

IV  
*Styrssystem  
för riskreducering*

Hur hanterar de största svenska  
företagen valutarisker?

av  
Lars Oxelheim

## *Innehåll*

- 1 Inledning 213**
  - 2 Risker vid företagets utlandsengagemang 214**
    - Företagets totala riskbild 215
    - Valutariskens karaktär 216
    - Sambanden mellan prognoser i valutakurs, inflation och ränta 220
    - Valutarisk och företagsformer 220
  - 3 Valutarisker i svenska företag 222**
  - 4 Styrssystem för hantering av valutarisk 224**
    - Centralisering eller decentralisering 227
    - Administrativa lösningar 228
    - Matchning 229
    - Riskreducering med externa åtgärder 230
  - 5 Hur gör de största svenska företagen — en intervjuundersökning 231**
    - Centralisering av valutariskansvaret 232
    - Administrativa system 232
    - Riskreducering i ett totalperspektiv 234
  - 6 Utvecklingsmöjligheter — en diskussion 237**
- Appendix 1 239**
- Appendix 2 241**
- Litteratur 242**
- Tabeller**
- 1 Källor för valutarisk 221
  - 2 Mått på valutaexponering 225
  - 3 Centraliseringens betydelse för företagets möjligheter till riskpåverkan 226
- Figurer**
- 1 Jämviktsrelationer mellan valutakursändringar, inflationstakter och ränteskillnader 218

# *1 Inledning*

I detta kapitel diskuteras olika system för hantering av det moderna storföretagets valutarisker. På teoriplanet saknas idag en enhetlig ram gällande utformningen av dessa styrsystem. Bakgrunden till denna studie är de empiriska analyser som jag genomfört av valuta- och kapitalmarknaderna samt av riskhanteringen i de svenska storföretag som har störst utlandsberoende.

Riskhanteringen i ett totalperspektiv bör, som framgick av avsnittet på s 49 ff i Eliassons studie (Företaget som försäkringsbolag), baseras på en bedömning av beroendet mellan företagets ekonomiska värde å ena sidan och förändringar i variablerna ränta, inflation, pris, volym och valutakurs å den andra sidan. Vi skall i detta kapitel se på företagets valutariskhantering som en del av hanteringen av företagets totala risktytor, vilka uppkommit genom nämnda förändringar. Detta kapitel berör sålunda främst företagets uppgift som administratör av risker, men i förlängningen även företagets interna bank- och invest- mentbolagsaktiviteter (jämför s 46 ff i Eliassons studie).

I avsnitt 2 diskuteras valutariskens karaktär samt hur denna ingår i företagets totala riskbild. Avsnitt 3 är ägnat att belysa valutariskernas storlek och därigenom betydelsen av en ändamålsenlig riskhantering. Olika styrsystem avseende valutarisken diskuteras i allmänna termer i avsnitt 4, under det att avsnitt 5 visar vilka styrsystem som i dag används av de svenska storföretag som har störst utlandsberoende. I avsnitt 6 lämnas avslutningsvis synpunkter på de utvecklingstendenser som kan observeras.

## *2 Risker vid företagets utlandsengagemang*

Riskhantering är en av företagets viktigaste uppgifter. Risken refererar till osäkerheten om företagets framtida värde till följd av förändringar i de variabler som påverkar detta värde. Från makroekonomiskt håll är det förändringar i inflation, ränta och valutakurs som ger denna påverkan. På företagsnivå är det pris och volym. Förändringar i dessa fem storheter beror av varandra, och deras påverkan på företagets värde bör följaktligen analyseras i ett totalperspektiv.

Med företagets värde menas vanligtvis i teoretiska sammanhang företagets marknadsvärde. Målet för företagets riskhantering brukar då vara en ”stabilisering” av detta värde. Ett företags exponering för en viss ändring i någon av ovan nämnda variabler eller i den totala uppsättningen kan då definieras i termer av hur pass känsligt det reala marknadsvärdet av företagets aktiekapital är för denna ändring. Svårigheterna med att använda företagets marknadsvärde som utgångspunkt för riskhanteringen ligger främst i att förstå marknadens förväntningar. Den ekonomiska teorin har ännu inte lyckats förklara förväntningsbildningen på ett tillfredsställande sätt. För att undvika problemet med förväntningsbildningen hos marknadens aktörer formuleras målet för företagets riskhantering oftast i termer av företagets kalkylerade ekonomiska värde eller dess bokföringsmässiga värde istället för i termer av dess marknadsvärde. I den praktiska hanteringen arbetar man av samma skäl med redovisningsunderlaget i företaget i stället för med data från marknaden.

Företagets ekonomiska värde i sin tur mäts vanligtvis utifrån nivån och variabiliteten i företagets förväntade framtida kassaflöden. Om man i det enskilda företaget har anledning att tro att marknaden tillfälligtvis värderar företaget på andra grunder — exempelvis utifrån redovisad avkastning per aktie — så anpassar företaget sin riskhantering till denna förmodan och ser troligtvis till det bokföringsmässiga värdet av företaget och i förlängningen till den redovisade avkastningen per aktie snarare än till variabiliteten i företagets framtida kassaflöden.

Svårkalkylerade förändringar i företagets värde till följd av växelkursfluktuationer är endast en av många risker som påverkar företaget. Trots detta synes det idag vara så att valutariskhanteringen är den enda direkta riskhantering (utöver sakförsäkring) som företaget har ambitionen att bedriva. Detta partiella synsätt har sannolikt sin förklaring i de svårigheter som omgärdar riskhanteringen i ett totalperspek-

tiv och som kan verka avskräckande. Låt oss i nästa avsnitt koppla ihop företagets olika risker med avsikt att ge en bild av företagets totala riskyta för att därefter diskutera valutariskhantering inom ramen för företagets hantering av den totala risken. Vår diskussion kommer i relativt hög grad att koncentreras till det internationellt verksamma företaget.

## *Företagets totala riskbild*

Det är i huvudsak två riskmoment som är förenade med ett företags export/importaffärer och utlandsinvesteringar, nämligen *valutarisker* och *länderrisker*. Gränsdragningen mellan dessa och företagets övriga risker — de *finansiella* och de *kommersiella* — är dock svårbestämd. De sistnämnda riskerna innehåller också moment som bör ses som utlandsspecifika och som tillkommer utöver den exponering som skapas av valuta- och länderriskerna.

En utvidgad syn på företagets utlandsspecifika riskytor är påkallad av exempelvis den substituerbarhet som föreligger mellan en ränteändring och en intervention på valutamarknaden. Den tillväxt som skett under senare år i volymen utlandslån med rörliga räntor i företagets portföljer indikerar att räntefluktuationer i framtiden mycket väl kan bli ett lika allvarligt problem för företagen som valutakursfluktuationer.

På motsvarande sätt kan både den finansiella risken och valutarisken sägas påverka den kommersiella risken. I företagets produktkalkyl ligger de två förstnämnda riskerna kopplade till faktorsidan (input) samt till den finansiella sidan. De kommer också till uttryck i företagets försäljning och i dess finansiella placeringar i form av variabilitet i kassaströmmarna i utländsk valuta. Den indirekta effekten av ränte- och valutakursändringar — via försäljningspriset — på försäljningsvolymen och följaktligen på planerad produktionsnivå och andra fysiska aktiviteter relaterade till den kommersiella risken beaktas dock sällan. Valet av prissättningsstrategi avgör fördelningen mellan vad som i företaget skall uttryckas som valutarisker och finansiella risker å ena sidan och kommersiella risker å andra sidan. Det gäller att utifrån företagets mål välja rätt prissättningsfilosofi. Marknadssituationen bestämmer i vilken utsträckning företagen kan föra ränte- eller valutakursändringar vidare ut på marknaden i form av prisändringar.

Den fjärde och övergripande risken är länderrisken. Länderrisken är en egenskap som övergripande kan sägas ligga i att denna risk främst beror på vad som grovt sett kan rubriceras som politiska handlingar i ett land under det att de övriga tre riskerna i huvudsak skapas på marknaden.

Kopplingen mellan exempelvis valutarisk och länderrisk i form av risk för inställda eller uppskjutna betalningar har under senare tid tagit sig konkreta uttryck för många företag som opererat i exempelvis

Brasilien. Centralbanken har där i sina försök att försvara sin valutakurs hårt styrt tidsfördelningen av betalningsflödena från landet.

## *Valutariskens karaktär*

Valutarisken uttrycker risken för en förändring (vinst eller förlust) i företagets framtida ekonomiska värde till följd av en valutakursändring. För ett företag med utlandsengagemang kan dessa valutakursförluster och -vinster uppstå på i princip två sätt. Båda sätten baseras på förekomsten av en redovisningsmässig basvaluta. Den ena av riskerna är kopplad till företagets direkta kassaflöden i olika valutor och kan betecknas *aktiv risk*. En växelkursändring får här en nästan omedelbar effekt (kursdifferens uppstår) på värdet i basvalutan. Risken för en sådan ändring uppkommer exempelvis mellan fakturerings- och betalningstidpunkt vid export som faktureras i mottagarlandets valuta. Täcks inte denna risk kan den leda till vinst eller förlust på den aktuella valutaposten. Uppkomna växelkursvinster/förluster påverkar storleken på den kassa som är tillgänglig för företaget.

