

ÁRFOLYAMKOCKÁZAT

Szerző:

Lőrincz Márta,

Babeş-Bolyai Tudományegyetem,
Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kar,
Bank és Pénzügy Szak, III. Év

Vezető tanárok:

Dr. Nagy Bálint Zsolt

Babeş-Bolyai Tudományegyetem
Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kar,
Pénzügy Tanszék

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	2
TÉMAVÁLASZTÁS INDOLKÁSA.....	2
1. A KOCKÁZAT	3
2. A VALUTAÁRFOLYAM JELENTŐSÉGE.....	3
3. ÁRFOLYAMVÁLTOZÁS KOCKÁZATA	4
4. FEDEZETI ÜGYLETEK.....	5
5. KOCKÁZATKEZELÉS	7
6. ÁRFOLYAMKITETTSÉG.....	8
7. KOCKÁZATFEDEZÉS SZEMLÉLETEI	11
8. RÉSZVÉNYESEK ÉS A VÁLLALAT KOCKÁZATÁNAK KAPCSOLATA.....	12
9. VÁLLALATOK ELEMZÉSE ÁRFOLYAMKOCKÁZAT SZEMPONTJÁBÓL	15
10. ÁRFOLYAMKOCKÁZAT KEZELÉSE KKV-k ESETÉN	17
11. KÖVETKEZTETÉS	18
MELLÉKLET	19
IRODALOMJEGYZÉK.....	26

BEVEZETÉS

A gazdasági válság napjainkban minden iparágra kihatással van. A multinacionális cégek sem képeznek kivételt ez alól, sőt leginkább őket tekintik a válság okozóinak. A vállalatok válság idején likviditási problémákkal küzdenek, nagyobb kockázatot kell vállaljanak új befektetések kezdeményezésének érdekében. Az elmúlt negyedévben tapasztalható gazdasági változás hazánkban különösen azokat a vállalatokat érintette amelyek nagyobb devizahitelt kellett törlesszenek, valamint import- vagy export tevékenységet folytattak és számlázás esetén nem a hazai pénznemet vették igénybe. Az árfolyamkockázat elkerülése érdekében nem az a megoldás, hogy az illető vállalat ezután csak hazai pénznemben hajtson végre kereskedést, hanem különböző határidős szerződések megkötésére van lehetőség, melyek fedezik az árfolyamingadozások esetén a keletkező veszteségeket.

TÉMAVÁLASZTÁS INDOLKÁSA

Árfolyamkockázatfedezés alatt általában mindenki csak pozitívumot ért, pedig számos olyan tényező adódhat, amely még ezekkel a technikákkal is veszteséget eredményezhet. Az árfolyamváltozását számos tényező befolyásolja, ezért a következő napi árfolyamra csak spekulálni tudunk, de nem tudjuk pontosan milyen értéken fogunk venni és eladni. Hasonló ez egy fogadáshoz, viszont nagyobb vállalatok esetén a nem megfelelő fedezési tényezők alkalmazása súlyos károkat idéz elő. Választásom azért esett erre a témára, mert szeretném vizsgálni azokat az eszközöket, amelyekkel kivédhetőek a veszteségek az árfolyamok változása esetén.

Dolgozatomban megvizsgálom hogyan érinti a Romániában tevékenységet folytató vállalatokat az árfolyam változása és használnak-e bármilyen stratégiát az árfolyamkockázat fedezésére.

1. A KOCKÁZAT

A kockázat fedezésére már a XVII. században is találunk példát amikor a japán kereskedők szerettek volna valamit tenni a rizs árának változékonysága ellen. Az Egyesült Államokban számos termelő használt határidős szerződéseket az elmúlt században annak érdekében, hogy fedezze az esetleges ár csökkenéseket és profitra tegyen szert árnövekedés esetén. A határidős ügyletek piacának likviditását a spekulánsok biztosítják, akik olyan kockázatokat is vállalnak amelyeket az ügyletben résztvevő felek visszautasítanak. (Lederman and Klein, 1995)

Alfred Winslow Jones használta az első fedezeti alapot (**hedge fund**), a modellben a kockázati tényező az értékpapír kiválasztása és a piac volt, ezért portfólió menedzsereket alkalmazott arra, hogy a megfelelő értékpapírokat válasszák ki. 1954-ben ez volt az egyetlen fedezeti ügylet amelyben több menedzser vett részt és amely képes volt csökkenteni a kockázatot több különböző portfólió használata (diverzifikációja) által. (Lederman, Klein, 1995)

J. M. Keynes (1930) normal backwardation elméletében kifejtette, hogy a kockázatot fedező személyek hajlandóak fizetni egy kockázati prémiumot annak érdekében, hogy megszabaduljanak az árváltozás kockázatától. Ezzel ellentétben a spekulánsok csak abban az esetben hajlandóak a határidős piacon kereskedést folytatni, ha megszabadulnak a kockázattól. Holbrook Working elméletében kifejtette azt, hogy a kockázatfedezeti eszközök állománya, amellyel a kockázatot fedező személyek rendelkeznek, összefüggésben áll azzal hogy milyen hozamot várnak el a fedezéstől.

2. A VALUTAÁRFOLYAM JELENTŐSÉGE

Egy valutaárfolyam az az árfolyam, amelynél a valuta kínálata és kereslete egyenlő. A valutaárfolyamok változása komoly problémát okozhat minden olyan vállalatnak, amely kapcsolatban áll valamilyen külföldi partnerrel akinek kamatot, osztalékot fizet, avagy épp ez a vállalat fizeti vissza tartozásait saját pénznemében. Különösen fontos mindez ha a vállalat előrejelzéseket készít amelyben meg kell határozza kiadásait és bevételeit. Könyvelési szempontból a valutaelszámolás bizonyos szabályoknak kell megfeleljen. Mindezek meghatározásához pontosítani kell mi határozza meg egy valuta árfolyamát. Két meghatározást kell mindehhez bevezetni, az elsőben figyelembe veszik a vásárlóerő-paritást, a másodikban pedig a kamat nagyságát (Harrington, D. 1995):

- A vásárlóerő-paritás szerint az árak két különböző ország pénznemében egyenlőek kell legyenek, ha mindez nem áll fenn akkor arbitrázs lehetőség képződik. Az elméletnek megfelelően két országban az átváltási árfolyamok akkor változnak ha változik az infláció nagysága. A vásárlóerő-paritás elmélete figyelmen kívül hagyja a vámokat és a szállítás költségeit a két ország között, ezért újabb elméleteket fejlesztettek ki.
- A Fisher-hatás (kamatparitás) szerint a valóságos kamatkülönbségek és a különbségek változásai az átváltási árfolyamok legfőbb mozgatói. A profitszerzés lehetősége fennállhat ha a két ország tényleges kamatai nem egyformák. Az átváltási árfolyamokat befolyásolják az országok politikai és gazdasági kockázatai, a relatív infláció és a rendelkezésre álló bevételek növekedési üteme.

3. ÁRFOLYAMVÁLTOZÁS KOCKÁZATA

A valuták árfolyama soha nem tekinthető stabilnak, még a legmerevebb árfolyamrendszerek esetén is történnek beavatkozások az árfolyam kiigazításának érdekében. A rugalmas árfolyamrendszerekben a piac határozza meg a hazai deviza árfolyamainak mozgását. Fix árfolyamrendszerekben pedig valamely más devizához vagy devizákhoz kötik a hazai devizaárfolyamot. A köztes típusok nagyon közel állhatnak akár a rugalmas, akár a rögzített rendszerhez. A rugalmas árfolyamrendszerekben is fenn szokták tartani a központi bankok számára a beavatkozás lehetőségét (devizapiaci intervenció). Az intervenciótól teljesen mentes rendszer hosszabb távon nagyon ritka. Az árfolyam folyamatos változása megfigyelhető úgy a rugalmas, mint a lebegő árfolyamok esetén. Ezért minden nemzetközi ügyletben résztvevő kell számoljon a devizatartozás esetleges növekedésével vagy a devizakövetelés csökkenésével. (Lőrincné Istvánffy, 2004)

Frenkel, J. (1989) szerint a reálisan előrejelezhető árfolyamváltozások aránya, és ezek tényleges bekövetkezése bármilyen módszert felhasználva igen alacsony valószínűségű.

