



Lars Oxelheim

**Så utvecklas en effektiv
valutariskhantering**

Småtryck från



Nr 190

Särtryck ur

Balans 3/85

INDUSTRIENS

UTREDNINGS-

INSTITUT

STOCKHOLM



Industriens Utredningsinstitut

är en fristående vetenskaplig forskningsinstitution grundad 1939 av Svenska Arbetsgivareföreningen och Sveriges Industriförbund.

Syfte

Att bedriva forskning rörande ekonomiska och sociala förhållanden av betydelse för den industriella utvecklingen.

Verksamhet

Huvuddelen av arbetet inom institutet ägnas åt långsiktiga forskningsuppgifter. Man siktar härvid till ett studium av de grundläggande sammanhangen inom näringslivet och särskilt till att belysa de frågor som hör samman med strukturella och institutionella förändringar. Forskningsresultaten publiceras i institutets skriftserier.

Styrelse

Tekn. dr Curt Nicolin, ordf.
Direktör John Dahlfors
Tekn. dr Lennart Johansson
Direktör Olof Ljunggren
Direktör Lars Nabseth
Direktör Bo Rydin
Direktör Sven H Salén
Ekon. dr Hans Stahle
Direktör Ove Sundberg
Direktör Peter Wallenberg
Direktör Sven Wallgren
Bruksdisponent Claes-Ulrik Winberg
Direktör Christer Zetterberg
Docent Gunnar Eliasson, chef

Adress

Industriens Utredningsinstitut
Grevgatan 34, 5 tr., 114 53 Stockholm
Tel. 08-783 80 00

Så utvecklas en effektiv valutariskhantering

LARS OXELHEIM

Lars Oxelheim, verksam vid Industriens Utredningsinstitut, är doktor i ekonomi och specialist på företags internationella risker. Han är verksam som forskare. Lars Oxelheim arbetar också som rådgivare i riskfrågor åt svenska såväl som internationella storföretag och organisationer.

Så utvecklas en effektiv valutariskhantering

■ Få händelser synes ha påverkat företagens riskyta under efterkrigstiden så som sammanbrottet för systemet med fasta växelkurser. Den globala omfördelning som 70-talets oljekriser resulterat i har också medverkat till att öka riskytan. Det internationellt verksamma företaget är exponerat för i huvudsak fyra typer av risk. Dessa är länderrisk, finansiell risk, valutarisk och kommersiell risk och det finns ett klart samband dem emellan. Grovt sett kan sägas att en och samma obalans på makroekonomisk nivå kan ta sig uttryck i effekter som är att hänföra till någon av dessa olika risktyper. Ett företag som fruktar en devalvering av den lokala valutan väljer kanske för att undvika valutarisken att låna lokalt till rörlig ränta. Om centralbanken i det aktuella landet samtidigt väljer att försvara sin valuta med en räntehöjning, kommer alltså företaget att få känna av effekten av en finansiell risk i stället för effekten av den valutarisk som man agerat för att undkomma. Även det strikt inhemska företaget är utsatt för en valutarisk. Denna är indirekt och tar sig uttryck genom de övriga tre riskkategorierna. Valutarisken är exempelvis kopplad till den kommersiella risken i den utsträckning som de främsta konkurrensprodukterna på hemmamarknaden är utländska. En övervärderad valuta i det egna landet kan leda till att företaget blir utkonkurrerat av billigare importprodukter.

Risken kan sålunda ta sig många uttryck och det bör klargöras om det är totalrisken eller enstaka av företagets internationella risker som man avser hantera, innan diskussionen förs över till att gälla system för effektiv hantering av den riskkombination som är av intresse.

Jag genomförde hösten 1983 och våren 1984 en undersökning av Sveriges 19 största internationella koncerner och utvärderade därvid genom samtal och seminarier med koncernansvariga mitt koncept för en ändamålsenlig hantering av företagets internationella risker¹⁾. Det visade sig bland dessa stora företag vara mycket ovanligt med en sådan organisation av riskhanteringen att alla de fyra ovan nämnda risktyperna beaktades samtidigt. Det

är snarare så att gammal organisationsstruktur har medverkat till att det finns vattentäta skott mellan de avdelningar/personer som hanterar de olika riskerna, om riskhantering förekommer. Ett utvecklingsarbete med företagets valutarisker som utgångspunkt pågår dock i de flesta av företagen – i några fall med sikte på ett system för samtidigt beaktande av övriga risker. Helt uppenbart har svenska koncerner kommit till insikt om valutariskhanterings betydelse efter de kraftiga devalveringarna av den svenska kronan 1981 och 1982. Tidigare låg nästan allt utvecklingsarbete koncentrerat till "cash management"-frågor. Detta mycket till följd av att effekterna av lösningar på detta område är så mycket enklare att mäta och utvärdera.

I huvudsak tre vägar ligger nu öppna för vår fortsatta diskussion om effektiv riskhantering. Vi kan sålunda välja att diskutera uppbyggnaden av ett system för hantering av företagets totala internationella risk eller som motpol begränsa oss till ett system för endast hantering av företagets direkta valutarisk. Det förstnämnda alternativet ställer oerhört stora krav på beslutsunderlag i form av kovarianser och efterfrågeelasticiteter – krav som innebär stora informationskostnader och förändrade rapporteringssystem för de flesta företag. Nästan alla företag upplever idag detta alternativ som avlägset. Det andra alternativet kan med den trade-off mellan risker som tidigare betonats å andra sidan visa sig vara allt för begränsat och ambitionslöst. Det tredje alternativet som ligger däremellan och som blir den väg vi väljer är att diskutera ett system för effektiv valutariskhantering, där sambanden till övriga riskkällor hålles under allmän uppsikt.

