

Valutasikring i norske selskaper

Øystein G. Børsum og Bernt Arne Ødegaard¹

Siste års svingninger i verdens valutamarkeder har igjen vist at mange norske bedrifter er følsomme for endringer i valutakurs, både i positiv og negativ retning. Et naturlig spørsmål er hvordan bedrifter kan beskytte seg mot slike svingninger, og hva norske foretak faktisk gjør for å sikre seg. I denne artikkelen oppsummeres resultatene av en større spørreundersøkelse gjennomført av Norges Bank sommeren 2004. Undersøkelsen var fokusert på bruk av valutaderivater, men stilte også mer generelle spørsmål rundt sikring.

Artikkelen innleder med en kort gjennomgang av hva valutarisiko er, de aktuelle instrumentene for risikostyring, noen kommentarer til teorien rundt selskapers bruk av derivater og en oversikt over internasjonal empiri på området, før vi tar for oss de viktigste resultatene i den norske undersøkelsen.

1 Valutarisiko

Denne artikkelen tar for seg valutarisiko og valutaeksponering. Et selskap er utsatt for valutarisiko dersom dets verdi påvirkes av svingninger i en eller flere valutakurser. Denne påvirkningen kan være både direkte og indirekte. De opplagte kilder til direkte påvirkning er priser på import og eksport. En eksportør som priser i dollar, vil med en gang merke fallet i de norske inntektene når dollarkursen faller. En importør som kjøper i dollar, vil få reduserte innkjøpskostnader. Dette er eksempler på direkte påvirkning på bunnlinjen av fallet i dollar. Men det er ikke bare slike direkte effekter som er relevante. Vel så ofte er det mer indirekte kanaler for virkningene av endringer i valutakurs. Ta som eksempel en norsk produsent av komfyrer, hvis viktigste råvarer er norske, som bruker norsk arbeidskraft, og som selger all produksjonen i Norge. I utgangspunktet kan denne produsenten virke isolert fra effekter av endringer i valutakurs. Men hva om den viktigste konkurrenten er svensk, og den svenske kronen faller relativt til den norske? Svenske komfyrer blir billigere i Norge, og den norske produsenten får forverret sin konkurransesituasjon. Dette er et typisk eksempel på en indirekte påvirkning. Et annet eksempel er strømproduksjon. Norske vannkraftverk konkurrerer med oljefyrete kraftverk på kontinentet. Selv med en konstant oljepris, siden oljen noteres i dollar, vil den utenlandske kraften bli billigere dersom dollarkursen faller. Ut i fra slike betraktninger kan vi konkludere at med unntak av enkelte skjermede sektorer, vil de fleste selskap i Norge potensielt være følsomme for endringer i valutakurs.

For å måle i hvor stor grad et selskap er påvirket av valutarisiko har en innført begrepet eksponering. Et selskaps eksponering er hvor mye selskapets verdi endres som en følge av en endring i valutakurs.

Endring i selskapsverdi = Eksponering x Endring i valutakurs.

Siden selskapets verdi i prinsippet er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, kan en også operasjonalisere eksponering gjennom å se på endringer i kontantstrømmer.

Endring i kontantstrømmer = Eksponering x Endring i valutakurs.

Empirisk estimering av eksponering er vanskelig. To angrepsmåter er vanlige.² En metode består i å dele opp selskapets kontantstrøm i dets komponenter, finne hver komponents eksponering, og så aggregere dette til et uttrykk for selskapets eksponering. For gitte kvanta vil eksponering enkelt kunne anslås gjennom å multiplisere med endring i valutakurs. Uheldigvis er det vanlig at også kvanta endres som en følge av valutakursendring, for eksempel hvis konkurrentenes priser endres.

En annen metode er mer indirekte. En ser på selskapets børsverdi, og bruker historiske børskursdata sammen med historisk valutakursutvikling til å estimere i hvor stor grad børsverdier endres som følge av valutaendringer. Fordelen med denne metoden er at den stiller mye mindre krav til tilgjengelige data. Problemet er at det er knyttet mye større usikkerhet til denne metoden, siden den estimeres fra markedsdata som kan ha mange påvirkningsfaktorer i tillegg til valuta.

Man kan dele inn eksponering på forskjellige måter. For denne artikkelens formål nøyer vi oss med en grov gruppering av eksponering etter tidshorisont: kort eller lang sikt.³ Det er klart enklere å anslå eksponering på kort enn på lang sikt. Den kortsiktige risikoen er vanligvis lett å identifisere, den er knyttet til allerede igangsatte transaksjoner. For gitte priser og kvanta er ekspone-

¹ Børsum var da artikkelen ble skrevet, konsulent i Område for finansiell stabilitet i Norges Bank. Han er nå i Finansdepartementet. Ødegaard er førsteamanuensis ved Handelshøyskolen BI og har en deltidstilling i forskningsavdelingen i Norges Bank. Vi er takknemlige for kommentarer fra Sindre Weme og Gunnvald Grønvik.