Az árfolyam nagymértékű lecsökkenése a makrogazdasági alapok meggyengüléséből adódik: a túlzottan expansionista monetáris politika, a jelentős pénztúlkínálat, a költségvetési fegyelem hiánya, az ország devizatartalékainak csökkenése a

gyenge gazdasági teljesítmény következtében és a stabilizálás érdekében kifejtett tevékenység. (Lőrincné Istvánffy, 2004)

A devizatartalékok csökkenése esetében a jegybank beavatkozása szükséges, amely az árfolyam korrigálásából áll. A nemzetközi devizamozgásokat leginkább a tőketulajdonosok befolyásolják, mivel piacról való kivonulásuk az árfolyam drasztikus eséséhez vezet. Ez a tényező is hozzájárul a valutaválsághoz. Mindemellett a valutaválság előrejelzéséhez számos tényező elemzése szükséges: a reálfelértékelődés, a belső hitelvolumen növekedése, az inflációs ráta, a külföldi adósságállomány és a folyó fizetési mérleg egyenlege. (Lőrincné Istvánffy, 2004)

4. FEDEZETI ÜGYLETEK

A legtöbb vállalat azért használ fedezeti ügyletet, hogy kockázatát csökkentse nem pedig azért, hogy újabb bevételre tegyen szert. Ezek az ügyletek kockázatvállalást jelentenek egy másik kockázat ellensúlyozására. (Brealey-Myers, 2005)

Fedezeti ügyletkötésre a következő eszközöket használják: futures (tőzsdei határidős ügylet), forward (tőzsdén kívüli határidős ügylet), swap ügyletek és opciókat. Mindegyik ügylet értéke más eszközök értékétől függ, ezért származtatott eszközöknek tekintjük őket (derivatívok). A tőzsdei határidős ügylet kétféle: eladási fedezeti ügylet (short hedge) és vételi fedezeti ügylet (long hedge). (Brealey-Myers, 2005)

Határidős ügylet esetén a jövőbeli ár már ma meghatározásra kerül, de a fizetés csak későbbi időpontban esedékes. Ezek a kötések napi elszámolásúak, veszteség esetén kiegyelítésre szólítják fel a pozíció tulajdonosát, nyereség esetén pedig az összeget számlájára írják jóvá. (Lőrincné Istvánffy, 2004)

Határidős fedezés esetén két pozíciót különböztetünk meg: hosszú és rövid pozíciót.

1. A hosszú pozíció exportügyletekből származhat, mivel a követelés csak egy bizonyos idő elteltével érkezik meg az eladó számlájára és ezidő alatt az árfolyam változhat. Az exportőr úgy tudja bizonytalanságát kiiktatni, ha a devizakövetelését eladja a teljesítés határidejére. A fedezés pozitív vagy negatív hatású lehet. Ha a lejáratig az árfolyam a meghatározott szint alatt marad, akkor az exportőr több jövedelemhez jut. Ellenkező esetben, pedig az exportőr veszteséget generál.

2. A rövid pozíció. Az importőr az exportőrhöz hasonlóan kialakíthat egy védekezési pozíciót a devizatartozás bizonytalan értékváltozására, ha a külföldi deviza erősödésére számít.

Tőzsdén kívüli (**forward**, bankközi) határidős ügyletek, egyedi igényekhez igazított szerződések, akkor használják, ha a tőzsdei határidős ügylet esedékességi időpontja nem felel meg a ügyletkötő igényeinek.

A csereügyletek (**swap**) lehetővé teszik a kockázat kicserélését. Ennek az ügyletnek a kockázatát a partnerekockázat képezi, mivel ha a partner csődbemegy a másik felet egy fedezetlen pozícióban hagyja. A csereügyletek nagyrészt kamatláb-csereügyletek képezik, melyben egy fix kamatot fizető vállalat ha előnyben részesít egy változó kamatozású hitelt, akkor a fixet egy közvetítőn keresztül lecserélheti változóra. A csereügyletek tárgya lehet deviza, részvényindex és nyersanyag is. A swapügylet az átmeneti devizafölöslegek vagy felmerülő hiányok kezelésére kínál lehetőséget. Ha egy devizaösszegre csak egy későbbi előre ismert időpontban lesz szükség, miközben ugyanezen időtartamban szükség lenne egy másik valutára, a fölösleg ésszerűen felszámolható a swap ügylet segítségével, így a hiány is megszűnik. (Lőrincné Istvánffy, 2004)

Futures ügyletek. A futures piac gazdasági funkciója, hogy egy versenyképes ármechanizmust biztosítson, mely elősegíti a kockázatok fedezését és a piacok hatékonyságát. Futures szerződésekben a két fél meghatározza a pontos időt és helyet, amikor az árucikkek cseréje megtörténik. A szerződés lejáratakor a teljesítés a piac által előírt szabályok szerint történik. A klíringházak biztosítják a futures kereskedők tevékenységét, nyilvántartva a piacon megtörtént kötések és vállalván a kockázatot bizonyos védőintézkedések mellett. Ezen a piacon az árfolyamkockázat lefedezése állandóan biztosított, mivel bármikor lehet venni és eladni. (Gallinger, W., Healey, P. 1991)

Az **opciós** ügyletek piaca olyan megoldásokat kínál, amelyekkel a kockázat jelentősen mérsékelhető. Az ügyfél bizonyos időtartamra adott valuta eladására vagy vételére szerez jogot. Számos vállalat használja az opciós ügyleteket a kockázatok fedezésére, mivel abban az esetben ha nem következik be a várt kockázat, a vállalat vesztesége csupán az opció díja, amely sok esetben elenyésző azokhoz a veszteségekhez képest, amelyek bekövetkezhetnek nemfedezés esetén. (Kawaller, Ira G. 2008)

Devizapiac

A világ legnagyobb pénzügyi piaca a devizapiac, ahol lehetséges a vállalatok számára az azonnali vagy a későbbi időpontbeli kereskedés. Az üzletek ezen a piacon elektronikus úton kötöttek, a legfontosabb kereskedők a kereskedelmi és befektetési bankok. Devizapiacot veszik igénybe azok a befektetők, akik áru ellenértékének kifizetésekor nem a hazai pénznemben fizetnek. Léteznek vételi illetve eladási árak (bid-ask quotes). Határidős devizapiac esetén az ügyleteket a jelenben kötik meg annak érdekében, hogy a jövőben kerüljenek megvalósításra. A kockázat elkerülése érdekében a vállalatok különböző eszközöket vehetnek igénybe. Az azonnali és határidős árfolyamok különbsége függ az adott valutát eladók és vásárlók számától és az átváltási árfolyamok változékonyságától. A határidős ügyletek általában egy évnél rövidebb időszakra köthetők, a kereskedés nyilvánosan történik és a szerződés egységesített deviza mennyiségre vonatkozik. (Harrington, D. 1995)

5. KOCKÁZATKEZELÉS

Eun, C. és Resnick, B. (1994) két féle fedezési stratégiát különböztetnek meg: a passzív és a szelektív stratégiát. Állításuk szerint a forward árfolyam határozza meg a mai spot árfolyamot. Morey és Simpson (2001) különböző fedezési stratégiákat hasonlít össze. A passzív stratégia két féle lehet: első esetben arra vonatkozik, hogy a kockázat mindig fedezve van (fedezett pozíció), második esetben a vállalat állandóan ki van téve az árfolyamváltozásnak (fedezetlen pozíció). A szelektív stratégia három féle elhatárolása kerül bemutatásra:

1. Akkor kell fedezni, ha a határidős árfolyam meghaladja a spot árfolyamot.
2. Akkor kell fedezni, ha a határidős árfolyam elér egy megfelelő prémiumot.
3. Nem kell fedezni olyankor amikor, a spot árfolyam meghaladja a határidős árfolyamot.