BEHOVET AV ETT SYSTEM FÖR HANTERING AV VALUTARISK

Många andra orsaker än ovan påtalade mät- och utvärderingsvårigheter kan ha haft betydelse för att utvecklingen av ett valutariskprogram har uppskjutits. En sådan är uppfatt-

ningen att den internationella köpkraftspariteten håller och att sålunda företaget inte är utsatt för någon valutarisk. Jag har i tidigare böcker²⁾ visat på kraftiga temporära avvikelser från denna köpkraftsparitet och kan sålunda hävda motsatsen, nämligen att företaget är utsatt för en högst substantiell risk i det korta perspektivet. Dessutom kan sägas att även om köpkraftspariteten hållit på kort sikt, skulle företaget ha varit utsatt för risk då det finns anledning att tro att priserna på företagets specifika input och output förändras relativt varandra.

Andra företag stöder sig kanske på Modigliani-Millers teorem³⁾ och hävdar att vad företaget kan göra det kan också investeraren göra. Varje investerare kan ses som en potentiell riskmanager. Skall växelkursrisken säkras, behöver det nödvändigtvis inte vara företaget som skall göra detta. För den svenska marknaden är det dock helt klart att företaget är i den bästa positionen för att säkra företagets risker. Med tanke på innehållet i företagets redovisning har den enskilda investeraren ingen möjlighet att bilda sig en uppfattning om företagets riskyta. Vidare existerar ofta lagregler, som hindrar investeraren att själv kunna diversifiera och säkra riskytan.

En tredje kategori företag hävdar kanske att det inte är lönt att säkra växelkursrisken, med hänvisning till sin tro på att valutamarknaderna är effektiva. Eftersom priserna på terminsmarknaderna är korrekt satta säger sig företaget inte ha något att vinna på ett säkringsförfarande. Detta argument kan sägas innehålla någon relevans blott om företaget är riskneutralt. De flesta intressenter i företaget, såsom företagsledningen, kreditgivarna, aktieägarna, har dock sannolikt någon form av riskaversion och sålunda ett intresse av en reduktion av variansen i företagets avkastning, d v s den varians som härrör från växelkursfluktuationer.

I en hypotetisk värld utan informations- och transaktionskostnader eller andra hinder för omedelbara prisjusteringar uppkommer inga avvikelser från jämviktsrelationer såsom den internationella köpkraftspariteten, la-

gen om ett pris eller den inhemska eller internationella Fisher-effekten. I en sådan värld kan man förlita sig på jämviktsrelationerna och hävda att företaget inte är exponerat för valutarisik. I den verkliga världen finns emellertid ett stort antal störningar som bidrar till avvikelser från nämnda jämviktsrelationer. Dessa avvikelser kan stundtals vara av substantiell betydelse⁴⁾. Med hänsyn till dessa finns det all anledning för företaget att beakta en valutarisik och utveckla ett system för att handskas med denna risk. Att det rör sig om betydande långsiktiga förändringar av priset på de största valutorna uttryckt i svenska kronor framgår med all tydlighet av figur 1. Att fluktuationerna varit stora även i det korta perspektivet är lätt att se i figur 2.

Låt oss ägna artikeln fortsättning åt att identifiera de viktigaste punkterna i uppbyggnaden av ett system för effektivt och konsistent behandling av företagets valutarisiker; med sambanden till övriga risker under uppsikt. Fyra huvuddelar kan identifieras. Dessa består av *institutionella rammar*, *informationsbehov*, *operativ riskhantering* och *återföring av information för uppföljning och kontroll*.

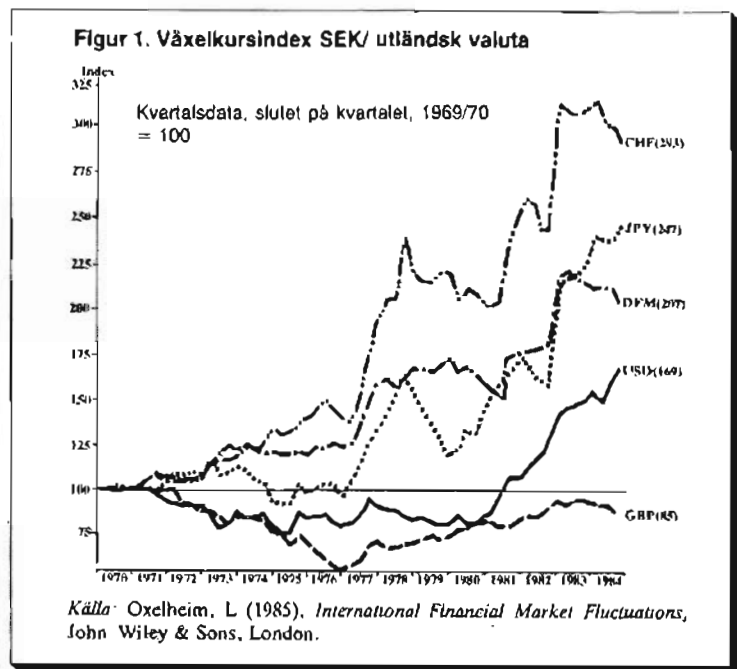
INSTITUTIONELLA RAMAR OCH INGÅNGSVÄRDEN

De institutionella ramarna sätter det långsiktiga handlingsutrymmet för företaget. Bland dessa rammar hittar vi företagets valutamål, riskuppfattning, organisation av riskhantering samt känslighet för olika yttre variabler.