² Estimering av foretaks eksponering er et standard problem i lærebøker i internasjonal finans, som Korsvold (2000), Sercu og Uppal (1995) og Stulz (2003)

³ En alternativ inndeling, som fokuserer mer på kilden til eksponering, er regnskapsmessig eksponering, transaksjonseksponering eller strategisk/langsiktig eksponering. Regnskapsmessig eksponering omfatter alle poster i resultatregnskapet eller på balansen som påvirkes av endringer i valutakursen. Transaksjonseksponering ser på inn- og utbetalinger, dvs. kontantstrømmer som påvirkes av valutakursen.

ring proporsjonal med endringen i valutakurs. På lengre sikt er det flere variable som kan endres, og som en har varierende grad av kontroll over. Pris og kvantum, både på innsattssiden og salgssiden, kan variere. Den langsiktige eksponeringen er derfor vanskeligst å estimere, men er trolig den viktigste. Denne typen langsiktig eksponering kalles ofte strategisk eksponering.

Et begrep som er viktig i en diskusjon av måling av eksponering, er såkalt «naturlig sikring». Dette brukes om situasjoner der inntekter og utgifter er i samme valuta. Et norsk shippingselskap som opererer i et internasjonalt marked, vil stort sett ha både inntekter og utgifter i dollar. Den eneste valutaeksponeringen i dette tilfellet er hvis overskuddet skal tas ut i norske kroner. Slike naturlige sikringer er viktige å ta hensyn til når en måler eksponering. Det er nettoen av inntekter og kostnader i samme valuta som er relevant for eksponeringen. Selskapet kan i en del tilfeller påvirke graden av naturlig sikring, for eksempel ved å kjøpe innsatsfaktorer i valuta i stedet for i norske kroner.

I tilfeller hvor en ikke har slik naturlig sikring, er det mulig å endre eksponeringen gjennom kjøp av finansielle derivater. Vi går kort gjennom de aktuelle instrumentene.

2 Instrumenter for valutarisikostyring

Valutaderivatmarkedene har en lang historie, og er et av de mest aktive finansielle derivatmarkedene. I derivatmarkedene er de viktigste instrumentene for risikostyring terminkontrakter, byttekontrakter og opsjoner. En standard terminkontrakt, eller en forward, binder den fremtidige valutakursen til en gitt verdi, terminkursen. En forwardkontrakt inngås til å gjelde på en avtalt fremtidig dato og for et avtalt kvantum valuta. I gruppen terminkontrakter inngår også valutabyttehandler (valutaswapper). En byttekontrakt er nært beslektet med en forward. I begge tilfeller bindes fremtidige kontantstrømmer, men rent formelt «bytter» to parter kontantstrømmer i en byttekontrakt. Slektskapet med terminkontrakter ses enklest ved å observere at en byttekontrakt er ekvivalent til en (nærmere spesifisert) portefølje av forwardkontrakter. Det mest avanserte risikostyringsinstrumentet er opsjonen. Opsjonen er også en kontrakt som garanterer en gitt valutakurs på et framtidig tidspunkt for en avtalt mengde valuta, men ved en opsjon har opsjonsinnehaveren et valg om opsjonen skal brukes eller ikke. Opsjoner er således asymmetriske instrumenter, de kan brukes til å sikre mot negative utfall, men gir samtidig anledning til å være med på positive utfall. Denne fleksibiliteten reflekteres i opsjonspremien.

Det er de tradisjonelle instrumentene som brukes mest, noe som den seneste undersøkelsen om derivatbruk fra Bank for International Settlements (BIS, 2004) viser. Tabell 1 oppsummerer tall for daglig omsetning i verdens valutamarkeder fordelt på type transaksjoner.

Tabell 1 Omsetning i valutamarkedene fordelt på type transaksjoner. Gjennomsnitt pr. dag. Milliarder USD

	Verden		Norge	
	April 1995	April 2004	April 1995	April 2004
Spot-transaksjoner	494	621	3,4	2,7
Valutaderivater				
- Valutaterminer	647	1173	4,2	11,7
- Opsjoner	41	117	46*	49*
- Annet	2	1		

*Tall i millioner USD.

Tabellen illustrerer omsetningen i verdens valutamarkeder. Tallene er gjennomsnitt av daglig omsetning i april måned i milliarder USD, og er hentet fra BIS-undersøkelsen "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004". Tallene for Norge er fra Norges Bank.