Valutakursändringen ses vanligtvis som ett avgränsat fenomen både med avseende på tiden och på kopplingen till företagets övriga risker när det gäller utvärderingen av dess påverkan på företagets ekonomiska värde. Avgränsning över tiden sker genom att företaget arbetar med kassaflödet för en begränsad period, som är det centrala i den så kallade *transaktionsexponeringen*, i stället för det framtida kassaflödet som ingår i den så kallade *ekonomiska exponeringen*. I den ekonomiska exponeringen utgörs vinster eller förluster av en valutakursändring av skillnaden i nettonuvärdet av utländska operationer före respektive efter valutakursändringen och där båda värdena är uttryckta i moderbolagets valuta. I en del fall används dessa båda definitioner — transaktions- respektive ekonomisk exponering — synonymt i det att de båda är baserade på företagets kassaflöde. I praktiken har emellertid mätningarna av transaktionsexponeringen ignorerat valutatransaktioner som kan tänkas inträffa i en ospecificerad framtida period — såsom exempelvis icke fastställda utdelningar och kassaflöden, volymen av lokal försäljning, vilken inte kan identifieras med valutatransaktioner under en specifik period.

Svårigheten med att mäta den totala ekonomiska valutaexponeringen sammanhänger med svårigheten att skatta företagets nya efterfrågesituation efter valutakursändringen. Framför allt gäller detta betydelsen av de förändrade förväntningarna hos marknadens aktörer. Det nya ekonomiska värdet på företaget skapas genom interaktion mellan de nya ekonomiska villkoren, företagsledningens reaktion på dessa samt den nya valutakursen. En uppskattning av företagets nya ekonomiska värde, dvs värdet efter en devalvering av valutan i ett dotterbolagsland, kräver en analys enligt följande linjer:

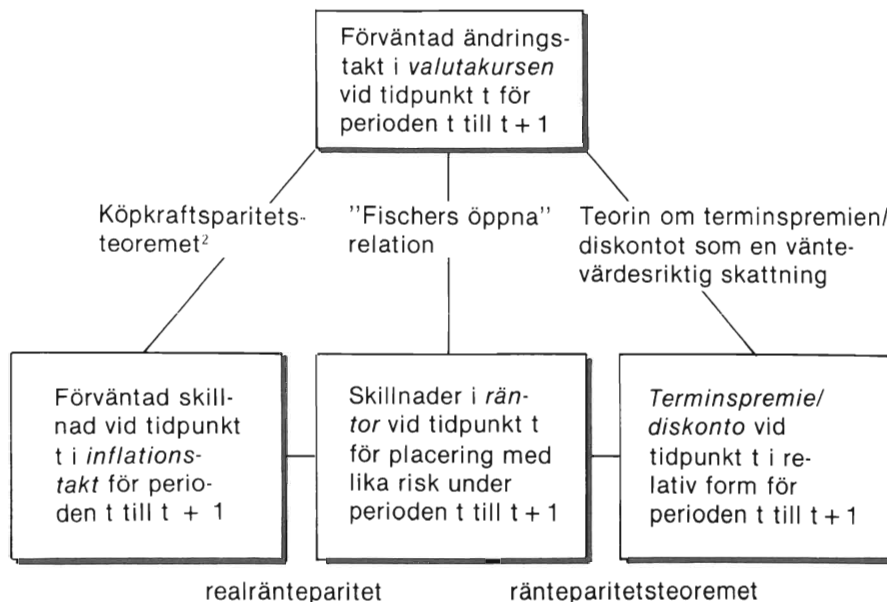
- Intäkter:**
1. Hur kommer den aggregerade efterfrågan att ändras med de nya priserna?
  2. Är prisökningar möjliga? Hur snabbt? Vilken priselasticitet har våra produkter?
- Kostnader:**
1. Uppstår inflationsdrivande kostnadsökningar?
  2. Kommer alternativa utbudskällor att kunna användas?
  3. Är förbättringar i produktionseffektiviteten möjliga på den nya produktionsnivån? Med hur mycket? När?
  4. Hur påverkas kapitalkostnaderna?
- Arbetande kapitalet:**
1. Kommer ett ökat arbetande kapital att erfordras under de nya omständigheterna? Hur mycket?
  2. Hur stor del av det ökade behovet kan finansieras tillfredsställande på den lokala kapitalmarknaden?

I den ekonomiska valutaexponeringen är den reala sidan integrerad. Denna exponering kräver rutiner och information som ligger utanför företagets traditionella redovisningssystem och som fångar upp tidsförskjutna växelkurseffekter. Riskanalysen baseras här på information av hög decentraliseringsgrad. Information behövs från enheter med marknadskontakt. Med den ekonomiska valutaexponeringen som underlag för företagets riskhantering blir möjligheterna att samla in denna typ av information av avgörande betydelse för val av grad av centraliserat beslutsfattande.

Riskhantering i ett *totalperspektiv* går utöver den partiella analys som är baserad på ekonomisk valutaexponering och beaktar även substituerbarheten mellan valutakursändringar och ändringar i alla övriga variabler med inflytande på företagets diskonterade nuvärde. I ett system med totalperspektiv planerar företaget utifrån ett antal konsistenta uppsättningar av räntor, prisförändringar och valutakurser, som alla kan antas ge företaget samma kalkylmässiga resultat. Som underlag för denna planering läggs modellen för företagets ekonomiska nuvärde enligt supplementet på s 115. Jämviktsrelationerna i figur 1 i detta kapitel ger ett operationellt underlag för ett resonemang kring substituerbarheten mellan de i modellen ingående variablerna.

Skillnaden mellan de två här nämnda ansatserna för riskhantering ligger i att företaget inför en obalans på makronivå och i den ekonomiska valutaexponeringen endast kalkylerar med alternativet att denna obalans tar sig uttryck i en valutakursändring. En total riskbedömning måste även ta hänsyn till att denna obalans kan ta sig andra uttryck, t ex i form av en ränteändring eller en inflationsändring.

**Figur 1 Jämviktsrelationer mellan valutakursändringar, inflations-  
takter och ränteskillnader<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> För närmare beskrivning och för empirisk utvärdering av dessa jämviktsrelationer se Oxelheim, 1981. (Se även appendix 1.)

<sup>2</sup> Köpkraftsparitetsteoremet formuleras vanligtvis i termer av skillnader i inflationstakter och ändringstakten i valutakursen.

Riskhanteringen i ett totalperspektiv bör sålunda utgå från en utvidgad ekonomisk exponering, där inverkan av och substituerbarheten mellan företagets olika riskkategorier samtidigt beaktas. I det enklaste fallet kan ett företag till exempel ha ett lån på 100 USD. En devalvering av den svenska kronan med 5 % är att vänta. Lånets återstående löptid är 5 månader. Företaget väljer att köpa 100 USD på en termin av denna längd. Utanför innevarande räkenskapsperiod har företaget en till följd av devalveringen ökad export som ännu ej fakturerats. Denna var ursprungligen kalkylerad till 100 USD och kommer i värde att öka med ett belopp som motsvarar det som devalveringen direkt ger upphov till. Exporten kommer att faktureras i USD med betalning vid samma tidpunkt som för amorteringen på lånet. Med ett exponeringsmått som beaktar tidsförskjutna valutaeffekter och effekter som ligger utanför räkenskapsperioden hade företaget en täckt position före terminssäkring. Genom terminsköpet skapas sålunda en öppen position. Väljer de svenska myndigheterna då att exempelvis skjuta på devalveringen genom att försvara sin valutakurs med en räntehöjning, så kommer under den för företaget aktuella riskperioden varken ök-



ningen av kronvärdet av exporten eller skuldökningen — båda till följd av den förväntade devalveringen — att äga rum. Företaget förlorar även då på sitt kontrakt och åsamkas extra kostnader på en partiell riskanalys. Den inhemska räntehöjningen kan dessutom antas ge viss återverkan på företagets inhemska efterfrågan, som dock för enkelhetens skull i detta exempel kan antas bli balanserad av ökningen av det inhemska finansiella nettot.

Den andra riskkategorin, *latent risk*, hänför sig till värdering av företagets stockar (tillgångar/skulder) och är på kort sikt bokföringsmässig till sin karaktär. På lång sikt blir naturligtvis även denna risk aktiv i den bemärkelsen att lager någon gång måste levereras eller användas och att dotterbolag avyttras. Den latent risk uppkommer vid exempelvis konsolidering av en koncern med dotterbolag i utlandet (omräkningsdifferens uppkommer). Denna risk, som är kopplad till företagets balansräkning, karaktäriseras av att den inte nödvändigtvis resulterar i vinst eller förlust i basvalutan räknat. Den latent risk uttrycker alltså risken för att en valutakursändring skall påverka värdet i basvalutan av dotterbolagens icke överflyttbara tillgångar och skulder i utlandet.

Förväntningsmässigt skall det finnas en överensstämmelse mellan valutarisken mätt på förändringar i balansräkningens poster samt valutarisken på kassaflöden under den period som motsvarar förändringen i balansräkningen. Till följd av mångfalden gällande mätmetoder är denna överensstämmelse sällan en praktisk realitet. Här ligger ett av problemen när det gäller företagets hantering av dessa risker, nämligen mät-, rapport- och kontrollsystemens uppbyggnad.

Den totala valutarisken mäts enligt läroböckerna vanligtvis med den ökade variabilitet i företagets konsoliderade avkastning som kan anses orsakad av oväntade valutakursfluktuationer. I modern kapitalmarknadsteori, där valutarisken definieras som den systematiska risk som är knuten till kostnader och intäkter i utländsk valuta, mäts risken som kovariansen mellan valutakursen och den inhemska avkastningen.