Rene M. Stulz (2009) a nem megfelelő kockázatkezelést a következő tényezők tulajdonítja:

- *Történelem.* A kockázat előrejelzéséhez csak múltbeli adatokat felhasználva nem jutunk megfelelő eredményhez, valamint fontos, az is hogy hány évre visszamenőleg számolunk.
- *Ismert kockázat figyelmen kívül hagyása.* A menedzserek hajlamosak nem számolni a fedezeti kockázattal, a piaci koncentráció kockázatával , az

eszközök likviditásának kockázatával, és a normális kockázati tényezők kategóriájából kívüleső kockázatokkal.

- *Figyelman kívül hagy elrejtett kockázatok.* A felelős alkalmazottak körében elterjed az a szokás, hogy nem jelentenek be minden kockázatot, mert akkor nem kell számoljanak azok következményeivel. A szervezet kultúrájától is függ, hogy ki felel mindezért. Abban az esetben ha minden alkalmazottat érint egy adott kockázat, akkor ez nem fog figyelmen kívül maradni.
- *Kommunikáció hiánya.* A kockázatkerülést befolyásolja az is, hogy a vállalatban az elemző hogyan közli az információt a vezetőséggel. Egy kockázatmenedzselési rendszer kiépítése nagyon költséges lehet a vállalat számára.
- *Nem valós időben történő kockázatkezelés.* Fedezeti ügyleteknél nagyon fontos az időzítés, mert a vállalat árfolyamkitettsége napról- napra változhat. A kockázatkezelők felelőssége az, hogy biztosítsák a vállalat számára az állandó ellenőrzést és figyeljenek a fedezési ügyletekre, ezzel csökkentve azokat a kockázatokat, amelyeket a vállalat ismer.

6. ÁRFOLYAMKITETTSÉG

A vállalati szektorban az árfolyamkitettség következő fajtái vannak meghatározva (Schafer, Pohn, Weidinger, 2005; Nydahl, 1999; Eun, Resnick, 2003):

- *Átváltási kitettség* (avagy könyvviteli kitettség): a kamatlábak váratlan változása multinacionális vállalatok esetén változást okoz a konszolidált mérlegben.
- *Tranzakciós kitettség:* akkor adódik, ha a vállalat külkereskedelmi tevékenységet folytat és az eladásokból származó pénzáramlást egy későbbi időpontban kapja meg külföldi valutában.
- *Gazdasági kitettség:* meghatározható a vállalat azon értéke által, amelyet egy váratlan kamatlábváltozás okozna.
- *Működési kitettség:* a piacon a vállalat pozíciója változhat, mivel az árfolyamváltozás a vállalatra és versenytársaira különböző hatást gyakorol. Ez a hatás az árfolyamváltozásra alkalmazott különböző technikáktól függ.

- *Kontingenciakitettség*: a jövőbeli követelések és kötelezettségek ártértékelésére vonatkozik.

6.1 Az átváltási kitettség

Egy vállalat olyankor érzékeli az átváltási kitettséget, amikor szerződésbe foglalt pénzáramlásai külföldi valutában rögzítettek. Mivel napjainkban a vállalatok egyre gyakrabban kötnek valutában meghatározott kereskedelmi és pénzügyi szerződéseket, az átváltási kitettség megfontolt kezelése nagyon fontos szerepet tölt be a nemzetközi pénzügyi menedzsmentben. A gazdasági kitettséggel ellentétben, az átváltási kitettség jól meghatározott: a nagysága azonos a külföldi valutában kifejezett követelések és kötelezettségek nagyságával. Léteznek egyes alternatív fedezési módok, amelyek különböző pénzügyi szerződéseket és működési technikákat alkalmaznak (Eun, C., Resnick, B., 2003):

Pénzügyi szerződések (Financial contracts):

- Határidős piacokon történő fedezés (Forward market hedge)
- Pénzügyi piacokon történő fedezés (Money market hedge)
- Opciók piacokon történő fedezés (Option market hedge)
- Swap piacokon történő fedezés (Swap market hedge)

Működési technikák:

- A számlázási valuta kiválasztása
- Lead/lag stratégia
- Kitettségi hálózat

Pénzügyi piacokon történő fedezés (Money market hedge)

Ez a stratégia kölcsönzésen és kölcsönbe adáson alapul, amely tranzakciók a hazai és külföldi pénzügyi piacokon lesznek végrehajtva. Általánosságban, egy vállalat kölcsönözhet (kölcsönbe adhat) devizában, hogy fedezze a deviza alapú bevételeit (kiadásait). Ezáltal összehangolja a követeléseit és a kötelezettségeit ugyanabban a valutában.

Khazeh, K. és Winder, C. (2006) a következő lépések alapján határozza meg a pénzügyi piacokon történő fedezést:

A kifizetések fedezése a pénzügyi piacokon a következő lépések alapján történik:

1. A kifizetések jelenértékének meghatározása külföldi pénznemben.

2. Meghatározásra kerül hazai pénznemben az az érték, amelyet ma kell a vállalat kölcsön kérjen ahhoz, hogy majd vissza tudja fizetni az 1-es pontban meghatározott összeget.
3. Befektetésre kerül az 1-es pontban megállapított összeg.
4. Kiszámításra kerül a hazai pénznem jövőértéke, melyet az 1-es pontban kölcsön vettünk.

A bevételek fedezése a pénzügyi piacon a következő lépések alapján történik:

1. A bevételezendő összeg megállapítása a használt külföldi pénznemben.
2. A meghatározott összeg kölcsönvétele.
3. A kölcsönbevett összeg átváltása hazai pénznemben.
4. A kapott kamat jövőértékének meghatározása.

6.2 Gazdasági kitettség

Amíg az átváltási kitettség az árfolyamváltozás hatását tárgyalja a pénzügyi jelentésekre, a gazdasági kitettség mélyrehatóbban elemzi ezek hatását a vállalat értékére. Ezek a változások ellenben két típusra bonthatók: tranzakciós kitettségre, mely a devizában meghatározott a már elkezdett tranzakciókra és projektekre ható árfolyamváltozást taglalja; működési kitettségre, amely méri az árfolyamváltozás hatását a jövőbeli elvárt cash flowra és diszkontrátára. (Damodaran, A. 2005)

A kereskedelem globálissá alakulásával egyre több multinacionális vállalat tekinti fontosnak, hogy fedezze kockázatát az árfolyamok változásával szemben. Az árfolyam változása nem csak azokat a vállalatokat érinti akik közvetlen kapcsolatba vannak külföldi partnerekkel (áru vásárlás- eladás kapcsán), hanem azoknak az árbevételét is befolyásolni tudja, akik csak hazai pénznemben kereskednek. Ez akkor adódhat, ha egy importőr termékeit olcsóbban tudja árusítani, mint a hazai vállalat az árfolyamváltozásának köszönhetően. Az importőr hazai eladásból származó bevétele nő, ha a külföldi pénznem leértékelődik a hazaival szemben, mivel ha tartja az árat extra profitja származik az eladásokból, ár csökkentésével pedig ki tudja szorítani a piacról a hazai befektetőt.