Analys av flöden samt valutatillgångar och skulder

Som ett första steg gäller det att analysera företagets flöden och tillgångar/skulder i olika valutor. Har söker vi svar på frågan om företaget har behov av ett program för riskhantering. Företagets planeringshorisont styr analysen som, när det gäller flöden, kan ske i termer av kontrakterade/icke kontrakterade resp påverkbara/icke påverkbara poster. Denna inledande analys kan då också avslöja olika handlingsmöjligheter via faktureringsförfarandet. Analysen skall vara framförhållande och kan vara baserad på budgeterade siffror.

I detta steg ingår också en analys av företagets fysiska flöden produktströmmar – då företag i detta avseende kan vara mycket olika. Huvudtyperna är företag med tillverkning i Sverige som bara exporterar till utländska försäljningsbolag, företag med tillverkning i Sverige och i utlandet som inte säljer till tredje marknad samt, i det mest utvecklade fallet, företag med försäljning mellan utländs-



ka tillverkande dotterbolag där dessa dessutom säljer till tredje marknad. Analysen av den fysiska såväl som den finansiella karaktären hos flöden och tillgångar/skulder syftar till att ge ett underlag för ambitionen i företagets valutamålsättning.

En annan viktig skillnad mellan företagen med betydelse för riskhanteringen gäller offertperiodernas längd. Företaget är ju utsatt för risk under offertperioden. För många företag är denna period av en försämbär längd under det att den för andra företag är lång och högst betydelsefull.

Viktigt för anpassningen av ambitionsnivån i riskhanteringen är vidare att i analysen följa upp hur stor andel av företagets riskyta som finns inom koncernens utländska del och hur stor del som finns i dess svenska del.

Val av mål och riskattityd

Efter den inledande analysen gäller det för företaget att bestämma sitt växelkursmål och sin riskuppfattning. Målet kan vara formulerat i flöden eller tillgångar/skulder. Företaget kan vara riskneutralt eller ha riskaversion. Olika uppfattningar däremellan kan tänkas förekomma. I teorin syftar företagets riskhantering vanligtvis till att stabilisera företagets marknadsvärde⁵⁾. Här ligger i praktiken ett svårt moment för företaget, nämligen att skatta marknadens förväntningar. Företagsledningen formulerar därför

kanske i stället målet i termer av företagets ekonomiska värde. Förfarandet bygger på ett *dynamiskt* synsätt med beaktande av samvariationen mellan priser och volymer över tiden. Det ekonomiska värdet ger uttryck för det diskonterade värdet av allt framtida kassaflöde till följd av en given valutakursändring. Även detta mål är behäftat med praktiska svårigheter.

Svårigheterna med den diskontering som krävs för beräkning av den ekonomiska exponeringen leder till att företagen vanligtvis formulerar sitt valutamål i *statiska* termer. Man formulerar sig då i termer av fluktuationer i exponering till följd av kontrakterade kommersiella eller finansiella operationer. Målformuleringen görs i termer av sk transaktionsexponering och/eller omräkningsexponering och har vanligtvis sin utgångspunkt i företagets redovisningsdokument. I Sverige dominerar transaktionsexponeringen som är kassaflödesorienterad⁶⁾. I USA har intresset länge varit koncentrerat till omräkningsexponeringen men synes idag vara på väg mot transaktionsexponering och ekonomisk exponering⁷⁾. Det gäller för det enskilda företaget att formulera ett praktiskt hanterbart mål. Allt talar för att kassaflödet skall sättas i centrum.

Riskattityden anger hur stor del av den exponering, som återstår efter interna åtgärder, som skall elimineras med åtgärder på externa finansiella

marknader av typen terminssäkring. Företaget med fullständig riskaversion önskar eliminera 100% av exponeringen. Osakerheten i de framtida kassaflodena leder kanske till att man minskar procentsatsen något. Andra företag tycker sig ha kunskap att utnyttja de ofullständigheter som finns och har funnits på finansiella marknader. Här blir då målformuleringen en balansgång mellan försöken att utnyttja dessa ofullständigheter, att reducera varianserna samt kontrollaspekten. Företaget väljer kanske att i varje moment ha exempelvis 50% av företagets exponering säkrad på externa marknader under det att resterande 50% lämnas öppna eller lämnas åt en bedömning av företagets "treasurer" för eventuella åtgärder. De hittills nämnda förfarandena kan betecknas som defensiva. En offensiv strategi å andra sidan är baserad på att en lång position görs längre eller att en kort position görs kortare. I en sådan offensiv situation delegeras det kanske till "treasurer" att vidta åtgärder efter eget gottfinnande inom ramen 50-130% av en exponering. Man måste dock hålla i minnet att utnyttjandet av terminsmarknaden måste vara baserad på underliggande kommersiella transaktioner eller (med begränsade möjligheter) finansiella transaktioner enligt den svenska valutaregleringen.

När målsättningen tillsammans med riskprofilen formulerats enligt ovan, kan ytterligare begränsningar tillkomma. Hänsynstagande till praktiska

problem och kostnader för riskhantering ligger ofta bakom dessa begränsningar. Den vanligaste avgränsningen är att företaget inskränker sin riskhantering till att omfatta endast den svenska koncerndelens exponering. Den negativa betydelsen av en sådan begränsning minskas genom att ett antal regler - för fakturering och upplåning - läggs på såväl den utländska som den svenska koncerndelen. Betydelsen av begränsningen kan bedömas utifrån de tal gällande riskytans fördelning på svensk respektive utländsk koncerndel som insamlats och analyserats under föregående rubrik.

Organisation av riskhanteringen

Här handlar det framst om att ta ställning till centralisering vs decentralisering av riskhanteringen. Bland de regler som nämndes under föregående rubrik som komplettering till de praktiska begränsningarna återfinns vi ofta dem som syftar till att centralisera företagets riskhantering. Sådana regler kan exempelvis innebära att den svenska koncerndelen skall fakturera utländska dotterbolag i lokal valuta och att utländska dotterbolag skall låna endast i lokal valuta.