Utgångspunkten för den praktiska analysen i företagen är valuta-positionen, dvs företagets nettofordran eller nettoskuld i en given valuta uttryckt i den egna basvalutan. Positionen uttrycker dock endast riskytans storlek. För att få en komplett riskbild skall riskytan kopplas samman med fluktuationsmönstret för den aktuella valutakursen. Att arbeta med valuta-positionen enbart ger endast en första känsla för riskproblemet i företaget genom att positionen låter sig jämföras med storheter som företagets totala valutaflöden, omsättning, export samt import. I det praktiska arbetet förekommer sällan variansberäkningar. Valutarisken uttrycks vanligtvis i risken för att företaget skall få uppleva kursförluster av en viss storlek. Den låter sig exempelvis formuleras: "Vi har 20 % sannolikhet att förlora 1 miljon SEK på vårt kontrakt med Y-international". Trots symmetrin används valutachans dock sällan som uttryck för möjligheterna till kursvinster i kalkylen.

## *Sambanden mellan prognoser i valutakurs, inflation och ränta*

I ordet risk ligger ett överraskningsmoment — en avvikelse från det *kalkylerade*. Vi har tidigare nämnt att det finns en viss substituerbarhet mellan de olika risker företaget är utsatt för. De lagbundenheter som till stor del ligger bakom denna substituerbarhet kan i bedömningen av valutarisken läggas till grund för vad som skall anses vara kalkylerade valutakursförluster och bortom vilka sålunda valutarisken får ett värde större än noll (sannolikheten större än noll). De jämviktsrelationer som redovisas i figur 1 i detta kapitel bör läggas till grund för en uppdelning i kalkylerbara respektive icke kalkylerbara valutakursändringar. Marknadens arbitragörer borgar för en god hållbarhet i de relationer som bygger på arbitrage. (Se Oxelheim, 1981 och 1983b.)

Många företag använder i sina årsrapporter ordet valutakursförlust utan uppdelning på kalkylerade respektive icke-kalkylerade förluster. Detta förfarande i kombination med storleken på förlusterna ger ofta dessa företag en oförtjänt image av dålig riskhantering. Ta som exempel ett svenskt företag som lånar i CHF till en årlig ränta av 5 %. Alternativet till detta lån var ett för företaget i finansiellt riskhänseende likvärdigt lån i SEK med en årlig ränta av 12 %. Ovan omnämnda jämviktsrelationer — och för detta exempel speciellt "Fishers öppna"-relation — indikerar att företaget bör kalkylera med en kursförlust på sitt schweizerfrancs-lån på mellanskillnaden, dvs 7 %. Risken för en kursändring överstigande dessa 7 % utgör underlaget för den verkliga valutarisken, dvs risken för icke kalkylerbara förändringar. (För ett närmare resonemang, se appendix 1.)

## *Valutarisk och företagsformer*

Valutarisken låter sig också kategoriseras med avseende på sitt ursprung, sin källa. Av tabell 1 framgår att källorna varierar mellan kategorier av företag. I tabellen återfinns även det strikt hemmabaserade företaget på grund av dess indirekta påverkan av valutarisk via den finansiella respektive kommersiella risken.

**Tabell 1 Källor för valutarisk**

Riskkälla	Företagsform			
	Multinationella företag	”Hemmaföretag” med export och import	”Hemmaföretag” med all verksamhet i Sverige men med lån i utländsk valuta	Strikt ”hemföretag”, inga transaktioner i utländsk valuta
Monetära och omsättningsbara säkerheter hos utländska dotterbolag	×			
Reala tillgångar hos utländska dotterbolag	×			
Nuvarande och framtida vinster hos utländska dotterbolag	×			
Lager	×	×		
Export och import	×	×		
Fordringar och skulder i utländsk valuta	×	×	×	

### *3 Valutarisker i svenska företag*

För svenska företag har valutarisken sedan 1973 i huvudsak bestått av risk för paritetsförändringar och då främst devalveringar. Den svenska kronan har också devalverats sex gånger under drygt en tioårsperiod. De ackumulerade devalveringspotentialer som de valda valutaarrangemangen — valutaormen respektive valutakorgen — givit upphov till har kraftigt påverkat företagens resultatfördelning över tiden. En stundtals mycket övervärderad svensk krona har på ett manifest sätt visat sig i minskade världsmarknadsandelar i världshandeln (Oxelheim, 1983a, Horwitz, 1984). Som exempel på en störning — inducerad från kapitalkostnadssidan — kan nämnas kostnadsfördelningen för ett medelfristigt lån i schweizerfrancs taget på euromarknaden i början av 1974. Efter att ha löpt med en kapitalkostnad på ca 15 % av det ursprungliga lånebeloppet under åren 1974-76 steg kapitalkostnaden 1977 till 60 % av detta belopp. Företagens totala nettokursförluster på utlandslån låg detta år i storleksordningen 6 miljarder SEK. (Oxelheim, 1981.) Som jämförelse kan nämnas att totala vinsten före avskrivningar för svenska industriföretag samma år låg på 14 miljarder SEK. Genom devalveringen i oktober 1982 steg företagets medel- och långfristiga skuld till utlandet ”över en natt” med ca 12 miljarder SEK. (Oxelheim, 1982b.)

En del företag har matchade tillgångar och skulder och får endast problem med den oregelbundenhet i kassaströmmarna som en devalvering ger upphov till. Andra företag har kanske ingen intäktssida av en devalvering. De får hoppas på att den merkostnad för utlandslånet som uppkommer genom devalveringen balanseras av den låga ränta man lyckats placera lånet till och att den effektiva räntan över lånets löptid sålunda blir den man kalkylerat med. Företag som under verksamhetsåret endast har några få stora kontrakt i utländsk valuta måste under rådande valutaosäkerhet följa utvecklingen av motvärdet i svenska kronor av dessa kontrakt med största spänning.

Det är svårt att analysera betydelsen av kursfluktuationerna för det enskilda företaget till följd av en ofta förekommande brist på konsistens i redovisningen av kurseffekterna. Avsaknaden av enhetlig behandling — från företag till företag — av dessa effekter har också gjort det vanskligt att studera de aggregerade effekterna för näringslivet som helhet. Med dessa invändningar i minnet kan noteras att räntabiliteten på eget kapital för industriföretag med mer än 50 anställda

sjönk från 11 % 1980 till 5 % 1981 för att sedan stiga till 9 % 1982.<sup>1</sup> Enligt SCB svarar valutaförluster för drygt halva nedgången 1981 och drar för 1982 ned räntabiliteten med fem procentenheter från 14 till 9 %. Valutaförluster har sålunda enligt dessa siffror lett till en räntabilitetsminskning på strax över 30 % för både 1981 och 1982. Vid ett närmare studium av räntabilitetsutvecklingen, med en uppdelning på hemmamarknadsföretag respektive exportföretag, kommer stora skillnader mellan kategorierna i dagen. Dessa skillnader visade sig i högsta grad 1983. Exportens värdeökning detta år — främst till följd av devalveringen 1982 — ledde till så hög räntabilitet i de stora exportföretagen att dessa drog upp värdet på ovan nämnda räntabilitetsmått till ca 24 % för 1983.<sup>2</sup>

Räntabilitetssiffrorna ger en indikation på betydelsen av olikheterna avseende fördelningen över tiden av valutakursfluktuationernas effekter på den reala respektive finansiella sidan.

---

<sup>1</sup> Se SCB: Pressmeddelande 1983:258.

<sup>2</sup> Se Industri och Industripolitik 1983/84, Industridepartementet, 1984. Siffran är att betrakta som preliminär och inkluderar ej betydelsen av företagens redovisade valutaeffekter. Siffran för 1983 är sålunda att jämföra med 14 % för 1982.

## 4 *Styrsystem för hantering av valutarisk*

Valutarisken definieras enligt ovan i termer av den ökade variabilitet i företagets konsoliderade avkastning som kan anses orsakad av oväntade valutakursfluktuationer. Det är då underförstått att denna variabilitet kan reduceras till en viss *kostnad*. Denna kostnad för valutariskhanteringen är det pris företaget är villigt att betala för att uppnå en jämn avkastning från period till period.

Kring kostnadsbegreppet i riskhanteringen råder ofta förvirring. Denna hänger samman med att många företag begränsar sig till den faktiska, kassaflödespåverkande kostnaden som utgångspunkt för sin riskbedömning, medan andra företag väljer en alternativkostnadskalkyl.

Låt oss illustrera skillnaden med det enkla fallet terminsköp av valuta. För den förstnämnda gruppen utgör då terminspremien/diskontot den faktiska kostnaden under det att skillnaden mellan terminskursen och avistakursen vid terminens slut, dvs alternativkostnaden, betraktas som den intressanta kostnaden i den andra gruppen. Förekomsten av två kostnadsbegrepp är motiverad. För det lilla företaget handlar det ofta om att bli av med ovissheten om valutakursutvecklingen till ett visst, på förhand fastställt pris. Alternativkostnaden är för denna företagskategori av ringa intresse. För det stora företaget kan det däremot finnas anledning att följa upp kostnaderna på alternativkostnadsbasis med avsikt att undanröja eventuella systematiska merkostnader i företagets upprepade säkringsoperationer. Det stora företaget har ofta en valfrihet i säkringsförfarandet — ett utrymme för selektiv säkring — som det lilla företaget saknar. Jämför här med den diskussion som fördes på s 49 ff i Eliassons studie om intern kontra extern sakförsäkring. Säkringsförfarandet innebär att man låser in marknadens förväntningar på kursändring som en säker komponent. Nya instrument och konstruktioner såsom valutaoptioner innebär att en låsning endast sker åt ett håll.