Egy vállalat kockázati kitettsége teljes mértékben mérhető az eszközök jövőbeli hazai valuta értékének érzékenységevel és a vállalt működési cash flowjának az átváltási ráta randomszerű változásának érzékenységevel. (Eun, C., Resnick, B.,2003)

6.3 Működési kitettség

A gazdaság globalizációjának köszönhetően egyre több vállalat válik a nemzetközi verseny részévé. A fluktuáló árfolyamok nagyon komolyan rombolhatják a relatív versenybeli pozícióját ezen vállalatoknak a hazai és külföldi piacokon, csökkentvén a működési cash flowjukat. Definiálva, a működési kitettség az a mérték amellyel az árfolyam randomszerű változásai befolyásolják a vállalat működési cash flowját. (Eun, C., Resnick, B., 2003)

A kontingenciakitettséggel ellentétben, amely a vállalat könyvelési tételeiből pontosan meghatározható, a működési kitettség nem állapítható meg ugyanezen eszközökkel. Egy vállalat működési kitettsége a következőktől függ:

- Azon piacok szerkezetétől, amelyekből a vállalat az inputját megszerzi, munkaerő és alapanyagok, valamint amelyeken áruját értékesíti.
- A vállalat azon képességétől, hogy lecsökkenti az árfolyamváltozás hatását, amely képesség a piac, a beszerzés és az áru összehangolásából áll.

6.4 Tranzakciós kitettség

Az utóbbi években a deviza tranzakciónak négy módszerét használták: current/non current (folyó/ nem folyó), monetary/ non monetary (monetáris/ nem monetáris), temporal (időleges), current rate (napi árfolyam). (Eun, C., Resnick, B., 2003)

7. KOCKÁZATFEDEZÉS SZEMLÉLETEI

Használjunk-e a vállalatok derivatívákat a kockázat fedezése érdekében? A vállalati kockázatfedezés három szemléletét különböztetik meg (Fite, Pfleiderer, 1995)

1. *Megfelelő fedezés, amely a kockázatot csökkenti*

A kockázatot kerülő befektetők csak prémium ellenében hajlandóak kockázatosabb értékpapírokba fektetni. A vállalaton belüli kockázatfedezés csökkenti a bevétel volatilitását, ezzel elősegítvén a pénzáramlások folyamatos eljutását a vállalattól a befektetőkig. Mindez azt jelenti, hogy a bevételek csökkenő volatilitása, csökkenti a kockázati prémiumot amely a befektetőket érinti (mivel részvényeket és kötvényeket tartanak). A jövőbeli pénzáramlások diszkontálása alacsonyabb rátával történik a csökkenő

kockázati prémium miatt, ez pedig növeli a részvényesek hozamát és a vállalat értékét. Ezért a vállalat számára a fedezés nyereséget jelent.

2. *Rossz fedezés, amely a kockázatot csökkenti*

Ez a szemlélet azon a kijelentésen alapul, hogy értéket növelni csak abban az esetben lehet, ha a befektető kockázatkereső. Egy vállalat számára, amely csökkenteni szeretné kockázatát, mindig fennáll a lehetőség, hogy kevésbé kockázatos projektekbe fektessen be. Rövid lejáratú kötvényekbe való befektetés esetén a kockázat teljes elkerülése lehetséges. Ahhoz, hogy egy vállalat értéket teremtsen kockáztatnia kell. Egy vállalat csak abban az esetben generál profitot, ha a befektetései által magasabb profitot ér el, mint amennyit a kockázatot viselők kompenzációként elvárnak.

3. *Nem megfelelő és nem is rossz fedezés, hanem irreleváns*

Az irrelevancia elmélete alapján a befektetők egy jól diverzifikált portfólió által teljesen fedezni tudják kockázatukat. Ezért már nem érinti őket a vállalaton belüli pénzáramlások volatilitása és ez által a vállalat kockázatfedezése. Modigliani és Miller (1958) elemzésében eredetileg a tőkeáttételre találunk példát (leverage ratio), - de mindez alkalmazható a kockázat fedezésére is. Ez alapján egy vállalat számára nincs értelme a kockázatfedezésével foglalkozni, mivel a befektetők el tudják mindezt egyénileg érni egy diverzifikált portfólióval, ha szeretnék.

8. RÉSZVÉNYESEK ÉS A VÁLLALAT KOCKÁZATÁNAK KAPCSOLATA

Az általános feltétele Modigliani és Miller (1958) szerint annak, hogy a vállalat kockázatfedezéséből a részvényesek profitáljanak a következő:

Egy vállalat fedezési stratégia kialakítása esetén legalább két dolgot kell figyelembe venni: először is a cashflowt olyan mértékben kell változtatni, hogy az legalább a fedezés költségét meghaladja, másodszor pedig, a vállalat által fedezett kockázat legalább olyan hatékony kell legyen, mint amit a befektetők egyénileg kialakított fedezéssel el tudnának érni. A második szempont figyelembe vétele legalább olyan fontos, mint az elsője, mivel téves az a felfogás, hogy a vállalatok adókedvezménnyel rendelkeznek fedezés esetén és ezért minden esetben jobban megéri ha ők fedezik a kockázatot. Az 1960-as években az

USA-ban számos vállalatégyesülés diverzifikált vállalatokat hozott létre, mely a befektetők számára diverzifikált portfóliókat jelentett, de ez az egyesülés a vállalatnak sokkal többbe került, mint amennyibe került volna a fedezés a befektetőknek.

Fite és Pfleiderer, (1995) elemzi hogyan értékelik a részvényesek a vállalat által generált pénzáramlásokat: elsősorban előrejelzik a jövőbeli pénzáramlásokat és ezeket diszkontálják a megfelelő kockázathoz igazított diszkontrátával. Ez a diszkontráta a befektetők által elvárt megtérülési ráta, amelyet elvárnak a vállalat kockázatosságáért cserébe.

Azok a befektetők akik saját maguk diverzifikálják portfóliójukat belefoglalhatnak nagy számú kötelezettségeket mindegyiket kis súlyozással ellátva. Ezen befektetőknek minden okuk megvan az aggodalomra amikor az átható kockázatok - amelyek több vállalatban is érezhetők - kerülnek szóba. A diverzifikált portfóliók ellenére is az átható kockázatok hatása megmarad. Mindazonáltal a portfóliót diverzifikáló befektető előnyben részesíti a vállalat fedezettségét átható kockázatra, mint kevés vállalatot súlytó nem átható kockázatra. A befektetőnek akkor származik nyeresége, ha az átható kockázatokat teljes mértékben kiküszöbölik a portfóliójukból. Ez azt jelenti, hogy ha az A vállalat fedez egy kockázatot, ez nem befolyásolja a B vállalatot, amelyben a befektető részvényes. Ha a kockázat nincs teljes mértékben kiküszöbölvé a portfólióból, a befektető ugyanolyan mértékben kockáztat mintha nem diverzifikálna. Abban az esetben, ha az A vállalat az által fedez kockázatot, hogy átranzferálja egy privát vagy egy külföldi vállalatnak, amelyben a befektető nem részvényes, akkor a részvényes nyereségben részesül. (Fite, Pfleiderer, 1995)

A kockázat fedezésével csökkenthető a vállalati csőd valószínűsége. A fedezés csökkenni a pénzügyi nehézségek várható költségét és növeli a részvényesek pénzáramlását. (Brealey, Meyers, 2005)

A fedezési stratégia stabilizálja a bevételeket és ez által csökkenti a valószínűségét annak, hogy a vállalat részvényesei újabb tőkét kelljen bevonjanak. Mindez nagyon fontos abban az esetben ha a vállalat egy pozitív NPV-jű projektet kíván megvalósítani. Megfelelő fedezéssel nem biztos, hogy szükség lesz tőkebevonásra és a projekt sem kerül elhalasztásra. (Fite, Pfleiderer, 1995)

A befektetők egyéni kockázati fedezése nem biztosít fedezést a vállalat számára és nem csökkenti a csőd valószínűségét. A vállalat tehát maga kell kockázatát fedezze, annak érdekében, hogy adócsökkentésben részesüljön. Ezért fontos a menedzsment számára, hogy

megfelelő módon becsülje fel kockázatát. Kawaller és Zabal (2001) felsorolják azokat a kulcskérdéseket, amelyeket a menedzsment fel kell tegyen magának, amikor a kockázatot felbecsüli:

1. Át tudja-e ruházni a vállalat az árfolyamkockázatból származó veszteséget a fogyasztóra anélkül, hogy veszítsen a piaci részesedéséből?
2. A piacon lévő versenytársak fedezték-e ezt a kockázatot, vagy ők is hasonló kitettséggel rendelkeznek?
3. Mik a várakozásai a vállalatnak a devizamozgással szemben?
4. Csökken-e a vállalat részvényeinek piaci értéke, ha nem fedezi kockázatát?