Som tabellen viser, er det valutaterminer som er det mest omsatte instrumentet. Under dette begrepet inngår det forskjellige typer kontrakter, ekte terminer og byttekontrakter. Internasjonalt ser vi en vesentlig økning i bruk av valutaopsjoner. Dette reflekteres ikke i tallene for Norge, men det kan skyldes tekniske forhold som at opsjonskontraktene inngås med motparter som ikke rapporterer til Norges Bank. I tillegg til disse instrumentene omsettes det kombinasjoner av derivater som går inn i gruppen «andre» i tabell 1.⁴

Felles for nesten alle finansielle valutakontrakter er at det ikke er kontrakter som handles på en børs. Det er bilaterale kontrakter mellom to motparter, hvor som oftest store banker er inne enten som meglere eller som en av partene i avtalen.

For denne artikkelens formål er vi ikke interessert i hvordan derivatinstrumentene prises, vi nøyer oss med å observere at så aktive markeder som verdens valutamarkeder vil være svært nær frikonkurranse, slik at prisen for en sikringstransaksjon vil være nær transaksjonens «fair value.»

3 Selskapers styring av valutarisiko

Vi vil nå se på selskapers muligheter og motiver for sikring av valutarisiko. Loderer and Pichler (2000) gir en nyttig inndeling i fire alternative strategier selskaper kan ha i forhold til valutarisiko.

- Unngå risiko. For eksempel ved å fakturere i hjemmevaluta, eller unngå handler som utsetter selskapet for valutarisiko. Det siste er vanskelig i en så åpen økonomi som den norske.
- Redusere risiko for tap. En norsk eksportør som eksporterer til EU kan for eksempel flytte produksjon inn i eurosone. Dette er ikke det samme som å unngå risiko, siden overskuddet er utsatt for risiko når det tilbakeføres til Norge.
- Flytte risiko til andre. Her kan en skille mellom tre strategier:
 - Sikre, for eksempel ved en forwardkontrakt.
 - Forsikre, for eksempel ved en valutaopsjon.

⁴ For flere detaljer om derivatmarkeder vises det til *Norges Banks skriftserie* nr 24: Norske finansmarkeder - pengepolitikk og finansiell stabilitet. Undersøkelsen av valuta- og derivatmarkedene er oppsummert av Wettre og Borgersen (2005).

- Diversifisere, ved å spre valutarisikoen på flere valutaer.
- Velge å ta risiko. Det er en rasjonell beslutning å velge å ta risiko så lenge en har vurdert risikoen som akseptabel.

Denne listen sier hvilke muligheter det er for å endre på den risiko som et selskap er utsatt for, men det sier ikke noe om mulige motiver for selskapet når det foretar et slikt valg. Svært mange vil forstå begrepet sikring som ensbetydende med fjerning av all risiko eller usikkerhet. Dette er ikke riktig. En viktig lærdom fra finanst teori er at for å få en avkastning som overstiger risikofri rente, må en ta risiko. Sikring er dermed et spørsmål om å velge hvilken risiko en er villig til å ta.

La oss starte fra et teoretisk ståsted, og se på motiver for selskapers risikostyring generelt. Det kan kanskje virke overraskende, men i utgangspunktet sier finanst teoretikere at et selskaps risikostyring ikke har noen virkning på selskapets verdi. Ett argument for dette er at selskapets eiere ikke er villige til å betale for noe de kan gjøre selv. Hvis selskapets eiere ønsker sikring mot valutakursrisiko kan de gjøre dette selv, og vil ikke belønne selskapet for å gjøre det. En annen måte å se samme argument på, er følgende: Ved inngåelsen av en sikringsforretning har transaksjonen nåverdi null for begge parter. Inngåelsen av en kontrakt med nåverdi null skal ikke endre et selskaps verdi.

I en teoretisk ramme er det nødvendig å ta hensyn til imperfeksjoner i kapitalmarkedene for at risikostyring skal ha verdi. Et standard argument knyttes til konkursskostnader, og mer generelt, finansielle krisekostnader. Dersom det er en reell fare for at et selskap går konkurs, vil det påføres økte kostnader. Leverandører vil tilby dårligere betingelser, banker vil forlange høyere rente på finansiering, osv. Sikring kan brukes til å unngå negative utfall som ville medført konkurs. Et kjent norsk eksempel er Saga Petroleum's salg av olje på termin for en del år siden. På et tidspunkt da oljeprisen var på vei ned mot 10 dollar, inngikk Saga terminkontrakter som bandt deres salgspris. Ettersom oljeprisen straks etter snudde og ikke har vært i nærheten av 10 dollar siden, var dette en transaksjon med tap sett i ettertid. Men dette må ses i sammenheng med den daværende situasjon for selskapet. Da kontrakten ble inngått, var oljeprisen så lav at dersom den hadde falt med bare en halv dollar til, ville Saga sannsynligvis vært konkurs. Ved å binde oljeprisen oppnådde de en garanti mot dette svært negative utfallet. At terminkontrakten også fjernet muligheten for gevinst hvis oljeprisen steg igjen, var av mindre betydning i den akutte situasjonen.