I samband med diskussionen om begreppet valutarisk nämnde vi att valutapositionen i det praktiska arbetet ofta ses som en approximation för denna risk. Storleken på positionen är ett mått på företagets *riskyta* eller *exponering* för valutarisk. Förekomsten av öppna positioner, dvs positioner skilda från noll, utgör underlaget för företagets valutastyrning.

Vad som menas med riskexponering är lätt att inse i det enkla och

renodlade fallet, där ett strikt hemmabaserat företag upptar ett lån på den internationella kapitalmarknaden. På samma sätt är det svenska företag som importerar utsatt för en växelkursrisk när företaget faktureras i leverantörens valuta. En svensk exportör är utsatt för växelkursrisk när betalningen för en leverans sker framåt i tiden och i annan valuta än den svenska kronan. I alla tre fallen vet man vilken part som är utsatt för risk och styrkan, och varaktigheten i exponeringen låter sig ganska enkelt mätas.

Riskbedömningen blir svårare för företag med omfattande utlandsoperationer och när företag som utöver sina export- och importaktiviteter har utländska tillgångar som normalt inte är avsedda att överföras, och skulder, vars värden är uttryckta i andra valutor än hemlandets. Det multinationella företaget möter sålunda en ny risk utöver den som möter det inhemska företaget, vars internationella verksamhet är begränsad till export och import. Valutarisken kan tänkas uppstå på olika poster i ett företags utländska operationer i enlighet med vad som framgick av tabell 1. Den kan beräknas på basis av storleken av företagets flöden eller dess nettobehållning.

Tre olika exponeringsbegrepp kan väljas som underlag för företagets riskkalkyl. För ett närmare studium av dessa, se exempelvis Oxelheim (1981). De tre exponeringsbegreppen låter sig karakteriseras i termer av hur snävt begreppet definieras samt av vilka poster som skall beaktas och sålunda betraktas som utsatta för risk. Valet av tidshorisont i riskkalkylen påverkar också vilka poster som skall inkluderas. Tabell 2 sammanfattar några viktiga egenskaper hos begreppen:

**Tabell 2 Mått på valutaexponering**

Egen- skaper \ Typ	Translations- exponering	Transaktions- exponering	Ekonomisk exponering
Karaktär	Latent	Aktiv	Aktiv
Målorientering	Bokförings- mässigt värde	Ekonomiskt/ Bokförings- mässigt värde	Ekonomiskt värde
Fokus	Tillgångar/ Skulder	Kassaflöde	Kassaflöde
Period	Begränsad	Begränsad	Evig
Dataunderlag	Bokförda poster + uppskattade posters storlek vid prognos	Bokförda pos- ter + upp- skattade pos- ters storlek vid prognos	Bokförda pos- ter + upp- skattade pos- ters storlek

Riskens storlek beror vidare på vilken beräkningsmetod som används. Ser vi till translationsexponering så finns det fyra huvudalternativ när det gäller att beräkna storleken på en omräkningsdifferens. Dessa är "monetary-nonmonetarymetoden", "temporalmetoden", "current-metoden" samt "current-noncurrentmetoden". De fyra metoderna skiljer sig åt med avseende på vilka poster som anses vara exponerade för risk — och som sålunda skall värderas till balansdagens kurs — och leder följaktligen vanligtvis till olika stora risker, när de olika måtten jämförs.

Vid en bedömning av företagets valutariskexponering utifrån transaktions- eller translationsexponering fordras att risken eller osäkerheten spjälkas upp i tre delar:

1. storleken på tillgångs- eller skuldkomponenter enligt en viss definition,
2. motvärdet av den enl 1. bestämda posten räknat i hemlandets valuta,
3. tidpunkt för värdering och omräkning.

För vidtagande av defensiva åtgärder av typen positionspåverkan vid ekonomisk exponering krävs det skattningar av balansräknings- respektive resultaträkningsposter vid givna tidpunkter i framtiden. Den osäkerhet som tillkommer gäller då:

- 1) den framtida omfattningen av den aktuella tillgångs- eller skuldpositionen (kommersiell eller finansiell osäkerhet),
- 2) den under 1) skattade postens motvärde i hemlandets valuta (valutamässig osäkerhet).

Det kompletta systemet för hantering av företagets valutarisk bör baseras på den ekonomiska exponeringen och byggas på en totalsyn på riskbegreppet. I ett sådant styrsystem kopplas valutarisken till företa-

**Tabell 3 Centraliseringens betydelse för företagets möjligheter till riskpåverkan**

Risk- påverkan via	Besluts- fördel- ning	Centraliserad	Decentraliserad
Interna åtgärder		Övergripande matchning möjlig	Övergripande matchning ej möjlig
Externa åtgärder		Finansiella skal- effekter till före- taget vid på- verkan av resi- dualrisken	Finansiella skal- effekter till ban- ken vid påverkan av företagets residualrisk



gets övriga risker med beaktande av den substituerbarhet mellan risker som råder.

Styrsystemen låter sig karaktäriseras med avseende på två huvud-aspekter. Dessa hänför sig till hur systemen är tänkta att fungera i termer av centralisering av beslut och arten av påverkan av företagets riskyta. I tabell 3 återges fyra olika kombinationer. Med centraliserat beslut menas — i överensstämmelse med definitionen på s 67 f i Eliassons studie — att det sker en explicit styrning och koordinering av valutariskhanteringen från centralt håll i företaget/koncernen.

## *Centralisering eller decentralisering*

*Centralisering* av beslutsfattandet avseende hanteringen av företagets valutarisk ger företaget möjligheter till en övergripande matchning med avsikt att reducera företaget/koncernens totala riskbild. En sådan styrning kan inte uppnås med en *decentraliserad* riskhantering. Centraliseringen ger möjlighet att utnyttja skalfördelar på kapital- och valutamarknaderna, samt att koncentrera företagets kunskapspotential till en avdelning och därigenom få ett bättre utnyttjande av specialister och av alla de synergifördelar som multinationellt företagande kan erbjuda. En centralisering erbjuder sålunda möjligheter till global skatteplanering och kassaflödesplanering. Centraliseringen bäddar för cash management-system med clearing- och nettingcentra med avsikt att nedbringa företagets transaktionskostnader och float (perioder då kapitalet flyter räntelöst).

Vad som främst talar mot en centralisering av riskhanteringen är det enorma informationsbehov denna beslutsfördelning kräver centralt. Ett centraliserat system blir aldrig bättre än kvaliteten på rapporterna från underordnade enheter. Rapportkvaliteten är beroende av hur motiverade sous-cheferna inom koncernen är efter att ha förlorat möjligheten att lokalt påverka valutarisken inom sina enheter. Denna invändning mot centraliseringen varierar i styrka beroende på hur företaget organiserat sitt informationssystem. (Se Eliassons studie.)

Vinsten med en centralisering av riskhanteringen beror självfallet av hur den fysiska hanteringen, dvs hanteringen av produkt- och faktorflöden, organiserats inom koncernen. Det mest utvecklade fallet innebär att företaget har såväl produktionsenheter som försäljningsenheter i utlandet och att dessa köper och säljer sinsemellan såväl inom som mellan länder och dessutom till och från tredje marknad. När de fysiska flödena skall avbildas för en sådan koncern blir det likt ett spindel-nät. Det enklaste fallet har produktionen helt förlagd till Sverige med flöden till utländska försäljningsenheter, som endast säljer inom respektive land. Skillnaden mellan dessa båda ytterligheter vad gäller möjligheterna till central överblick och att åstadkomma en centralisering av risk- och kassaflödeshanteringen är uppenbar.

## *Administrativa lösningar*

I det enklaste fallet som nämndes organiseras riskhanteringen centralt så att de utländska dotterbolagen faktureras i lokal valuta, dvs valutan i det land där bolaget ligger, samt genom att dessa bolag lånar i den egna valutan. Har det utländska dotterbolaget inga inköp i utländsk valuta utöver importen från moderbolaget eller försäljning till tredje marknad så har moderbolaget lyckats i sin intention att lyfta valutarisken från dotterbolaget till moderbolaget eller till någon central koncernenhet.

En mer utvecklad form av denna centralisering består av system som bygger på så kallad *re invoicing*. Detta sätt att centralisera valutarisken är tillämpligt främst på en koncern som har utländska dotterbolag vilka säljer till varandra, men kan i förlängningen även tillämpas då utländska dotterbolag har externa affärer på tredje marknad. Om exempelvis ett engelskt dotterbolag säljer till ett franskt dotterbolag inom koncernen så går varan direkt till det franska bolaget under det att fakturan i GBP, vid tillämpning av ett system som bygger på omfakturering (*re invoicing*), går till en så kallad omfaktureringscentral. Denna central står valutarisken och skickar därför vidare en ny faktura uttryckt i FRF till det köpande franska dotterbolaget. Skapandet av en *re invoicing* central är främst en intern åtgärd avsedd att centralisera risken, men kan också anses ha betydelse i kassaflödeshanteringen.