Bland svenska internationella koncerner finns en stark centraliseringstendens. 18 av de 19 företag jag undersökt visar på en sådan tendens. Centraliseringen kan ge skalfördelar i form av lägre transaktionskostnader

och bättre kurser samt ett bättre utnyttjande av den kunskapspotential som finns i företaget (på detta specifika område). Svårigheterna och begränsningarna i centraliseringen ligger på informationssidan och tar sig uttryck i direkta eller indirekta informationskostnader. Centraliseringen blir aldrig bättre än rapportbenägenheten hos underliggande enheter. Här föreligger ofta ett svårt motivationsproblem. Den pågående centraliseringen har i många svenska koncerner lett till konflikter mellan dotterbolag och moderbolag. Dotterbolagen har sett sig berövade ett viktigt vinstpåverkande instrument. Detta kan man i viss mån råda bot på genom att tillåta olika interna säkringsförfaranden. Ett sådant förfarande kan vara att dotterbolagen själva får avgöra om de önskar terminssakra, dvs internt sakra, sin exponering. Centrala finansfunktionen avgör sedan i vilken utsträckning den totala exponeringen - i enlighet med uppsatta valutamål - skall säkras på externa marknader.

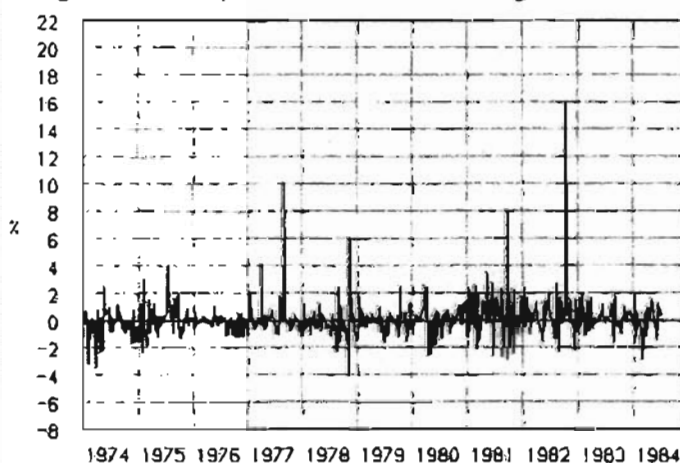
Under senare år har många nya organisatoriska former utvecklats för företagets hantering av valutarisk. Bland dessa, som i de flesta fall även inkorporerar någon form av "cash management"-koncept, återfinns vi sk "re-invoicing"-centra. I dessa centra sker sålunda en omfakturering av koncernens export på ett sådant sätt att valutariskerna koncentreras till en organisatorisk enhet. Betydelsen av denna organisatoriska lösning ökar med storleken på handeln mellan koncernens olika utländska och svenska dotterbolag. I fyra av de 19 företagen i min undersökning fanns sådana system helt eller delvis införda.

I organisationen av företagets riskhantering ligger vidare ytterligare informationsproblem. Det gäller sålunda att integrera många subsystem i systemet för valutariskhantering. Bland dessa subsystem finner vi global skatteplanering, nettningssystem, system för kapitalplanering, redovisningssystem etc. För varje sådant delsystem gäller det att besluta omfattning av och vägar för den önskade informationen.

Sårbarhet för förändringar utanför företagets kontroll

Här sker integreringen av ett hänsynstagande till risker utöver valutarisken med beaktande av den substituerbarhet mellan risker som påtalades inledningsvis. Om företaget täcker upp valutarisken, kanske det faktiska förloppet blir det att valutarisken i stället tar sig uttryck i effekter av en finansiell risk. I detta steg gäller det att

Figur 2. Veckovis procentuell avistakursändring SEK/USD



1974 1975 1976 1977 1978 1979 1980 1981 1982 1983 1984

Källa: Oxelheim, L (1985), *International Financial Market Fluctuations*, John Wiley & Sons, London.

kartlägga hur känsligt företaget är för förändringar i olika ekonomisk-politiska storheter. På länderrisksidan gäller det att kartlägga vilken effekt en ändring av valutaarrangemang, valutakontroll etc kan få på företaget. På den finansiella risksidan gäller det exempelvis att följa upp poster med rörlig ränta. Den kommersiella risken kan påverkas av reala växelkursförändringar, indragna exportsubventioner etc. Alla dessa faktorer ger en sårbarhet som på ett eller annat sätt är kopplad till valutarisken och som måste följas upp vid sidan om hanteringen av företagets direkta valutarisk.

INFORMATIONSBEHOV

När nu ramen för systemet för företagets riskhantering har satts kommer nästa fråga att beröra det löpande informationsbehovet. Detta behov består framför allt av två delar. En av dessa berör ytan för riskexponeringen. Den andra berör fluktuationsmönstret på växelkursen.

Information för exponeringsberäkning

Tidigare, under målformuleringen, har företaget tagit ställning till vilken typ av exponering som skall sättas i fokus. Vi konstaterade att det för svenska företag oftast handlade om transaktionsexponering. Den bygger då vanligtvis på företagets redovisningshandlingar.

Det gäller vidare att bestämma exponeringsperiodens längd, dvs den riskperiod man är intresserad av att ha under kontroll. Viktiga frågor att ta ställning till berör i vilken utsträckning man skall skaffa information om transaktioner under den del av riskperioden som inte täcks av redovisningshandlingarna. En sådan del är offertperioden. Det gäller också att bestämma hur ofta systemet skall uppdateras. Vissa företag kanske önskar att ligga "on line" i sin exponeringsmätning för valutarisk. Av de 19 företag som har undersökts är det endast ett som i dagsläget gör detta. I övrigt används datorn i huvudsak för överföring av Reuter eller Dow Jones-information.