Sikring kan også ha sammenheng med skattespørsmål. En progressiv selskapskatt vil medføre at en foretrekker minst mulig variabilitet i resultater. Sikring kan brukes for å oppnå dette. Denne effekten tror man imidlertid ikke er særlig viktig.

Viktigere er de potensielle kostnadene for et selskap ved å hente inn ny kapital for å gjennomføre investeringer. Det er alltid billigere for et selskap å finansiere investeringer med tilbakeholdt overskudd enn ved å hente inn ny egenkapital eller ny gjeld. Bruk av finansielle instrumenter for sikring av kontantstrømmer tillater selskaper å budsjettere bedre, og senker sannsynligheten for å måtte hente inn dyr kapital.

Argumentene ovenfor gjelder for store selskaper, med veldiversifiserte eiere, der hver eiers posisjon i et selskap er en liten del av eierens totalportefølje. Dette vil ofte være tilfelle for børsnoterte selskaper. For små, ikke børsnoterte selskaper, virker dette perspektivet noe feil. I slike selskaper, hvor lederen og eieren ofte er samme person, er eieren tvert imot altfor lite diversifisert. I slike tilfeller vil eierens risikoaversjon medføre at han (eller hun) ønsker at selskapet styrer risiko, også usystematisk risiko.

Hovedkonklusjonen er at risikostyring i seg selv neppe kan være drivende for verdier i selskaper, så lenge de risikoene som en sikrer mot, er usystematiske. Svingninger i valuta er likevel en noe spesiell risikokilde, ettersom valuta er relatert til et lands makroøkonomi. Valutaendringer vil derfor ha effekter som er mer vidtrekkende, og mer tilbøyelige til å være systematiske. For å forstå hva vi mener med systematiske risikoer, kan det være nyttig å tenke på hvordan kapitalmarkedet priser selskaper, for eksempel gjennom kapitalverdimodellen (CAPM). Den eneste risikoen som er relevant for prising, er kovariansen mellom selskapets kontantstrøm og markedet. Hvis valutakursen samtidig påvirker et selskaps kontantstrøm og makroøkonomien (altså markedet), vil valutaendringen reflekteres i selskapets beta-verdi. Valutasvingninger er en kilde til systematisk risiko, og derfor relevant for hvordan selskapet prises. Selskapets eiere bør derfor være mer åpne for at risikostyring av valutarisiko er relevant.

4 Internasjonal empiri av selskapers bruk av valutaderivater

Våre kunnskaper om selskapers bruk av derivater skriver seg først og fremst fra akademiske undersøkelser. Vi kan dele disse undersøkelsene inn i to typer, etter hvordan de er gjennomført.

Den ene typen baserer seg på offentlig tilgjengelige data om selskapers derivatbruk, dvs. fra årsrapporter. Slike undersøkelser tar for seg et stort utvalg av selskaper og får data for hele utvalget. Det er altså ingen utvalgsskjevhet. Problemet er mangelen på relevant informasjon i årsrapportene. Inntil ganske nylig hadde regnskapsstandarder lite å si om hvordan sikringsforretninger skulle rapporteres. Rapportering ble i beste fall gjort i noter til regnskapet. Data blir derfor redusert til temmelig grove mål, som for eksempel om selskaper bruker derivater, og hvilke typer risiko som sikres

(hovedsakelig valuta-, rente- eller råvarerisiko). Den mest interessante undersøkelsen av denne typen på valuta er Géczy m.fl. (1997).