När de inhemska dotterbolagen exporterar till utländska dotterbolag och tvingas fakturera dessa i lokal valuta uppstår ett i många fall känsligt avräkningsproblem. Valet av avräkningspris påverkar fördelningen av den totala vinsten inom koncernen. I ett system med omfaktureringscentral löses detta genom att fakturan i inhemsk valuta ställs till denna central. I övriga fall finns alla kombinationer av ansvarsuppdelning mellan de inhemska dotterbolagen och centrala finansenheter — allt ifrån att sistnämnda enhet övertar risken vid offerten fram till alternativet att denna enhet överhuvud ej övertar någon risk. Mellanstadier utgörs här av olika internsäkringsförfaranden. I den riskfördelning som här berörts finns en uppenbar källa till konflikt. Val av omräkningskurser och faktureringskurser blir ett problem för den centrala finansavdelningen. Centraliseringen kan sålunda sägas skapa ett behov av nycklar att användas vid fördelning av uppkomna kursvinster/förluster, så att dessa hamnar på rätt ställe inom koncernen i enlighet med vad vinstansvar/kontroll kräver.<sup>1</sup>

I tabell 3 skilde vi — förutom på centralisering respektive decentralisering — även på interna kontra externa åtgärder. Med interna åtgärder avses riskpåverkande åtgärder som kan exekveras inom koncernen

---

<sup>1</sup> För en diskussion kring aspekter på vinstens fördelning inom koncernen, se Eliasson (1976).

eller styras genom kundrelationer. Här ingår åtgärder som syftar till att förbättra den dynamiska effektiviteten. Med externa åtgärder avses åtgärder som vidtages med hjälp av externa kapital-, penning- eller valutamarknader. De externa åtgärderna syftar i huvudsak till att förbättra den statiska effektiviteten. För en beskrivning av olika åtgärder inom dessa kategorier, se Oxelheim (1981).

Centralisering ger stora möjligheter att använda *interna åtgärder* för riskpåverkan under det att koncernen vid en decentralisering i större utsträckning förlitar sig på externa åtgärder. Matchning i olika former ingår bland de interna åtgärderna och som tidigare nämnts ger centraliseringen stora möjligheter till riskreducering och internalisering av terminspremien.

## *Matchning*

Utgångspunkten vid matchning blir — om kassaflödet står i centrum — att valutamixen för relationen mellan försäljningen och insatsvarorna (och förädlingen) skall avpassas så att förändringar i de framtida försäljningsintäkterna neutraliseras av ändringar i kostnaderna för insatserna. Balans på denna reala sektor av företaget är dock svår att uppnå. Vanligtvis försöker man också komplettera via anpassning av såväl kort- som långfristig finansiering. Den sistnämnda åtgärden är vanligtvis lättare att genomföra i det att den valutamässiga sammansättningen på företagets finansiering låter sig ändras oberoende av vilket land som står som avnämare till företagets produkter och av källan för insatsvarorna. Därför får denna åtgärd en betydelsefull roll när det gäller att — valuta för valuta — ge en kompletterande balansering av försäljningsintäkter och insatskostnader.

I företagets anpassning av verksamheten strävar man efter att ge skulderna en sådan sammansättning och tidsstruktur att varje icke förutsebar ändring av avkastningen balanseras med en ändring i den effektiva kostnaden för skulderna. Detta är ett sätt att skydda den förväntade avkastningen från oväntade ändringar i villkoren på den finansiella marknaden. Detta skydd måste, som tidigare nämndes, komma från skuldsidan eftersom strukturen på företagets reala tillgångar oftast är bestämd av affärsstrategiska hänsynstaganden.

För ett företag vars avkastning på den operativa verksamheten är negativt korrelerad eller okorrelerad med kortfristiga räntor gäller det att låna långfristigt med fasta räntor. Detta stabiliserar kapitalkostnaderna och minskar därigenom effekten av icke förutsedda ränteändringar på det slutliga kassaflödet. Den andra bestämmande faktorn för kapitalkostnaden vid utländsk upplåning är valutakursändringar. För dessa gäller att när en enhets operativa avkastning är positivt korrelerad med värdet på en viss valuta så skall den enheten finansieras i samma valuta. Varje icke förutsedd nedskrivning av denna valuta reducerar inte endast avkastningen utan, som balans till denna, även den ef-

fektiva kostnaden för skulden. Med effektiv kostnad införstås ränta plus valutakursändring.

### ***Riskreducering med externa åtgärder***

Det är en svår uppgift att i varje givet moment åstadkomma att en ändring av kassaflödet på tillgångssidan uppvägs av en ändring av motsvarande storlek på skuldsidan. Inte sällan uppstår som nämnts en skillnad — en *residualrisk*. Denna risk kan uppskattas till sin storlek och utgöra underlag för beslut på högsta nivå om eventuella omstruktureringar.

Centraliseringen ger via matchningen och övriga interna åtgärder möjligheter till ett handhavande av valutarisken som samtidigt ger koncernen direkta såväl som indirekta cash management-fördelar. Matchningsförfarandet i sig har dock ett kostnadselement av alternativkostnadskaraktär som i varje enskilt fall måste beaktas. Skalfördelar för företaget genom centraliseringen erhålls också när residualrisken skall täckas med *externa åtgärder*. De vanligaste åtgärderna bland dessa är främst köp/försäljning av valuta på termin och upptagande av lån i utländsk valuta.

Decentraliseringen av riskhanteringen leder till att matchning endast kan tillämpas i nedersta ledet i beslutskedjan. Detta leder till en större residualrisk och — avhängigt av koncernens riskinställning — ett större antal operationer av extern karaktär och där sålunda skaleffekterna och vinsteffekterna därav främst kan förväntas komma att ligga på banksidan. Decentraliseringen skapar ett ökat behov av kvalificerad personal — långt ner i dotterbolagen — för att ta hand om valutaproblematiken. Som tidigare nämnts kan denna fördelning av kunskapspotentialen vara en allvarlig invändning mot just decentraliseringen.

## *5 Hur gör de största svenska företagen — en intervjuundersökning*

En intervjuundersökning genomfördes under hösten 1983 av de svenska företag som har det största utlandsberoendet (Oxelheim, 1983d). Företagen i undersökningen hade alla en total omsättning överstigande 1 miljard SEK 1981. För att ingå i undersökningen skulle ett företag uppfylla följande tre krav på utlandsberoende:

1. tillhöra landets 50 största exportörer
2. tillhöra landets 50 största utlandssäljare
3. tillhöra landets 50 största utländska arbetsgivare.

Hur svenska koncerner uppfyllde dessa krav framgår av appendix 2. Totalt uppfyllde 26 företag omsättningskravet och samtliga tre krav på utlandsberoende. Av informationsskäl infördes ett fjärde krav — att företaget skulle vara börsnoterat. Genom detta tillägg eliminerades två statliga företag (Statsföretag och Svenska Varv) samt Johnson-gruppen och Tetra Pak International. Av de återstående 22 företagen i mittfältet i appendix 2 var 19 föremål för intervjuundersökning. De deltagande företagen är understrukna i detta appendix. KemaNobel och Billerud-Uddeholm kom via definitionssvårigheter att redan inledningsvis lämnas utanför undersökningen. Av de 20 företag som tillfrågades om de ville delta i undersökningen lämnade samtliga ett positivt svar. ASEA befann sig vid tidpunkten för undersökningens genomförande i en situation karakteriserad av fullständig omorganisering av relevanta delar av organisationen för beslut under valutaosäkerhet. Ny personal hade tillträtt för att bygga upp ett riskhanteringsprogram från scratch. Av den anledningen lämnades ASEA utanför intervjuundersökningen.

De 19 företag som deltog i undersökningen svarade 1982 för mer än 40 % av förädlingsvärdet i svensk tillverkningsindustri. Inkluderas även förädlingsvärdet i utländska koncerndelar, så uppgick det totala förädlingsvärdet för dessa koncerner till ett värde som motsvarar 75 % av förädlingsvärdet i svensk tillverkningsindustri.

Intervjuerna ägde rum ute på företagen i form av seminarier som varade mellan en och tre dagar. Företagen ställde vid dessa seminarier upp med i stort sett alla berörda befattningshavare enligt det traditionella sättet att se på valutarisk. De befattningshavare som deltog var vVD, finansdirektör, ekonomidirektör, treasurer, chef för finansiell planering samt redovisningschef. Totalt deltog i undersökningen ca

100 personer med ansvar för beslut under valutaosäkerhet. Datainsamlingen var upplagd på nio avsnitt, vilka löpte från ett inledande avsnitt med frågor på flödenas karaktär, via valutamål, organisation, den institutionella ramen, riskidentifiering, riskmätning, generering av valutaprognoser och valutastrategier till redovisning av valutaeffekter.

### *Centralisering av valutariskansvaret*

18 av de 19 företagen i undersökningen uppvisar en avsevärd grad av centraliserat beslutsfattande i sin valutariskhantering. Det återstående företaget har decentralisering i alla avseenden som grundläggande filosofi. I 9 av de 19 företagen har centraliseringen ökat avsevärt sedan 1976. Av resterande företag visar endast ett företag på någon utveckling mot decentralisering.

Av de 18 företagen med avsevärd centralisering har 5 företag i viss utsträckning valutaansvaret delegerat till både svenska och utländska dotterbolag. 7 av de 18 företagen anser sig ha visst valutaansvar delegerat endast till utländska dotterbolag. I de fall ansvaret delegerats gäller det främst valutabesluten på den kommersiella sidan, såsom prissättning vid handel mot tredje marknad. I två av företagen tar sig centraliseringen uttryck i att de utländska dotterbolagen avlyfts risken — som koncentreras till Sverige — men att denna hanteras separat av de olika svenska dotterbolagen.