9. VÁLLALATOK ELEMZÉSE ÁRFOLYAMKOCKÁZAT SZEMPONTJÁBÓL

Az árfolyamkockázatot elsősorban a nemzetközi vállalatok kezelik. A következő részben vizsgálók néhány vállalatot főleg abból a szempontból, hogy milyen eszközöket használnak a devizakockázat csökkentésére. A vizsgált multinacionális vállalatokat, a *Ziarul Financiar* 2008-ban megjelent Romániában működő 100 legértékesebb vállalatából választottam ki. Az elemzést 50 vállalatra végeztem, melyet a 100 vállalatból véletlenszerűen választottam ki, azt szem előtt tartva, hogy kereskedelmi vállalat kerüljön elmezésre. A bankszektor külön elemzést igényel, mely egy jövőbeli kutatásnak lesz része. Minden vállalatnak külön kerestem éves jelentést.

A *Ziarul Financiar*-ban felállított sorrend, a vállalatokat nem csak eredményük szerint sorolja be, hanem vizsgálja azt is, hogy melyik vállalat mekkora jövőbeli profitot képes generálni és milyen tendenciák voltak az eredményváltozásukba. Mivel nem minden vállalat tette közzé a 2008-as jelentését, ezért ilyen esetben a 2007-es jelentést vizsgáltam. Multinacionális vállalatok esetében a vállalatcsoportra kiadott elemzést, míg a csak Romániában tevékenységet folytató cégeknél a helyi jelentéseket vettem figyelembe. A vizsgált 50 vállaltból, 32 tett közzé árfolyamkockázatra vonatkozó adatokat, melyből 9 vállalat tett közzé Romániára vonatkozó pénzügyi jelentést (Petrom, Hidroelectrica, Nuclearelectrica, Romtelecom, Alro, Apa Nova, Transelectrica, SIF5, Antibiotice).

Az 2.-es ábrán megfigyelhető a válság hatása a vállalatok piaci értékét tekintve, a csökkenés 20%-os 2007-ről 2008-ra. Mivel ez a csökkenés nem minden iparágat érint egyformán, ezért kiemeltem külön diagrammban a vizsgált iparágakat. (Lásd Melléklet 3.-as és a 4.-es ábra)

A vizsgált vállalatok 25%-a nem fedezi árfolyamkockázatát, annak ellenére, hogy ebből vesztesége származik (lásd Melléklet, 1-es táblázat).

A Romtelecom vállalat esetén a RON 7%-os leértékelődése az euróval szemben 2007-ben € 26,669 ezer veszteséghez vezetett.

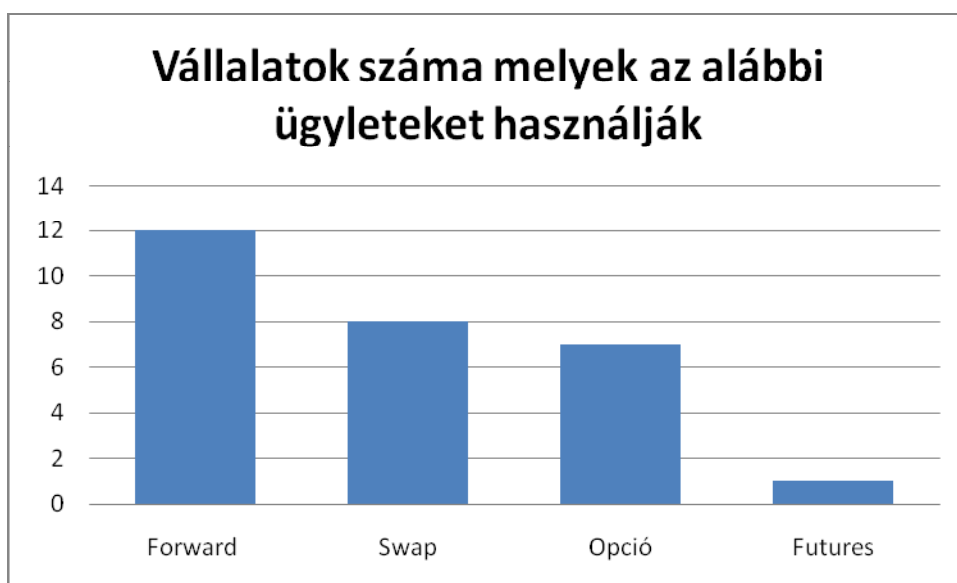
Az Arcelormittal vállalat 2008 végén €133.44 millió veszteséggel zárt a derivatív ügyletekből, míg ez 2007-ben € 324.93 millió nyereség volt. A 2008-as veszteség nagy része a kötött forward ügyletekből származott. €263 millió bevétele származott az opciós ügyletekből.

Az Alro vállalatnak 2007-ben 23,035,000 Ron nyeresége származott, az euro lejeire való átváltásokból. Holcim 2008-ban € 54.31millió valutaveszteséget realizált. Philip Morris €47.49 millió bevételt realizált a valuták átváltása során.

Az elemzett vállalatok realizált nyeresége vagy vesztesége adott évre az alkalmazott fedezeti ügyletből (forward, swap, futures vagy opciós) lebontva megtalálható a 3.-as táblázatban (lásd Melléklet). Az egyes vállalatok más pénznemben megadott adatai a Román Nemzeti Bank hivatalos árfolyama szerint lettek átalakítva.

A kiválasztott négy fedezeti ügylet alapján a vállalatok által leginkább használt ügylet a forward és a swapügylet, amint ezt az alábbi ábra is mutatja.

1. Ábra: A vállalatok által használt fedezeti ügyletek száma



Forrás: Saját szerkeztés az éves jelentések alapján

A vizsgált négy ügylet alapján a fedezésből a vállalatok 57%-a realizált nyereséget, 43% pedig veszteséget. Ha a derivatív ügyletekre vonatkozó adatokat vesszük figyelembe, akkor 64,2%-ot tesz ki azoknak a vállalatoknak az aránya, akik nyereséget realizáltak az árfolyamkockázat fedezéséből és 35,8%-ot azoknak a száma akik veszteséget. (Lásd 3.-as, 4.-es táblázat)

10. ÁRFOLYAMKOCKÁZAT KEZELÉSE KKV-k ESETÉN

Romániában kevés azoknak a Kis- és Közép Vállalatoknak a száma, melyek fedezik kockázatukat. Az előző fejezetben megfigyelhettük, hogy még a Romániában tevékenységet folytató nagy vállalatok sem fedezik kockázatukat.

Az árfolyam volatilitása leginkább azokat a KKV-kat érinti, akik alapanyagaikat importálják és azokat akiknek deviza alapú hiteleket kell törleszteniük.

Egy nonprofit tevékenységet folytató szervezetnél készített interjúból azt állapítottam meg, hogy még ez a kis bevétellel rendelkező szervezet is ki vannak téve az árfolyamok változásának, mivel az adományokat amiket kap euróban vagy svájci frankban bevételezi és a napi árfolyamon vezeti be a könyvelésbe. A szervezet vezetője, azt nyilatkozta, hogy az árfolyam változását úgy kezeli, hogy az alkalmazottaknak euróban fizet, továbbá Svájcban is létrehozott egy hasonló szervezetet, így az ottani bankszámlán tartja a szervezet pénzét. Még ezek a kialakított stratégiák sem fedezik teljes mértékben a kockázatot mert, a könyvelést lejben végzi.