Många olika rutiner i företaget kan försvåra exponeringsmätningen. Bland dessa rutiner återfinns vi bruket av prisklausuler, avgivandet av garantier etc. Det gäller för ledningen att klara ut om fördelarna med dessa rutiner verkligen uppväger de nackdelar de skapar vid kontroll av företagets riskyta. En viktig punkt blir sålunda att fastställa hur stor osäkerhet som finns i mätningen av företagets exponering för valutarisk. Det hand-

lar då inte bara om intern rapporteringsdisciplin utan även om exempelvis betalningsdisciplin. Som tidigare nämndes påverkar denna osäkerhet graden av täckning som bör eller kan föreskrivas avseende företagets risk.

En svårighet är att bestämma vad som menas med konsoliderad transaktionsexponering som skall bearbetas och bekämpas på koncernbasis. Många företag har kommit ifrån denna svårighet genom att begränsa sitt intresse till att gälla endast den svenska koncerndelens exponering i enlighet med vad som nämndes tidigare. Men för andra företag med målsättningen att kontrollera koncernens hela transaktionsexponering – utan kompletterande regler gällande faktureringsförfarande och upplåning i lokal valuta – återstår denna definitionssvårighet på det praktiska planet. Svårigheten ligger i att få en korrekt bild av den konsoliderade transaktionsexponeringen eller ekonomiska exponeringen till följd av skatteskillnader mellan länder, remitteringsmöjligheter, ägandandelar etc.

Växelkursprognoser

Behovet av växelkursprognoser är beroende av den strategi eller det valutariskmål företaget väljer. Har man valt att lämna alla positioner öppna eller att säkra alla positioner på externa och finansiella marknader behövs inga växelkursprognoser i riskhanteringen. Har man däremot valt en selektiv ansats, dvs att välja ut olika positioner för säkring, erfordras någon form av växelkursprognos för sättningsbesluten.

Prognoserna kan i princip genereras på tre sätt; med strukturella modeller eller förklaringsmodeller, med tidsserieanalysmodeller eller med arbitragemodeller. De strukturella modellerna innehållande de i dag erkänt viktigaste förklaringsvariablerna har vid analys visat sig ha ett klart otillfredsställande förklaringsvärde. Det har i amerikanska undersökningar⁸⁾ framkommit att slumpmodeller har bättre förklaringsvärde än dessa på upp till ett års sikt. Utan att fördjupa oss i förklaringar till detta kan vi konstatera att det återstår mycket forskningsarbete för att finna "supermodellen" för förklaringar av växelkursens fluktuationer. En särskilt betydelsefull svårighet i modellarbetet är att fånga och avbilda marknadens förväntningar.

Tidsserieanalysen kan göras på lång respektive på kort sikt. Genomförd den på lång sikt är det helt klart att det historiskt funnits systematiska tendenser i form av trendtillväxt i priset på utländska valutor uttryckt i svenska kronor. Detta har sålunda gällt för

de stora lånevalutorna gentemot den svenska kronan alltsedan 70-talets början. Långsiktiga framskrivningar av sådana trender är dock ett tveksamt instrument för prognosgenerering. På kort sikt visar analys av kronan att det handlar om slumpmodeller⁹⁾. Med detta avses att det inte finns någon korrelation mellan historiska kursändringar som låter sig utnyttjas som prognoser eller "trading rules" för framtida handlande. Konstaterandet att det på kort sikt är en slumpmodell innebär i sig en prognos, nämligen den att den bästa prognosen av kursen om exempelvis en vecka är dagens avistakurs¹⁰⁾.

En återstående grupp av prognosmodeller utgörs av sk arbitragemodellerna. Bland dessa finner vi modeller som genererar prognoser i form av terminkursen, räntedifferentialen etc. Tror sig det enskilda företaget vara i stånd att generera bättre prognoser än dessa marknadsbaserade prognoser, bör man naturligtvis göra detta. Inget belägg finns emellertid för att den enskilde placeraren har lyckats med detta. I den utsträckning företaget inte förmås eliminera sin exponering via matching och har valt att föra en selektiv sättningspolicy kan man säga att det bästa företaget kan göra är att förlita sig på de marknadsbaserade prognoserna när det gäller sättningsbesluten.

Att döma av företagen i min undersökning synes svenska multinationella företag vara hårt luttrade vad gäller tilltron till valutakursprognoser. Inget av företagen använder någon explicit modell för prognosgenerering. Prognosen genereras snarare på basis av beslutsfattarens intuitiva bedömning utan någon formell modell i botten. I bakhuvudet på respektive befattningshavare finns dock en makroekonomisk uppfattning om vilken variabel som kan tänkas vara den mest betydelsefulla för valutakursens utveckling. Prognosen genereras därvid med hjälp av denna variabel på ett sådant sätt att man gallrar i den information som tillhandahålls företrädesvis från banker och söker efter den prognos som i störst utsträckning bygger just på den variabel man själv känner störst tilltro till. Det är intressant att notera att uppfattningen om vilken variabel som är den viktigaste för växelkursens utveckling varierar starkt från företag till företag.

De mest dramatiska effekterna på svenska företags resultat och ställning har under den senaste tioårsperioden genererats via ett flertal spektakulära devalveringar. Köpkraftsparitetsteorin kan här sägas ge en prognos om att en paritetsändring i form av en devalvering är i vardande. Uppkomna avvikelser från köpkraftsparitet måste be-

dömas noga och tillmätas stor vikt i en liten öppen ekonomi som den svenska. Köpkraftsparitetsteorin ger alltså en god indikation om riktningen och styrkan i en eventuell förestående paritetsförändring. Graden av öppenhet för internationell handel är sedan en viktig faktor att ta ställning till vid bedömningen av den mer svårprognostiserade timing-aspekten.