Av de i undersökningen ingående företagen med en organisation av varu- och faktorflöden sådan att den överensstämmer med det fall som tidigare kallades det mest utvecklade är det inget som kan anses ha fullständig centralisering i så måtto att moderbolaget eller koncernstaben håller i samtliga valutariskfrågor. De moment som lämnas utanför den centrala styrningen är vanligtvis flödena till och från tredje marknad. Man koncentrerar sig sålunda på att centralisera risken i de interna flödena. Ofta refererar man till den ringa storleken på de externa flödena som en anledning till att så är fallet. Man synes dock i många fall endast ha en mycket grov uppfattning om storleken på dessa flöden.

### *Administrativa system*

I hanteringen av de interna flödena så väljer 17 av de 18 företagen med central riskhantering att från Sverige fakturera dotterbolagen i lokal valuta samt anvisa utländska dotterbolag att låna i lokal valuta. Här förekommer mer eller mindre strikt tillämpning av denna princip inom de olika koncernerna. 12 av de 17 företagen fakturerar alltid sina utländska dotterbolag i lokal valuta. Fem företag använder oftast lokal valuta, men även svenska kronor och US dollar. Den sistnämnda valutatan används främst vid internleveranser till bolag i Syd- och Latiname-

rika. I företagen med mera komplicerade flöden används ofta reinvocingcentraler för att centralisera risken.

Fyra av företagen ger prov på mer eller mindre utvecklade reinvocingssystem. I dessa fall är någon form av clearing- eller nettingsystem anslutet för att maximera fördelarna av centraliseringen genom ett effektivt utnyttjande av kassaflödena. Styrning av inköp och försäljning i de svenska koncerndelarna varierar avsevärt. När reinvocingcentrum finns lyfts risken helt av dotterbolaget. Utan ett sådant centrum förekommer alternativet att centrala finansavdelningen inom koncernen ger bindande omräkningskurser. Detta kan ske vid offerttillfället, kontraktstillfället eller faktureringstillfället. Tekniskt sett tar sig denna kursgivning uttryck i form av en procedur för intern terminssäkring.

Ansvar för de externa flödena lämnas vanligen åt dotterbolagschefen — dock oftast på det sättet att moderbolaget styr kapitalanskaffningen under det att prissättningen, och även i de flesta fall terminssäkringen, lämnas åt dotterbolagschefens avgörande. Uttryckliga matchningsinstruktioner för dotterbolagscheferna gällande de externa restflödena är sällsynta. Att lämna denna bit öppen kan vara ett sätt från företagen att möta den kritik som hävdar att en detaljerad centralstyrning gör storföretagen stela och svårangepassade till ändrade konkurrensmiljöer.

De flesta av undersökningsföretagen rapporterar att centraliseringen lett till att konflikter uppstått mellan den centrala finansenhets och dotterbolagen. Man upplever dock dessa konflikter som varande av utbildningskaraktär och av övergående natur.

Huvuddelen av de undersökta företagen förklarar sig hantera valutariskerna med utgångspunkt i transaktionsexponeringen. Denna uppdateras med olika periodiciteter. Endast ett företag låg vid tillfället för undersökningen ”on line”, dvs upplevde sig omedelbart kunna plocka fram en någorlunda trovärdig ögonblicksbild över transaktionsexponeringen. Att detta företag skulle vara mer sofistikerat än de andra företagen i undersökningen i detta avseende är att säga för mycket. Behovet av att ligga ”on line” varierar från bransch till bransch och är i stort sett avhängigt stabiliteten i kassaflödesutvecklingen. Företaget som ligger ”on line” tillämpar en form av utvidgad reskontra. Utvidgningen består i att även lånekostnaderna fullt ut inkorporeras i exponeringen.

Vanligtvis menas med transaktionsexponeringen nettot av bokförda kassaflöden. Sålunda beaktas inte tidsförskjutna effekter och därigenom undviks också problemet med att skatta förändringarna i de reala flödena. En del företag går utanför definitionen och närmar sig sålunda — om än i begränsad utsträckning — den ekonomiska definitionen. Vad som tas hänsyn till är exempelvis beställda men inte fakturerade inköp, framtida utdelningar från utländska dotterbolag etc, dvs poster som sannolikt, om än ej helt säkert, kommer att ge upphov till kassaflöden.

Balansräkningsexponeringen används av det stora flertalet företag blott som en form av kontroll. Intresset för denna form av exponering är i ett internationellt perspektiv relativt sett lågt, vilket sannolikt har sin förklaring i de begränsade säkringsmöjligheter som svenska företag har att arbeta med. De flesta av företagen beräknar denna form av exponering endast en gång per år, nämligen i samband med bokslutet. Påverkan av denna form av exponering sker främst genom balanserrande åtgärder i utländska dotterbolag.

### *Riskreducering i ett totalperspektiv*

En av frågorna som ställdes i undersökningen avsåg i vilken utsträckning företagen tillämpar ett *övergripande synsätt* i syfte att reducera den totala riskexponeringen. Denna fråga var uppbyggd på delfrågor om hur företaget påverkas av olika ekonomisk-politiska åtgärder, i termer av sårbarhet respektive positiva effekter. En sådan delfråga gällde exempelvis i vilken utsträckning företagets riskhantering begränsas av valutareglernas olika moment.

Avseende frågan om ett övergripande synsätt skissade frågeställaren i enkla termer ett exempel på ett sådant synsätt så här: Tänk Er att den svenska korta räntan höjs med två procentenheter. Ert företag har hög likviditet hemma. På finansavdelningen ser man räntehöjningen positivt. På valutaavdelningen konstaterar man att räntehöjningen kan förväntas leda till en starkare krona och att valutakursförlusterna kan förväntas bli mindre eller till och med vändas till kalkylmässiga vinster på utlandslånen. Den positiva synen som återfinns på finans- och valutaavdelningarna synes inte ha sin motsvarighet på den reala sidan. Här klagas man över att räntehöjningen förväntas leda till ökad sparbenägenhet hos konsumenten och att efterfrågan på företagets produkter sålunda kommer att minska. På motsvarande sätt uppkommer i många fall problem med efterfrågan på företagets produkter på utlandsmarknaderna om bruttomarginalen skall försvaras. En annan av räntehöjningens effekter ligger, med fördröjning, i form av prisökning till följd av ökade finansiella kostnader. Beroende på marknadssituationen kan denna komma att avspeglats i bruttomarginalen eller i marknadsandelarna för företagets produkter.

I vilken utsträckning finns det någon inom de i undersökningen ingående företagen som har ansvaret för en totalöverblick gällande de olika effekter på företaget som nämndes ovan? Finns det i företagen någon person som kopplar ihop räntor, inflation och valutakursändringar till en totalbild? Inget företag i undersökningen säger sig ha någon befattningshavare som försöker beakta dessa tre storheter samtidigt. Detta totalsynsätt går utöver det som anläggs vid beaktande av ekonomisk exponering. Inget av företagen använde sig heller av den ekonomiska exponeringen i sin styrning och positionspåverkan. Visst ligger det mycket osäkerhet inbäddad när det gäller att exempelvis för-



söka skatta de för den ekonomiska exponeringen erforderliga elasticiteterna i företaget. Även vid ganska grova skattningar av dessa kan dock vinster av ett övergripande angreppssätt förväntas falla ut i form av ett bättre totalt hushållande med företagets resurser. Att man i dagsläget inriktar sig på den i företaget synliga exponeringen hänger sannolikt samman med att företaget i ganska liten utsträckning tagit datorn i sin tjänst i riskhanteringen. Som tidigare nämndes låg blott ett företag "on line" i sin transaktionsexponering. Användningen av datorn inom riskhanteringen i företagen i undersökningen inskränker sig vanligtvis till återgivning av Reuter- eller Dow Jones-information om finansiella storheter. I ett par av företagen saknas datorn helt som hjälpmedel i riskhanteringen.

Ett ganska uppenbart exempel på hur dålig integreringen av de tre nämnda fundamentala storheterna är kan hämtas från redovisningsområdet. Visst finns det svårigheter i den konceptuella behandlingen. Detta försvarar dock inte att många företag skiljer på finansiella kostnader och intäkter och motsvarande av valutakarakteristik trots att dessa utgör likvärdiga bitar i den totala kapitalkostnaden. Även myndigheterna i en del länder har denna syn, vilket manifesteras av att de lagmässigt behandlar kapitalbitarna asymmetriskt.

Antag exempelvis att ett företag kan ta likvärdiga lån ur riskhänseende i SEK med 12 % ränta, i DEM med 8 % respektive i ITL med 20 % ränta. Kassafloödenas karakteristiska blir här olika om differenserna svarar mot marknadens uppfattning. Redovisningsreglerna förstärker dessa differenser. Med lånet värderat till balansdagskurs — och om marknadens förväntningar håller — så kommer kostnaderna för lånet i DEM att redovisas som finansiell kostnad till 8 % under det att en kursförlust, som kan periodiseras, utgör mellanskillnaden upp till 12 % eller en del av denna. För lånet i ITL bokförs en finansiell kostnad på 20 %. Först i samband med amortering kan del av "överpriset" på lånet i ITL föras tillbaka i form av valutakursvinst. Att på detta sätt separera kapitalkostnadens olika moment kan verka stötande. (Oxelheim, 1983c) Utgångspunkten bör vara "Fishers öppna"-relation enligt vilken lånekostnaderna förväntas vara lika för lån med lika risk i olika valutor. Förutsättningen för detta är som nämnts att kapitalmarknaderna kan förväntas vara integrerade och effektiva, ett krav som sannolikt är på väg att uppfyllas i allt högre grad.

