Ova izvedenica je za razliku od onih povezanih s upravljanjem valutnim rizikom najčešće ocijenjena kao važna, postoji i značajan broj menadžera koji ovu izvedenicu smatraju jako važnom. Od ostalih izvedenica značajniju ulogu imaju unaprednice kojima se koristi 20,7% poduzeća. One su međutim i češće ocijenjene kao manje važne. Korištenje opcija, ročnica, hibridnih i složenih vrijednosnih papira minimalna je i zanemariva.



Izvor: Izrada autora prema rezultatima provedenog istraživanja.

Grafikon 6: Instrumenti upravljanja kamatnim rizikom

Uspoređujući ove rezultate s onima iz spomenutog istraživanja provedenog 2006. [12, 13], ponovno se može zaključiti da su rezultati vrlo slični. Redosljed važnosti instrumenata je istovjetan, samo je u ovom istraživanju evidentirano intenzivnije korištenje usklađivanja dospjeća i obveza kao instrumenta upravljanja kamatnim rizikom.

4. ZAKLJUČAK

Rezultati istraživanja o praksi upravljanja financijskim rizicima, provedenog među velikim hrvatskim poduzećima, daju odgovore na postavljena istraživačka pitanja. Rizik kojemu su hrvatska poduzeća najviše izložena je cjenovni rizik odnosno rizik promjene cijena inputa i outputa. Slijedi valutni rizik i rizik likvidnosti kojima su hrvatska poduzeća izložena gotovo jednako kao i cjenovnom riziku. Posljednji prema kriteriju veličine utjecaja je kamatni rizik. Nepostojanje izvedenica kojima se trguje na organiziranom financijskom tržištu na neki način nadoknađuju financijske institucije u oblikovanju i ponudi nestandardiziranih izvedenica, pomoću kojih se može upravljati prije svega valutnim i kamatnim rizikom. U takvoj situaciji vidljiv je nedostatak instrumenata upravljanja cjenovnim rizicima. Zbog svega toga, uvažavajući i specifičnosti hrvatskog gospodarstva, jasna je smanjena mogućnost upravljanja cjenovnim rizikom iz čega proizlazi i velika izloženost ovom riziku.

93% analiziranih poduzeća upravljaju barem jednim od financijskih rizika, no samo 46,5% poduzeća upravlja svim rizicima. Od pojedinih rizika najviše se upravlja valutnim rizikom i rizikom likvidnosti (85% poduzeća). Prilikom upravljanja rizicima u hrvatskim poduzećima najkorišteniji su jednostavni instrumenti, kao što je usklađivanje imovine i obveza. Hrvatska poduzeća se prilikom upravljanja valutnim rizikom od svih dostupnih izvedenica najčešće koriste unaprednicama, potom i zamjenama. Ovaj redoslijed suprotan je kod upravljanja kamatnim rizikom. Od izvedenica najpopularnija je kamatna zamjena, a tek onda unaprednica. Upotreba izvedenica prilikom upravljanja cjenovnim rizikom gotovo je zanemariva. Također, čak 42,5% analiziranih poduzeća koja upravljaju svim ili barem nekim od financijskih rizika uopće ne koriste izvedenice.