Avslutningsvis kan konstateras att det i amerikanska bolag högfrekventa användandet av sk technicals för prognosgenerering på kort sikt inte har sin motsvarighet i svenska multinationella företag. Endast tre av de nitton undersökta företagen hyser någon tilltro till dessa sk technicals och säger sig använda dem för generering av beslutsunderlag på kort sikt.

OPERATIV RISKHANTERING

Vi har nu listat ett antal punkter på vägen fram till ett komplett system för hantering av företagets valutarisker. Vi har sålunda tagit ställning till målet för riskhanteringen, till vilka risker som skall bekämpas, till i vilken utsträckning detta skall ske samt till vilket löpande informationsbehov som föreligger för riskhanteringen. För att göra valutapolicyn komplett återstår att fastställa det sätt på vilket riskhanteringen skall exekveras.

Få av de undersökta företagen hade en skriven eller uttalad valutapolicy vid tidpunkten för undersökningens genomförande 1983/84. Ansvarsfördelningen blev av den anledningen ofta oklar. "Sandvik-affären", som kom i dagen sommaren 1983, kan ha varit en bidragande orsak till det ökade intresse för en skriven valutapolicy som i dag kan skönjas hos ledningen/styrelsen i de stora svenska företagen. Delegeringen av handlingsutrymmet till olika befattningshavare bör göras klar i en sådan policy.

Efter det att olika åtgärder såsom matching, ändring av faktureringsbeteende etc vidtagits, återstår sannolikt en residualrisk att hantera med åtgärder på externa finansiella marknader. I policyn bör det föreskrivas vilka åtgärder som den operative befattningshavaren har att välja mellan och i vilken utsträckning han måste täcka sin riskyta med dessa åtgärder. Totalt, inkluderande såväl externa som interna riskpåverkande åtgärder, finns ett 30-tal att välja mellan. En del av åtgärdena kan förväntas vara lika i kostnadshänseende. Teorin säger exempelvis att terminsförsäljning av

en exportfordran och – som alternativ – ett lån på motsvarande belopp skall ha samma kostnader. De har däremot olika kassaflödespåverkande effekter och av den anledningen kan det vara betydelsefullt att lämna vissa valmöjligheter till treasurerern i hans egenskap av operativ befattningshavare.

Uppfinningsriktigheten avseende nya finansiella instrument har de senaste åren varit stor internationellt sett. Möjligheten att utnyttja dessa instrument är dock ofta begränsad för svenska företag. Nya instrument i treasurerens riskpåverkande mix kommer att bli "financial futures", "currency options" och "swaps" i alla upptänkliga former.

Ger då åtgärderna önskade effekter? En analys av terminskursen ger vid handen en något lägre variation i denna än i motsvarande avistakurs¹¹⁾. En viss önskvärd dämpning av variationen i kassaflödet kan sålunda erhållas genom terminssäkring. Analysen ger också vid handen att denna dämpning erhålls till priset av den marginal som banken tar för operationen i fråga. Att använda sig av terminssäkring innebär helt enkelt att man på förhand låser in marknadens förväntningar. Användandet av det nya instrumentet valutoption innebär däremot att man endast låser risken i den icke önskvärda riktningen. När företaget utnyttjar externa finansiella marknader för säkring, betyder detta bara att man säljer sin risk. Priset för detta måste följas upp på systematisk basis. Med detta konstaterande kommer vi naturligt in på det fjärde och avslutande segmentet i denna listning av huvudelementen i företagets program för riskhantering, nämligen återföringen av information för uppföljning och kontroll.

ÅTERFÖRING AV INFORMATION FÖR UPPFÖLJNING OCH KONTROLL

Återföring av information sker genom företagets externa resp interna redovisning. Vi måste här följa upp att inte gällande redovisningspraxis ger en icke önskad bild av vår riskhantering i den externa redovisningen. En del av den interna rapporteringen bör utformas för utvärdering och kostnadsuppföljning av vår riskhantering.

Redovisning av valutaeffekter

Det finns i dag en stor samstämmighet i rekommendationerna för de stora internationella redovisningsorganisationerna. I vissa frågor, som exempelvis periodiseringsproblematiken, är man dock inte överens. Trots denna samstämmighet grovt sett kan man säga att analytikern genom företagets externa redovisningshandlingar bibringas en mycket svårtolkad bild över valutaeffekterna i företaget. För att bena upp tolkningsproblemen måste vi på nytt diskutera i termer av det statiska respektive det dynamiska synsättet.

Om valutaeffekterna skall redovisas i enlighet med det dynamiska synsättet krävs en skattning av effekter i form av exempelvis ökade försäljningsintäkter, såväl pris- som volymeffekter etc som emanerar från valutakursändringen. Osäkerheten gällande olika priselasticiteter är dock alldeles för stor för att man från redovisningsorganisationerna skall ställa krav på företagen på ett sådant innehåll i den externa redovisningen. I den interna redovisningen är en sådan analys däremot påkallad.

En redovisningsnorm baserad på det statiska synsättet bör upplysa om vilka effekter företaget har fått av valutakursändringen på kontrakt på såväl den kommersiella som på den finansiella sidan. Inte ens detta villkor är tillfredsställande uppfyllt i nuvarande interna eller externa redovisning. Vad som på den kommersiella sidan skall betecknas som valutaförlust med detta synsätt är avvikelser från den kalkylerade kursen vid kontraktstillfället och den faktiska kursen vid betalningstillfället. Som det är i dagsläget kommer endast avvikelser mellan kontrakterad och faktisk kurs till uttryck vad gäller de finansiella posterna. Vad gäller långa lån kommer dessutom dessa avvikelser genom periodiseringsförfaranden av olika slag att få starkt olikartade fördelningar från företag till företag för i stort sett identiska lån.