Árfolyamkockázat-fedezés szempontjából egy másik alkalmazható stratégia, ha a vállalat ugyanabban az időpontban fizet, amikor deviza kötelezettségei felmerülnek, mert így nincs kitéve az árfolyam esetleges változásának.

Kereskedelmi áruforgalmat lebonyolító vállalat, mely vevőitől csak egy későbbi időpontban fogja bevételezni követeléseit (külföldi pénznemben), átruházhatja az esetleges árfolyamváltozásból származó veszteségét a vevőre. A vevő kockázatvállalása ebben az esetben attól is függ, hogy mennyi időre fizeti vissza tartozását. Természetesen ez a módszer csak a termékét értékesítő vállalatnak jelent hasznot, ezért ha a piacon nagy a verseny, a vállalat nem fogja ezt a stratégiát alkalmazni, mivel így könnyen elveszítené ügyfeleit.

KKV-k számára egy újabb megoldás az lenne, hogy csak a hazai pénznemben folytassanak tevékenységet. Indirekt módon viszont, még így is ki lesznek téve az árfolyamok változásainak.

11. KÖVETKEZTETÉS

A felhasznált mintából, bár azoknak a vállalatoknak a száma akik nyereséget realizáltak az alkalmazott fedezeti ügyletekből meghaladja azoknak a számát, akik veszteséget értek el, mégsem elhanyagolható ez utóbbiak léte.

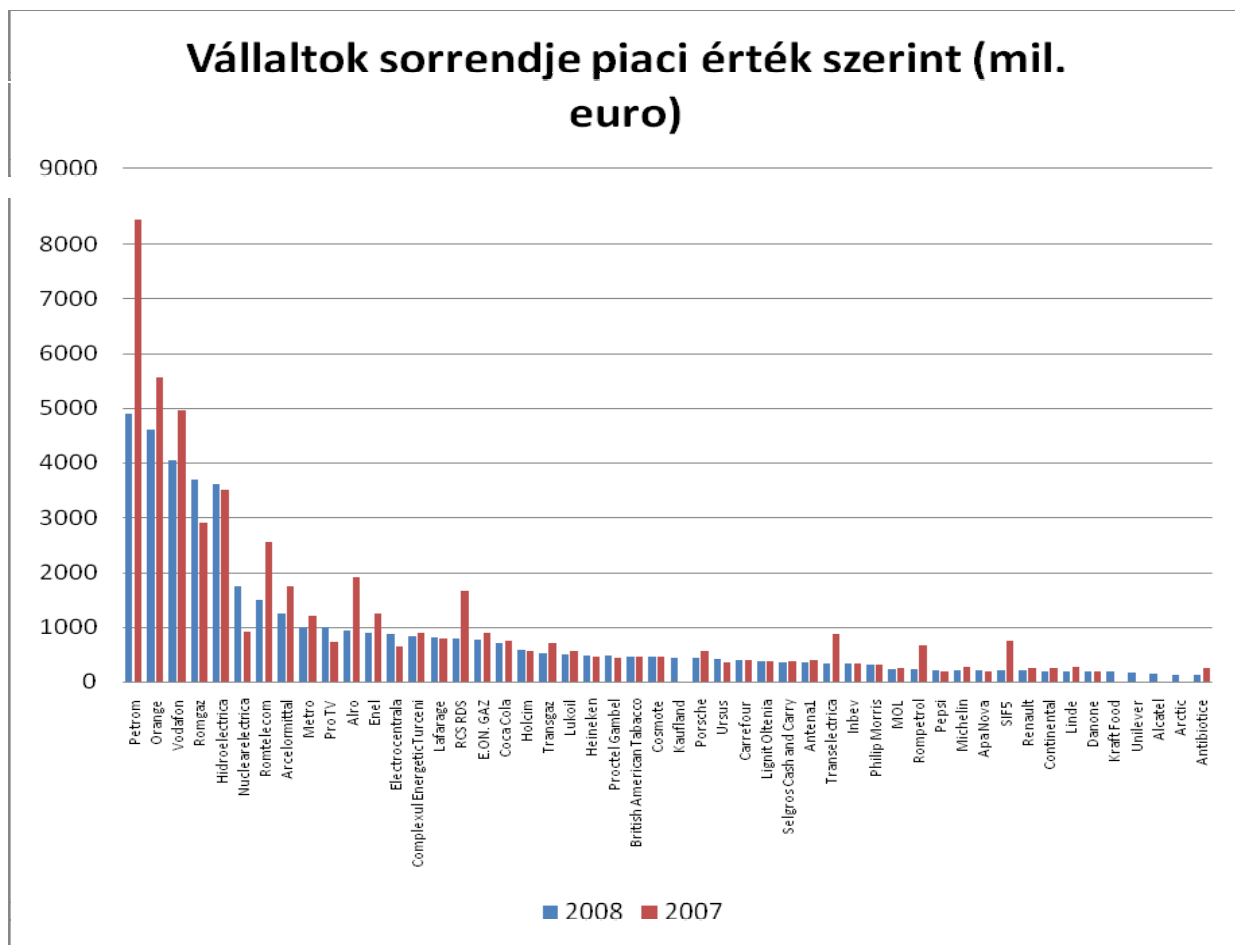
Az kiválasztott vállalatokból kockázatfedezésre használt ügyleteket csak azoknak találunk akik nem csak Romániában végeznek tevékenységet. A román vállalatok által közzétett pénzügyi jelentésekben mindegyik vállalat külön tárgyalja azokat a forrásokat, melyből valutakockázata származhat, de egyik vállalat sem tett közzé adatokat arra vonatkozóan, hogy ezeket fedezné. Számos román vállalatra néztem meg audit cégek által kiadott jelentéseket, amelyekben fel van tüntetve a vállalat árfolyamváltozásból származó profitja vagy vesztesége. Megfigyelhető, hogy a vállalatcsoportokra elvégzett elemzések során nagy vállalatok több millió eurós profitra tettek szert a fedezés során, feltehető tehát a kérdés, hogy a csak Romániában működő vállalatok miért nem használják ezeket az ügyleteket. Ez egy további kutatást igényel, mely során elemzésre kerülnek majd a bankok által felkínált fedezeti ügyletek és ezek költsége a román vállalatok számára.

További kutatást képezhet az árfolyamkockázatra vonathozó hazai és nemzetközi szabályozások elemzése és annak vizsgálata, hogy könyveléstechnikai szempontból hogyan befolyásolja a kisebb cégek eredményét az árfolyamok változása.

Az elemzés további kiterjesztésével szignifikánsabb eredmény érhető el. A vizsgálatot akkor lenne célszerű tovább kiterjeszteni, mikor már minden vállalat közzétette a 2008-as évre vonatkozó pénzügyi jelentését. A vállalatok által kiadott pénzügyi jelentéseket pedig célszerű lenne leszabályozni, hogy mindegyik vállalat ugyanazon kategóriákba sorolja be az árfolyamkockázatra alkalmazható ügyleteket.