Prema rezultatima istraživanja mogu se izvesti sljedeći zaključci. Izloženost hrvatskih poduzeća financijskim rizicima je značajna. Česta je praksa upravljanja financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima, međutim upitna je njezina razvojna razina. Mali broj poduzeća koristi izvedenice prilikom upravljanja rizicima, a pritom je cjenovni rizik kritičan po pitanju upravljivosti. Usporedbom rezultata istraživanja provedenog prije 4 godine [12, 13] nije vidljiv značajan napredak u praksi upravljanja financijskim rizicima. Očito je da su potrebne promjene inicirane od strane menadžmenta kako bi se poboljšala strategija i uveli sofisticiraniji instrumenti upravljanja financijskim rizicima. U tom kontekstu, potrebno je kvalitetno obrazovanje menadžera iz područja upravljanja rizicima kako bi svojim znanjem poduzeli potrebne korake za implementaciju efikasnog sustava upravljanja rizicima na razini cijelog poduzeća. Važno je naglasiti kako će, bez razumijevanja i podrške vodećih ljudi u poduzeću, upravljanje financijskim rizicima ostati na razini sporadičnog upravljanja pojedinim vrstama rizika, bez promatranja njihove međusobne ovisnosti i utjecaja [6]. Dodatno je za očekivati da će se u bližoj budućnosti u Hrvatskoj razviti tržište izvedenicama, posebice nakon što Hrvatska postane dijelom velikog europskog tržišta, što će utjecati na povećanje ponude različitih instrumenata upravljanja rizicima. Uz porast svijesti i znanja menadžera iz područja upravljanja rizicima, povećana ponuda instrumenata trebala bi utjecati i na smanjenje transakcijskih troškova vezanih uz ove instrumente, što će dodatno povećati njihovu upotrebu. Sve gore navedeno zasigurno će utjecati na poboljšanje prakse upravljanja rizicima u hrvatskim poduzećima, te bolju zaštitu novčanih tokova i vrijednosti poduzeća. Također, rastu očekivanja od strane investitora koji su, pri ulaganju kapitala u neko poduzeće i formiranju svojih očekivanja, postali sve osjetljiviji na informaciju o upravljanju rizicima u poduzećima. Vrijeme u kojem su menadžeri mogli objasniti vlasnicima i kreditorima poduzeća da su gubici u poslovanju nastali uslijed promjena u okruženju poduzeća na koje oni nisu mogli utjecati je prošlost. Danas, zbog postojanja sve većeg broja instrumenata namijenjenih zaštiti i upravljanju rizicima, investitori očekuju da menadžeri posjeduju znanja potrebna za korištenje ovih instrumenata, te da izoliraju poslovanje poduzeća od negativnih utjecaja promjena financijskih cijena.

POPIS LITERATURE:

1. Allayannis, G. i Weston, J. (2001), The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value, *The Review of Financial Studies* 14(1), pp. 243. - 276.

2. Bessembinder, H. (1991), "Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (26), 4: 519. - 532.
3. Bodnar, G. M., Hayt, G. S. i Marston, R. C. (1998), 1998 Wharton Survey of Derivatives Usage by US Non-Financial Firms, *Financial Management* 27(4), pp. 70. - 91.
4. Campbell, T. S. i Kracaw, W. A. (1987), "Optimal Managerial Incentive Contracts and the Value of Corporate Insurance", *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, (22), 3: 315. - 328.
5. Culp, C. L. (2001.), *The Risk Management Process: Business Strategy and Tactics*. [e-books] SAD: John Wiley and Sons, Inc.. Dostupno na: Google books <http://books.google.com>
6. Dedi, L., Miloš Sprčić, D., Orsag, S. (2010.), *Povećana važnost organiziranog upravljanja rizicima u javnim dioničkim društvima II.*, zbornik radova XI. međunarodnog simpozija „Evropski put BiH u funkciji razvoja“, Revicon, Sarajevo.
7. Doherty, N., (2000), *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for reducing Risks*. [e-books] New York: McGraw-Hill. Dostupno na: Google book <http://books.google.com>
8. Dolde, W. (1995), Hedging, leverage and primitive risk, *Journal of Financial Engineering* 4(2), pp. 187. - 216.
9. Graham, J. i Campbell, H. (2001), "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics*, (60), 2-3: 187. - 243.
10. Haushalter, G. D. (2000), "Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging: Evidence from Oil and Gas Producers", *The Journal of Finance*, (55), 1: 107. - 152.
11. Mian, S. (1996), "Evidence on Corporate Hedging Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (31), 3: 419. - 439.
12. Miloš Sprčić, D. (2007.), *Izvedenice kao instrument upravljanja financijskim rizicima: primjer hrvatskih i slovenskih nefinancijskih poduzeća*, Financijska teorija i praksa (Financial Theory and Practice), Number 4, str. 387. - 413.
13. Miloš Sprčić, D., Tekavčić, M. i Šević, Ž. (2008.), *Corporate Risk Management Practices in Croatian Companies*. Ekonomski pregled 59 (7-8), str. 344. - 369.