Strävar företaget med sin riskhantering att uppnå marknadsvärdestabilisering, blir självfallet kommunikationen med marknaden via exempelvis ordvalet i redovisningen av stor betydelse. Det företag som tar ett lån i en lågräntevaluta, och som bokför mellanskillnaden till räntan för ett motsvarande lån i svenska kronor under rubriken valutakursförlust, bibringar den externa analytikern onödigtvis ett intryck av mismanagement. Enligt den sk Fishers internationella effekt är det denna mellanskillnad som kan kallas kalkylerad kursändring och som sålunda bör ingå som ett element i den kalkylerade kapitalkostnaden.

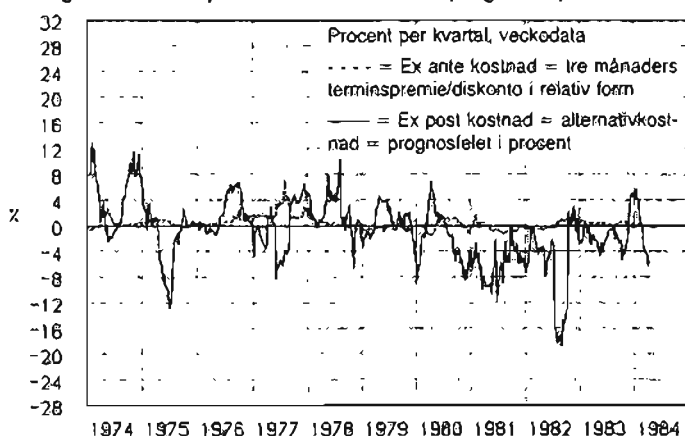
Med tanke på den asymmetri som föreligger i redovisningen av företagets kommersiella respektive finansiella valutaeffekter är det av ytterst stor betydelse att – åtminstone när företaget strävar efter marknadsvärdestabilisering – de redovisningsmassiga effekterna av varje beslut i riskprogrammet utvärderas. Undersökningen av de 19 största svenska multinationella företagen gav vid handen ett stort gap mellan de operativa enheterna och redovisningsenheterna i de flesta av företagen. Ett informationsgap som det finns stor anledning att fylla igen med det utvecklade systemet för riskhantering.

Utvärdering av programmet

Behovet av en systematisk uppföljning och utvärdering av programmet för hantering av företagets valutarisker är olika beroende på företagets storlek. Det lilla företaget har inte så stort behov av en uppföljning. För detta liksom för det stora företaget måste naturligtvis en uppdatering av ramarna för riskhanteringen ske med jämna mellanrum. Skillnaden gäller dock den löpande utvärderingen. Här gäller för det lilla företaget att räkna allt på ex ante basis. För det lilla företaget är det sålunda viktigt att beakta möjligheten att sälja risken. Om ett projekt ger en avkastning på 20% – men inklusive risk – och om man kan få en terminssäkring till 5%, återstår en på förhand riskfri, (åtminstone avseende valutarisken) avkastning på 15%. För detta företag är det ointressant att göra en uppföljning på alternativkostnadsbasis. Vad terminssäkring kostar på ex ante resp ex post basis exemplifieras i figur 3.

För det stora företaget däremot, som med sin stora kapitalbas har möjlighet att fånga upp mycket av svängningarna, gäller det att göra utvärderingen i alternativkostnadstermer. Här kan vi då tala om effektivitet. Har företaget fått en skälig minskning av variansen i resultatet i förhållande till de kostnader det haft för ändamålet? En utvärdering kommer säkert att öka i betydelse i takt med den tendens som finns att centrala finansfunktionerna skall göras till eget profitcentrum. I detta fall blir det av extra stort intresse att genomföra en uppföljning så att mekanismerna bakom den selektiva säkringen inte innehåller några systematiska felaktigheter. Beträffande de 19 undersökta svenska koncernerna kan sägas att endast två vid tidpunkten för undersökningen tillämpade någon form av systematisk uppföljning av riskhanteringen. Få företag vet storleken på det pris de totalt betalar för sin försäkring mot valutarisk. ■

Figur 3. Terminspremie/diskontot med prognosfel, SEK/USD



Källa: Oxelheim, L (1985), *International Financial Market Fluctuations*, John Wiley & Sons, London.

1) Risken mäts i termer av varianser. Det finns vidare en trade-off mellan förväntad avkastning och varians/risk. Vill man minska risken får man ofta betala ett pris i form av minskad förväntad avkastning. I detta pris ligger transaktionskostnader, informationskostnader etc. Isoleras vi valutarisken innebär det att vi dekomponerar variansen i något av företagets resultatmått på olika riskkallor.

2) Se exempelvis *Företagens utlandslån - Valuta- och redovisningsaspekter*, Liber förlag, Malmö 1981.

3) Modigliani, F och Miller, M (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48, April.

4) Se exempelvis Oxelheim, L (1985), *International Financial Market Fluctuations*, John Wiley & Sons, London.

5) Detta är på intet sätt odiskutabelt men tas vanligtvis som en utgångspunkt i teorin. Se exempelvis Adler, M och Dumas, B (1983), International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis, *Journal of Finance*, Vol 38, No 3, June.

6) Se Eliasson m fl (1984), *Hur styrs storföretag?*, Liber Förlag, Malmö.