Många av företagen i undersökningen visar stora kursförluster på långa lån. Att kalla dem kursförluster kan i perspektiv av det ovan sagda ge företagets intressenter en felaktig uppfattning om den mismanagement som ordet kursförlust inducerar. "Förlust" måste anses vara knutet till ett överraskningsmoment i någon form. Här finns det säkert, som tidigare nämnts, prestigepoäng att vinna tillbaka för företagen genom ett integrerat betraktelsesätt av valutakursändringar och räntedifferentier. På denna bit är kopplingen iögonfallande. Trots detta har en del företag fortfarande sträng kontroll över räntebudgeten

utan att se substituerbarheten med valutakursändringen. Självfallet kan valutarisken på motsvarande sätt integreras i de priser företaget har att arbeta med på faktormarknaderna och på exportmarknaderna och sålunda även integreras med den reala sidan av företaget.

En utvidgad syn på valutariskhanteringen, med användande av den ekonomiska valutaexponeringen som bas, är på väg att växa fram under det att ett totalsynsätt med en identifiering av konsistenta uppsättningar av priser, räntor och valutakurser fortfarande inte finns representerat bland de intervjuade storföretagen. Låt oss nedan se på några faktorer som kan ha bidragit till denna situation och som i framtiden kan tänkas påverka utvecklingen på området.

## 6 Utvecklingsmöjligheter — en diskussion

De flesta svenska företag synes ha varit dåligt förberedda på de riskmoment som följde på sammanbrottet för Bretton Woods/Smithsonian överenskommelserna och på den första oljekrisen. Samhället som helhet var också dåligt förberett i det att valutakunskapen var sparsamt integrerad i den företagsekonomiska såväl som i den nationalekonomiska utbildning som då gavs vid svenska lärosäten. Anpassningen på utbildningssidan har gått långsamt, och utbudet av kurser på valutaområdet är fortfarande genant lågt för en öppen ekonomi som den svenska.

Utbildningsnivån tillsammans med turbulensen på valuta- och kapitalmarknaden med åtföljande effekter på företagen gav från 70-talets mitt många företagsledare en ödmjuk inställning till möjligheten att tygla uppkomna valutarisker på annat sätt än via terminskontrakt och utlandslån. Detta förhållande speglar den allmänna riskaversion bland företagen som nu synes vara på väg att luckras upp. Den tidigare inställningen gjorde behovet av en skriven valutapolicy mindre. Dagens nyanserade inställning — präglad av selektiv säkring — kräver en sådan policy.

Riskaversionen och resignationen inför möjligheten att tackla valutarisken på ett nyanserat sätt återspeglar sig också i det förhållandet att endast 2 av de 19 företag som ingick i den undersökning som redovisas i avsnitt 5 genomför någon form av utvärdering av sin valutariskhantering. För det lilla företaget finns ofta inget alternativ till att termins- eller lånesäkra en residualrisk för att ex ante få en tillfredsställande säkerhet i avkastningen på ett projekt. Det stora företaget har däremot anledning att via systematiska kontroller — ofta i alternativkostnadstermer — utvärdera företagets riskhantering. Svårigheten att utvärdera riskhanteringen synes under de senaste åren ha lett till att utvecklingen på detta område fått stå tillbaka för prioritering av utvecklingsinsatser på cash-managementområdet. En utvärdering av riskhanteringen — som i förlängningen leder till ökade utvecklingsinsatser — kommer förmodligen att bli allt vanligare i takt med att företagen väljer att se sina finans/valutaavdelningar som egna vinstcentra.

Den centralisering som vuxit fram i svenska företag avseende hanteringen av valutarisker synes utifrån den tidigare nämnda undersökningen ha givit företagen en ljusare syn på hur valutaproblemet skall tyglas.

På exponeringssidan är tendensen den att allt fler företag börjar inkludera poster som ligger framåt i tiden och som ännu inte bokförts — ett steg mot den s k ekonomiska exponeringen. Denna utveckling kan antas accelerera i såväl omfattning som utbredning i takt med en ökad användning av dataterminaler i koncernen. Dessa terminaler kan — med den tekniska utveckling som är i sikte — ge en "on line"-kontakt inom koncernen. Denna kontakt kan motverka de invändningar som riktas mot en ökad centralisering och som vanligtvis formuleras i termer av informations- och motivationssvårigheter.

Centraliseringen bör kunna bana väg för att man i framtiden kommer att tillämpa en totalsyn på företagets risker och sålunda integrera valutarisken bland företagets övriga risker. Med en fortsatt integrering av internationella kapitalmarknader och med en minskad omfattning av de olika ländernas valutarestriktioner blir jämviktsrelationerna från tabell 3 i detta kapitel allt viktigare instrument i företagets planering.

Vad vi här har kallat för totalperspektivet får ses som ett riktmärke mot vilket företagen försöker styra utvecklingen av sin riskhantering. Svårigheterna — trots datautvecklingen — är många i den praktiska tillämpningen och kostnaderna fortfarande höga. Detta innebär att en relativt hårt begränsad analys av den ekonomiska totalexponeringen inom överskådlig framtid kommer att vara det som tillämpas och där begränsningen främst avser tidsaspekten. Företaget beaktar exempelvis endast flöden under den längsta av företagets kapacitetsplaneringshorisonter respektive ett projekts pay-off.

Svårigheten i totalperspektivet ligger — förutom i skattningen av olika elasticiteter för företagets produkter och i sårbarhet för olika ekonomisk-politiska åtgärder — även i förhållandet att det bakom varje växelkurs finns två valutaregimer vars handlande skall bedömas och prognostiseras.

Genom centraliseringen har företagen, som tidigare framgått av Eliassons studie, i allt större utsträckning börjat föra in de traditionella bankfunktionerna i företagets huvudkontor. Skalfördelar i alla dimensioner talar för att denna utveckling är på väg att intensifieras. I takt med denna utveckling kommer företagen att bygga upp valutareserver (med ändring av valutareglerna) som bas för en selektiv säkringspolicy gällande residualrisken. Integreringen av cash-management-system med riskhanteringen har möjliggjorts genom centralisering. En av synergifördelarna med denna integrering — förutom de uppenbara kostnadsbesparingarna i transfereringarna — är att den banar väg för en riskhantering i totalperspektiv där omfattningen "onödiga" säkringskostnader kan bringas ned till noll.

## *Appendix 1*

Enligt "Fishers slutna"-relation avspeglar den nominella räntenivån förväntad realräntenivå och förväntad förändringshastighet i varuprisnivån eller i symboler (Fisher, 1930):

$$r_i^N = r_i^R + \hat{P}_i^* \quad (1)$$

där  $r_i^N$  = nominell räntenivå i land i

$r_i^R$  = förväntad realräntenivå i land i

$\hat{P}_i^*$  = förväntad förändringshastighet i varuprisnivån i land i.

En långivare som förväntar sig att prisnivån skall stiga med en hastighet av 3 % per år kräver en nominell ränta som överstiger den önskade realräntenivån med detta procenttal.

På en effektiv, icke-reglerad internationell kapitalmarknad gäller det enligt "Fishers öppna"-relation (Fisher, 1930) att

$$r_1^N - r_2^N = \hat{S}_{12}^* \quad (2)$$

där  $\hat{S}_{12}^*$  = förväntad relativ förändringshastighet i valutakursen (valuta i land 1/valuta i land 2).

"Fishers öppna"-relation innebär sålunda att det på en effektiv, icke reglerad kapitalmarknad och på lång sikt kan förväntas vara egalit i vilken valuta en deposit eller ett lån placeras. Enligt ekonomisk teori finns det argument för val av en viss valuta så snart likheten i ovanstående relation inte kan förväntas gälla.

Valutakursförändringen kan i sin tur enligt köpkraftsteoremet skattas utifrån de förväntade inflationshastigheterna:

$$\hat{S}_{12}^* = \hat{P}_1^* - \hat{P}_2^* \quad (3)$$

Under antagandet om riskneutralitet, köpkraftsparitet, homogena förväntningar samt omedelbara gensvar på förändringsincitament kan realräntorna *förväntas* vara lika, dvs

$$r_1^N - \hat{P}_1^* = r_2^N - \hat{P}_2^* \quad (4)$$

Räntesättningen på den svenska kapitalmarknaden har dock under 60- och 70-talen till stor del skett genom centralstyrning, vilket har varit en bidragande orsak till avvikelser från ovanstående relation.

Lånekostnaden för ett svenskt företag som lånar i exempelvis DEM blir nominellt:

$$r_{Sv}^N = r_{Vty}^N + \hat{S}_{Sv, vty} \quad (5)$$

där  $r_{Vty}^N$  = nominell ränta på lånet i DEM

$\hat{S}_{Sv, vty}$  = relativ förändringshastighet i valutakursen.

Realräntan i sin enklaste form låter sig utifrån ekvation 5 skrivas:

$$r_{Sv}^R = r_{Vty}^N + \hat{S}_{Sv, vty} - \hat{P}_{Sv} \quad (6)$$

där  $\hat{P}_{Sv}$  = inflationstakt i Sverige.

Förutsatt att köpkraftsparitetsteoremet håller, kan ekvation 6 skrivas om som

$$r_{Sv}^R = r_{Vty}^N - \hat{P}_{Vty}$$

där  $\hat{P}_{Vty}$  = inflationstakt i Västtyskland.