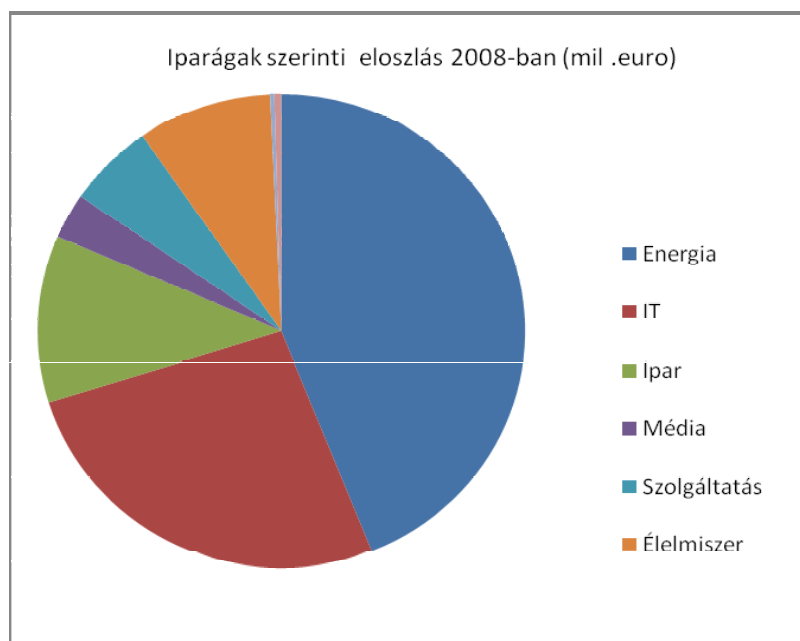
MELLÉKLET

12. Ábra: Vizsgált vállalatok sorrendje értékük alapján



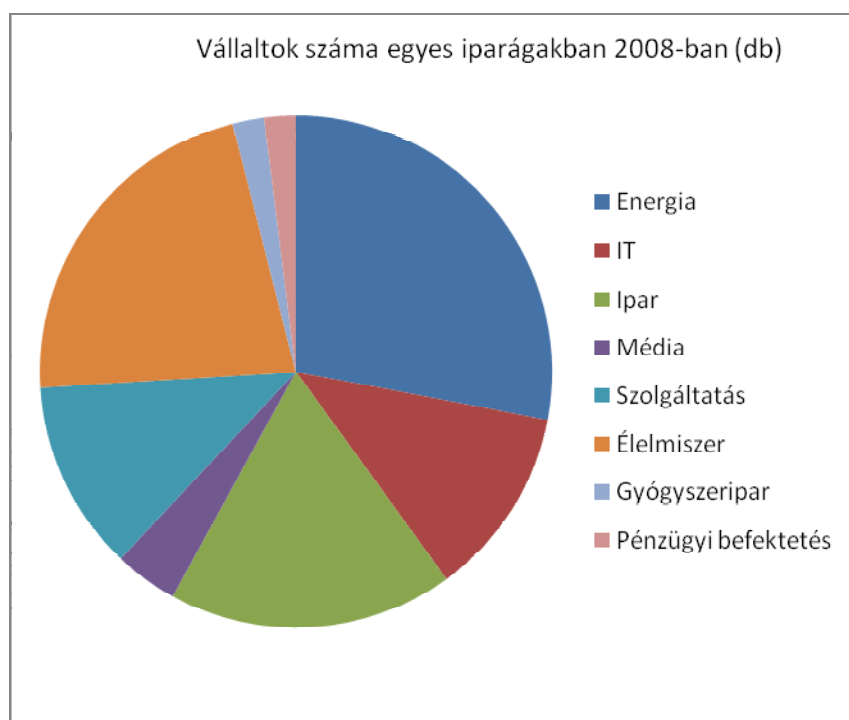
Forrás: Ziarul Financiar

13. Ábra: Iparágak szerinti eloszlás



Forrás: Ziarul Financiar

14. Ábra: Iparágak szerinti eloszlás vállalatok száma szerint



Forrás: Ziarul Financiar

1. Táblázat: Vállalatok vizsgálata kitettség és fedezés szempontjából

Sorrend	Vállalatok	Árfolykockázat fedezése	Árfolyamkitettség
1	Petrom	Nem	Igen
2	Orange	n.a	n.a
3	Vodafone	n.a	n.a
4	Romgaz	n.a	n.a
5	Hidroelectrica	Nem	Igen
8	Nuclearelectrica	Nem	Igen
9	Romtelecom	Nem	Igen
10	Arcelormittal	Igen	Igen
11	Metro	Igen	Igen
12	Pro TV	n.a	n.a
15	Alro	Igen	Igen
17	Enel	Igen	Igen
19	Electrocentrala	n.a	n.a
21	Complexul Energetic Turceni	n.a	n.a
22	Lafarge	Igen	Igen
23	RCS RDS	n.a	n.a
25	E.ON. GAZ	n.a	n.a
31	Coca Cola	Igen	Igen
36	Holcim	Igen	Igen
37	Transgaz	n.a	n.a
39	Lukoil	Igen	Igen
40	Heineken	Igen	Igen
41	Procter & Gambel	Igen	Igen
47	British American Tobacco	Igen	Igen
50	Cosmote	Igen	Igen
51	Kaufland	n.a	n.a
52	Porsche	Igen	Igen
54	Ursus	n.a	n.a
55	Carrefour	Igen	Igen
57	Lignit Oltenia	n.a	n.a
58	Selgros Cash and Carry	n.a	n.a
59	Antena1	n.a	n.a
63	Transelectrica	Nem	Igen
64	Inbev	Igen	Igen
66	Philip Morris	Igen	Igen
70	MOL	Igen	Igen
71	Rompetrol	Igen	Igen
73	Pepsi	Igen	Igen

74	Michelin	Igen	Igen
75	Apa Nova	Nem	Igen
76	SIF5	Nem	Igen
77	Renault	Igen	Igen
80	Continental	Igen	Igen
81	Linde	n.a	n.a
82	Danone	n.a	n.a
86	Kraft Food	Igen	Igen
90	Unilever	Igen	Igen
96	Alcatel	n.a	n.a
99	Arctic	n.a	n.a
100	Antibiotice	Nem	Igen

Forrás: Saját szerkeztése az éves jelentések adatai alapján

2. Táblázat: Vállalatok által közzétett információk árfolyamkockázatra vonatkozóan

Vállalatok	Megjegyzések
Petrom	\$ árfolyamváltozásnak van kitéve.
Hidroelectrica	Felvett hitelek valutában- ebből származik árfolyamváltozás esetén vesztesége év v
Nuclearelectrica	Felvett hitelek valutában- ebből származik árfolyamváltozás esetén vesztesége.
Romtelecom	RON leértékelődéséből származó veszteség (Cosmotevel együtt 26,669 ezer euro v
Arcelormittal	Alapanyag, Energia árak változásának és árfolyamváltozásnak van kitéve.
Metro	Minden ország árfolyamváltozásának ki van téve ahol kereskedést folytat.
Alro	\$ árfolyamváltozásnak van kitéve.
Enel	Fedezi a kockázatát a szén és a nukleáris energiaipari árak változása ellen.
Lafarge	Derivatívakat használ, hogy fedezze az árfolyam és a kamatláb változásából eredő
Coca Cola	\$ árfolyamváltozásnak van kitéve az USA-n kívüli országok esetében.
Lukoil	Kamatlábak változásának van kitéve, főleg a hosszú és rövid lejárat szempontjából,
Heineken	Árfolyamkitettség KKE=512mil euro, Western Europe=1493 mil euro.
British American Tobacco	A leányvállalatok által végzett nem hazai pénznemű kereskedéséből származó bev
Carrefour	Leányvállalat a tevékenységét csak egy országban végzi ezért nincs kitéve az árfoly
Philip Morris	árfolyam, kamatláb változásából adódó kitettség. (Euro, rupiah, Yen, Peso, Russian
MOL	Árfolyamváltozásnak van kitéve.
Pepsi	Derivatívakat használ hogy fedezze a kereskedelmi alapanyag árak változását.
Apa Nova	A valuta kockázat--a hazai valuta le vagy felértékelődése befolyásolja az árbevételé
SIF5	Direkt módon nincs kitéve devizakockázatnak, minden Ronban van a könyvelésébe
Continental	A külföldi beruházásokat nem fedezi.
Kraft Food	Árfolyamváltozásából adódó kockázat, nyersanyag árak beszerzése esetén (Euro, CH
Antibiotice	RON-ban van a könyvelés de a gyógyszerexportból USD-ban bevetelvez.