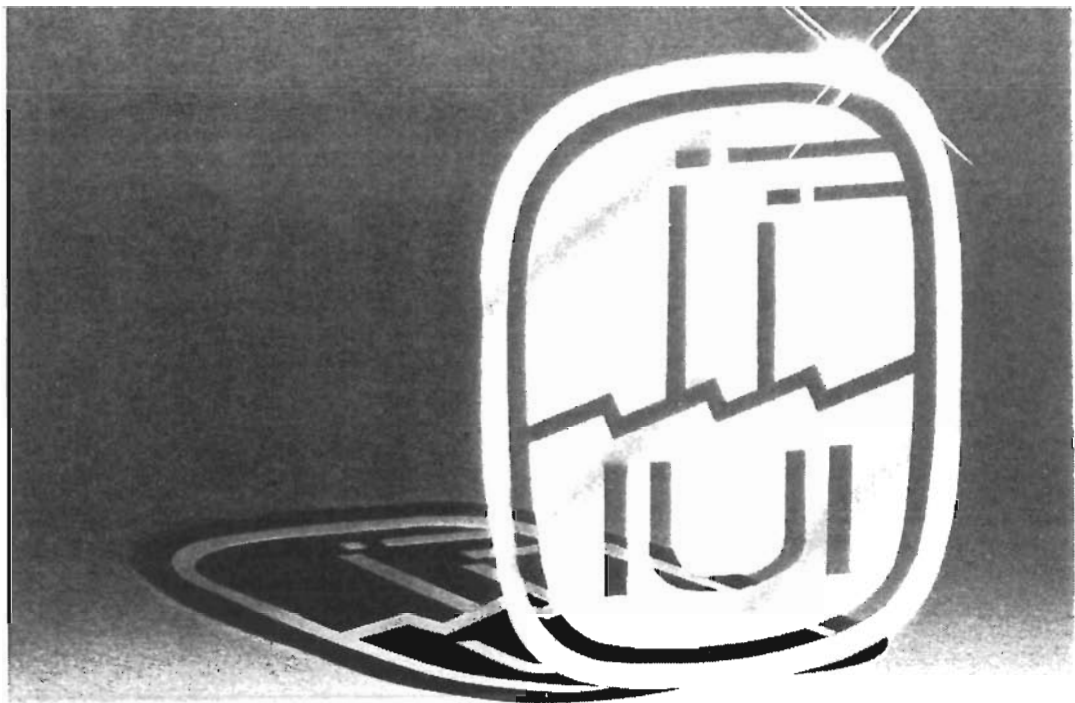
7) Jämför utvecklingen redovisad i Rodriguez, R (1980), *Foreign Exchange Management in US Multinationals*, Lexington Books och i Garner, K och Shapiro, A (1984), A Practical Method of Assessing Foreign Exchange Risk, *Midland Corporate Financial Journal*, Fall

8) Se exempelvis Meese, R och Rogoff, K (1983), Empirical exchange rate models of the seventies, *Journal of International Economics*, 14.

9) Se Oxelheim, L (1985), *International Financial Market Fluctuations*, John Wiley & Sons, London

10) Med eventuellt tillägg för driftparametrar.

11) Analysen avser variansen i tremånaders terminspremie/diskonto samt variansen i tremånaders procentuella avstakursförändringar för valutorna i den svenska korgen mot SEK. Resultaten är redovisade i Oxelheim, L (1985), *International Financial Market Fluctuations*, John Wiley & Sons, London



INDUSTRIENS UTREDNING SINSTITUT

Grevgatan 34, 114 53 STOCKHOLM Telefon 08-783 80 00

Utgivna publikationer

Fullständig förteckning över utgivna skrifter kan erhållas på begäran.

Publikationer på engelska

1984

Labor Mobility. Studies of Labor Turnover and Migration in the Swedish Labor Market. Bertil Holmlund. 279 pp.

Economic Growth in a Nordic Perspective. ETLA, IUI, IØI. 373 pp.

1983

Energy in Swedish Manufacturing. Joyce Dargay, Lars Hultkrantz, Leif Jansson, Stefan Lundgren, Tomas Nordström and Bengt-Christer Ysander (ed.). 260 pp.

Energy and Economic Adjustment. Lars Bergman, Karl-Göran Mäler, Tomas Nordström and Bengt-Christer Ysander (ed.). 247 pp.

Policy Making in a Disorderly World Economy. Gunnar Eliasson, Mark Sharefkin and Bengt-Christer Ysander (eds.). IUI Conference Reports 1983:1. 417 pp.

Publikationer på svenska

1985

De svenska storföretagen — en studie av internationaliserings konsekvenser för den svenska ekonomin. Gunnar Eliasson, Fredrik Bergholm, Eva Christina Horwitz och Lars Jagrén, 229 s.

1984

Hur styrs storföretag? En studie av informationshantering och organisation. Gunnar Eliasson, Harald Fries, Lars Jagrén och Lars Oxelheim. IUI, Liber. 242 s.

De utlandsetablerade företagen och den svenska ekonomin. Gunnar Eliasson. Forskningsrapport nr 26. 69 s.

Produktivitetsutvecklingen i industrin i olika OECD-länder 1953–1980. Yngve Åberg. Forskningsrapport nr 25. 129 s.

1983

Datakommunikation i företag. Tomas Pousette. Forskningsrapport nr 24. 98 s.

OIII — Organisation, kostnader och säkerhet. En studie av produktivitetsutvecklingen i ett stort anläggningsprojekt. Lars Jagrén. Forskningsrapport nr 23. 86 s.

Den eltunga industrins långsiktiga utveckling. Bo Carlsson och Enrico Deiacco. Forskningsrapport nr 22. 176 s.

Skatter, löner och räntor. Göran Normann. Forskningsrapport nr 21. 121 s.

Skatt på bolagskapital. Sverige i jämförelse med Storbritannien, USA och Västtyskland. Jan Södersten och Thomas Lindberg. Forskningsrapport nr 20. 107 s.

ISSN 0443-0409

ISBN 91-7204-241-9