Under antagandet att köpkraftsparitetsteoremet håller, förväntas sålunda inflationen i Sverige inte påverka realräntan för lånet i DEM, eftersom den realvärdesförsämring som orsakas av inflationen i Sverige motverkas av en uppskrivning av den tyska marken.

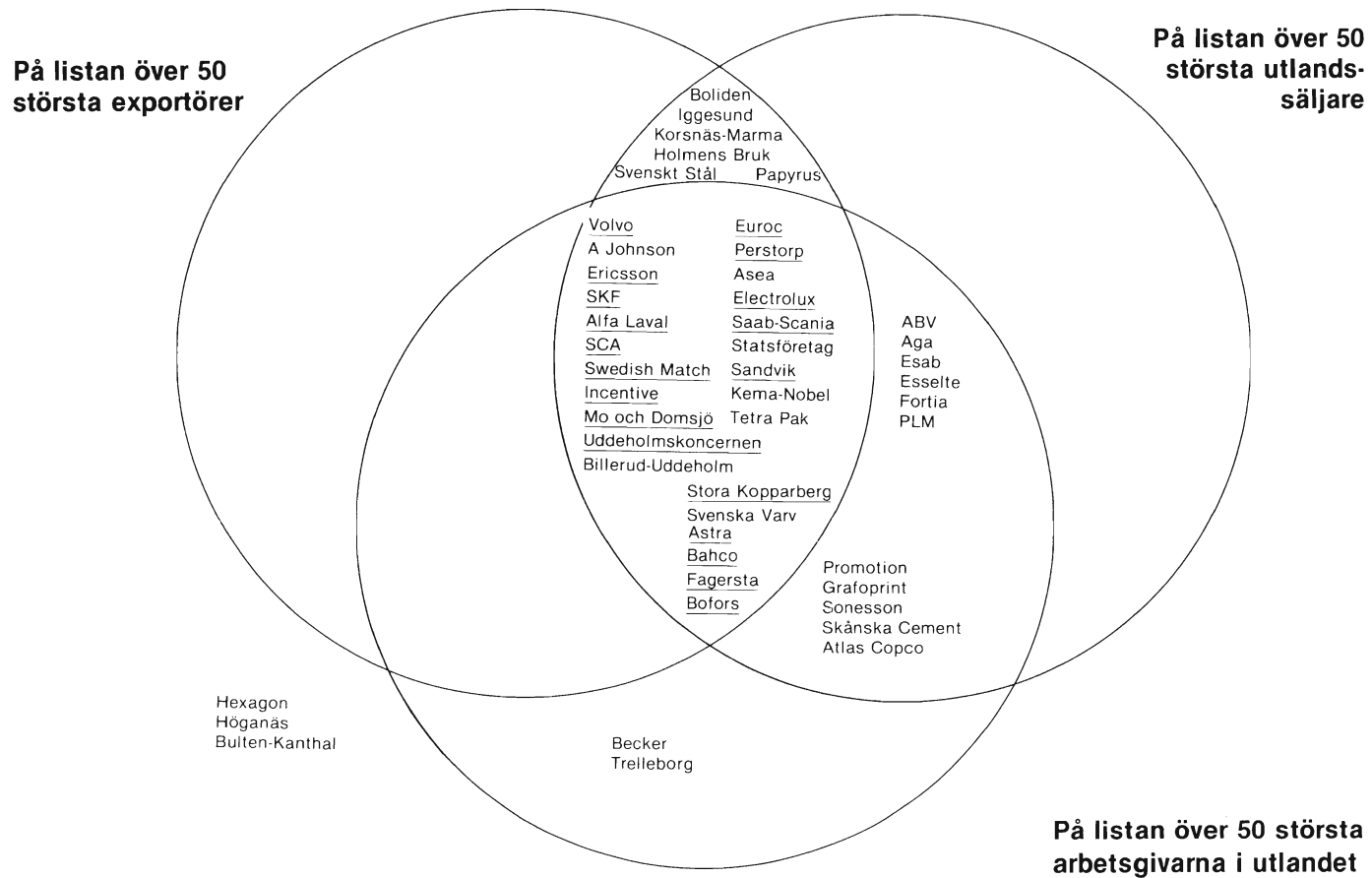
Låt oss ta ett kort exempel på hur marknaden kan tänkas fungera för att åskådliggöra kopplingen mellan aktörernas förväntningar och incitament för arbitrage.

Antag att de nominella låneräntorna på årsbasis är 10 % för eurodollar och 8 % för euromark. En förväntad växelkursändring USD/DEM motsvarande ränteskillnaden gör kostnaderna förväntningsmässigt likvärdiga vid lånetillfället. Om marknaden är i obalans och apprecieringen på euromarknaden förväntas bli mindre än ränteskillnaden, kommer detta att leda till en ökad efterfrågan på euromark som lånevaluta. Insättarna flyttar å andra sidan sina medel till placering i dollar. Dessa rörelser leder till att räntan på euromark trissas upp. Samtidigt kommer en försäljning av mark för att er hålla dollar från både låntagare och placerare att trycka ned växelkursen USD/DEM. Argumentet för val av euromark som lånevaluta försvinner först när räntan på euromark trissats upp och USD/DEM-kursen tryckts ned till den punkt vid vilken euromarksräntan plus den förväntade apprecieringen av DEM approximativt är lika med räntan på eurodollarn.

Några viktiga invändningar finns emellertid. Förekomsten av exempelvis transaktionskostnader gör att jämviktsstillståndet bör representeras av ett intervall, inom vilket argument för arbitrage inte föreligger, i stället för av en enskild punkt. Av största betydelse för att relationen skall gälla är vidare att omedelbara justeringar äger rum.

## Appendix 2

Mängden av industrikoncerner med en omsättning överstigande 1 miljard svenska kronor år 1981



Källa: Lars Oxelheim, *Företagets beslut under valutaosäkerhet*, Scandinavian Institute for Foreign Exchange Research, 1984.

## Litteratur

- Adler, M och Dumas, B, 1983, International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis. *Journal of Finance*, Vol. 38, No. 3, June.
- Aliber, R, 1978, *Exchange Risk and Corporate International Finance*. London.
- Black, S, 1980, *Central Bank Interventions and the Stability of Exchange Rates*. Institute for International Economic Studies, Stockholm.
- Dornbusch, R, 1976, Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, No. 84, pp. 1161—1176.
- Dufey, G och Srinivasulu, S L, 1983, The Case for Corporate Management of Foreign Exchange Risk. *Financial Management*, Winter.
- Eliasson, G, 1976, *Business Economic Planning*. John Wiley & Sons.
- Evans, Folks Jr och Jilling, M, 1978, *The Impact of Statement of Financial Standards No. 8 on the Foreign Exchange Risk Management Practices of American Multinationals*. Financial Accounting Standards Board, Stamford.
- Fama, E F, 1979, Efficient Capital Markets. *Journal of Finance* 25, No. 2.
- Fisher, I, 1930, *The Theory of Interest*. MacMillan, New York.
- Frankel, J, 1979a, The Diversifiability of Exchange Risk. *Journal of International Economics*, No. 9, pp. 379—394, August.
- Frankel, J, 1979b, A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials. *The American Economic Review*, September.
- Giddy, I och Dufey, G, 1978, International Financial Planning. The Use of Market-Based Forecasts. *California Management Review*, Vol. XXI, No. 1, Fall.
- Hooper, P och Morton, J E, 1982, Fluctuations in the Dollar: A Model of Nominal and Real Exchange Rate Determination. *Journal of International Money and Finance*, No. 1, pp. 39—56.
- Horwitz, E C, 1984, Export Performance of the Nordic Countries 1965—82. *Economic Growth in a Nordic Perspective*, IUI, ETLA, IØI.
- Jilling, M, 1978, *Foreign Exchange Risk Management in U.S. Multinational Corporations*. UMI Research Press, Stamford.
- Makin, J H, 1978, Portfolio Theory and the Problem of Foreign Exchange Risk. *Journal of Finance*, May.
- Meese, R och Rogoff, K, 1983, Empirical Exchange Rate Models of the Seventies—Do They Fit Out the Sample? *Journal of International Economics*, No. 14.
- Officer, L, 1983, *Purchasing Power Parity and Exchange Rates: Theory, Evidence and Relevance*, JAI Press Inc.
- Oxelheim, L, 1981, *Företagens utlandslån — Valuta- och redovisningsaspekter*. Liber, Malmö.
- Oxelheim, L, 1982a, *Företagets valutaplanering*. Liber, Malmö, april.
- Oxelheim, L, 1982b, Devalveringen botar inte. *Affärsvärlden* nr 44, november.
- Oxelheim, L, 1983a, Jämviktsvalutakurs och extern balans. Seminariepaper, IUI, mars.
- Oxelheim, L, 1983b, *Valutastyrning*. Børsens forlag och Foreningen af Danske Civiløkonomers forlag, Köpenhamn, april.
- Oxelheim, L, 1983c, Proposals for New Accounting Standards for Foreign Monetary Items. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. IV, No. 2, Summer.
- Oxelheim, L, 1983d, *Frågor kring företagets beslut under valutaosäkerhet*. Scandinavian Institute for Foreign Exchange Research, september.
- Nars, K, 1979, *Företagets valutastrategi*. Finlands Bank, Helsingfors.
- Rodriguez, R, 1979, Measuring and Controlling Multinationals Exchange Risk. *Financial Analysts Journal*, November—December.
- Rodriguez, R, 1980, *Foreign-Exchange Management in U.S. Multinationals*. Lexington Books, Lexington.