Forrás: Saját szerkeztése az éves jelentések adatai alapján

3. Táblázat: Hedging ügyletekből származó nyereségek vagy veszteségek

Év	Millió Euro	Forward	Currency swap	Opció	Futures
2008	Arcelormittal	-52.02	-248.78	263.11	-
2008	Metro	-	9.00	52.00	-
2007	Alro (euro)	-9,439.65	5,916.75	-	-
2007	Enel	-	-	-136.00	-
2008	Lafarge	2,878.00	949.00	-	-
2008	Coca Cola	124.00	-	12.00	-42.00
2008	Holcim	-	-	-	-
2007	Lukoil	-349.80	-	-	-
2008	Heineken	160.00	-	514.00	-
2008	Procter & Gambel	-24.88	-	1,407.51	-
2008	British American Tabacco	-677.28	41.49	-	-
2007	Cosmote	-	-	-	-
2008	Porsche	0.0018	-	-	-
2007	Carrefour	248.00	-	-	-
2007	Inbev	-	-119.00	-	-
2008	Philip Morris	-	-	-	-
2007	MOL	-	-	-4,505.93	-
2007	Pepsi	-	-	-	-
2008	Michelin	2,036.00	-	-	-
2008	Continental	-854.00	-84.60	-	-
2007	Kraft Food	-	-	-	-
2007	Unilever	-	334.00	-	-

Forrás: Saját szerkeztés a vállalatok pénzügyi jelentései alapján

4. Derivatív ügyletekből származó nyereségek és veszteségek

Év	(Millió Euro)	Derivatívok
2008	Arcelormittal	133.44
2008	Metro	-9.00
2007	Alro (euro)	-3,522.90
2007	Enel	-
2008	Lafarage	146.00
2008	Coca Cola	-69.00
2008	Holcim	1.32
2007	Lukoil	-
2008	Heineken	103.00
2008	Procter & Gambel	-
2008	British American Tobacco	-523.66
2007	Cosmote	3.697
2008	Porsche	12.63
2007	Carrefour	2,442.00
2007	Inbev	-
2008	Philip Morris	-68.00
2007	MOL	2,115.70
2007	Pepsi	2.26
2008	Michelin	-
2008	Continental	-
2007	Kraft Food	-3.02
2007	Unilever	-

Forrás: Saját szerkeztés a vállalatok pénzügyi jelentései alapján

IRODALOMJEGYZÉK

Christopher L. Culp, Merton H. Miller (1999) *Corporate Hedging in theory and practice, Lessons from Metallgesellschaft*, Published by Risk Book, Great Britain

Damodaran, A. (2005). *Applied Corporate Finance: A User's Manual*. New York: John Wiley & Sons.

Eun, C., Resnick, B. (1994) *International Diversification of investment Portfolios: US and Japanese Perspectives*, Management Sciences, o. 140-161

Eun, C., Resnick, B. (2003) *International Financial Management*, Third edition, Publisher McGraw Hill Companies

Fite D., Pfleiderer P. (1995) *Should Firms use Derivatives to manage risk?*, Westpac, Stanford University

Frenkel, J. A. (1989) *Felxible Exchange Rates versus Theory*. Journal of Portfolio Management. Winter

Gallinger, W., Healey, P. (1991) *Liquidity analysis and management*, Second Edition, Addison- Wesley Publishing Company, USA, o. 277-279.

Harrington, D. (1995) *Vállalati Pénzügyi elemzés-Döntések egy globális üzleti környezetben*, Kossuth kiadó, o. 97- 100

Kawaller, Ira G. (2008) *Hedging Currency Exposures by Multinationals: Things to Consider*, Journal of Applied Finance- Spring/ Summer

Keynes, J. M. (1930) *A Treatise on money*, C.W, Macmillan, London

Khazeh, K., Winder, C. (2006) *Hedging Transaction Exposure Through Options and Money Markets: Empirical Findings*, The Multinational Business Review, vol 14- nr.1.

Khazeh, K., Winder, R., Newport, C. (2006) *Hedging transaction exposure through options and money market: Emperical Findings*, The Multinational Business Review, vol.14, n.1, o. 3

Lederman, Klein (1995) *Hedge Funds*, McGraw- Hill, United States of America

Lőrincné Istvámfy H. (2004) Nemzetközi pénzügyek, Aula kiadó, Budapest Corvinus Egyetem, o. 340-360

Modigliani F., Miller M.H. (1958) *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review 48, o. 261-97

Morey, M., Simpson, M. (2001) *To Hedge or not to Hedge: the performance of simple strategies for hedging foreign exchange risk*, Journal of Multinational Financial Management, 11:213-223

Nydahl, Stefan (1999) *Exchange Rate Exposure, Foreign Involvement and Currency hedging of Firms – some Swedish Evidence*, Quantal International Inc

Rene M. Stulz (2009) *6 ways companies manage risk*, Harvard Business Review, o. 3-9

Schafer, Klaus-Pohn-Weidinger, Johannes (2005) *Exposures and Exposure Hedging in Exchange Rate Risk Management*, Technical University Bergakademie Freiberg

Ziarul Financiar (2008) *Top cele mai valoroase 100 companii din Romania*

Internetes források

<http://www.curs-bnr.ro/>

Annual reports

Alro-http://www.alro.ro/tl_files/alro/downloads/reports/en/2007-Annual-Financial-Statement.pdf

Arcelormittal-http://www.arcelormittal.com/rls/data/upl/638-7-0-ArcelorMittal_AnnualReport_2008.pdf

British American Tobacco-
[http://www.bat.com/group/sites/uk_3mnfen.nsf/vwPagesWebLive/DO52AK34/\\$FILE/mcdMD7QMM9J.pdf?openelement](http://www.bat.com/group/sites/uk_3mnfen.nsf/vwPagesWebLive/DO52AK34/$FILE/mcdMD7QMM9J.pdf?openelement)

Carrefour-
http://www.carrefour.com/docroot/groupe/C4com/Pieces_jointes/RA/RFi_GB_BAT.pdf

Coca Cola- http://www.thecoca-colacompany.com/investors/pdfs/form_10K_2008.pdf

Continental- http://report.conti-online.com/pages/management-report/corporate-profile/cp-overview/cp-overview_en.html

Enel- http://www.enel.it/azienda/en/investor_relations/bilanci_documenti/doc/2007BILCONS/annual_report_2007.pdf

Heineken- http://www.heinekeninternational.com/090320cal_annualreport2008.pdf

Holcim- http://www.holcim.com/holcimweb/gc/CORP/uploads/GB_08_e.pdf

Inbev- <http://www.ab-inbev.com/go/media.cfm>

Kraft Food- <http://www.annualreports.com/Company/1050>

Lafarge- http://www.thecoca-colacompany.com/investors/pdfs/form_10K_2008.pdf

Linde- <http://financialreports.linde.com/2007/ar/subjects/business2007.html?subjects=2>

Lukoil- http://www.lukoil.com/materials/images/Reserves/%D0%93%D0%9E_24-26_eng.pdf

MOLhttp://www.molgroup.hu/en/investors/financial_reports/mol_financial_reports/annual_reports/

Procter Gamble- http://annualreport.pg.com/annualreport/PG_2008_AnnualReport.pdf

Porsche- <http://www.porsche.com/uk/dialog/contactandinformation/annualreport/>

Petrom- <http://www.petrom.com/portal/01/petromcom>

Romtelecom- <http://www.romtelecom.ro/en/company/investor-relations/annual-reports/>

Transelectrica- http://www.transelectrica.ro/documente/dscipc/TEL_Y2007_C.pdf

Unilever- <http://annualreport07.unilever.com/>