Denne typen empiri er komplettert med undersøkelser basert på spørreskjemaer i en eller annen form. Det har den fordelen at en kan stille mer kvalitative spørsmål, som for eksempel motiver for sikring. Det er også mulig å hente inn mer detaljerte data fra andre kilder og kombinere med resultatene fra spørreundersøkelsen. Spørreundersøkelser er dog basert på frivillighet fra deltagernes side, som kan medføre systematiske skjevheter i utvalget. Den mest refererte undersøkelsen av denne typen er Bodnar m.fl. (1996, 1998)

De nevnte undersøkelsene ser på amerikanske eller multinasjonale bedrifter. Lignende undersøkelser er også gjort for andre land. Av spesiell interesse er undersøkelser for land det er naturlig å sammenligne oss med, som Sverige (Alkebäck og Hagelin, 1999), Finland (Hakkarainen m.fl. 1998), Belgia (DeCeuster m.fl. 2000), Nederland (Bodnar m.fl. 2002) og Tyskland (Bodnar og Gebhart 1999). I Bartram o.a. (2003) foretas en internasjonal sammenligning av slike undersøkelser.

Oppsummert viser de nevnte undersøkelsene at derivatbruken blant selskaper er høy. Andelen selskaper som bruker derivater ligger mellom 40% og 60%, med små variasjoner mellom land. Den risikotypen som sikres oftest er valuta, med rente som nummer to. Valutarisiko sikres i mindre grad i USA enn i andre land. Dette reflekterer den relativt mindre rolle som eksport og import har i den amerikanske økonomien. Et annet faktum er at det er de største selskapene som sikrer mest. Den vanligste nevnte forklaringen på dette er skalafordeler. Sikringsinstrumentene er relativt avanserte, slik at det er en kunnskapsterskel som må overvinnes før bruk av slike instrumenter er aktuelt. Det er kun i selskaper over en viss størrelse at ledelsen kan avse tid til å sette seg inn i de aktuelle sikringsmulighetene.

Nevnes bør også Loderer and Pichler (2000), en spørreundersøkelse som går mer direkte på selskapers vurdering av valutarisiko, og ikke generelt på derivatbruk. Undersøkelsen er gjennomført på sveitsiske multinasjonale selskaper. Hovedkonklusjonen i denne undersøkelsen er at selskaper har en lite aktiv vurdering av den valutarisiko de er utsatt for, og i stor grad baserer seg på naturlig sikring av valutarisiko, gjennom prising i lokal valuta og lignende.

Det må understrekes at vi har diskutert undersøkelser som ser på dette fra brukersiden, det vil si hvorfor selskaper bruker sikringsinstrumenter og derivater. Det finnes også mye statistikk fra derivatmarkedene om omsetning, fordeling på instrumenter og totalvolum. Den nevnte undersøkelsen fra BIS (2004) er et godt eksempel på undersøkelser av denne typen. Denne typen data vil imidlertid ikke kunne si noe om sluttbrukernes individuelle sikringspraksis.

5 Den norske undersøkelsen av norske selskaps valutasikringspraksis

Norges Bank foretok sommeren 2004 en større spørreundersøkelse av norske selskaps valutasikringspraksis. Spørreskjema ble sendt til norske ikke-finansielle selskaper, utvalgt fra sektorer med valutaeksponering. Finansielle selskaper er utelatt, siden disse er vel så mye tilbydere som etterspørere av sikringsprodukter. For å få med de største selskapene innenfor hver sektor ble undersøkelsen sendt til 125 selskap notert på Oslo Børs. De øvrige selskapene innenfor hver kategori ble plukket ut gjennom et tilfeldig utvalg.

Tabell 2. Oversikt over utvalget

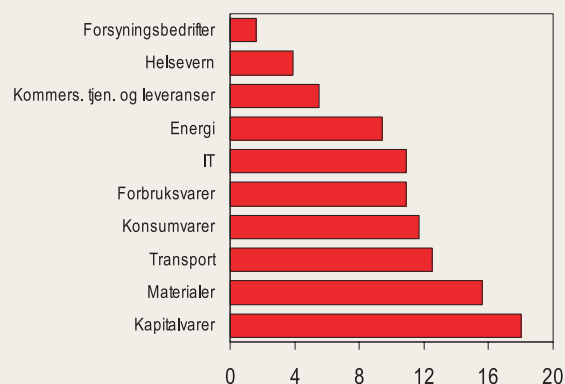
Type foretak	Børsnoterte foretak	Randomisert utvalg	Samlet
Antall skjema sendt ut	125	455	580
Andel av alle	22 %	78 %	100 %
Antall svar mottatt	61	153	214
Svargrad	49 %	34 %	37 %
Antall respondenter uten valutaeksponering	5	41	46
Antall besvarelser tatt ut av andre grunner*	5	35	40
Antall besvarelser som ligger til grunn for analysene	51	77	128
Andel av alle	40 %	60 %	100 %

* Del av konsernstruktur, ufullstendig eller inkonsistent besvarelse

Tabell 2 oppsummerer responsen på spørreskjemaet. 37 prosent av skjemaene ble returnert. Selv om dette kan virke som et lite tall, er dette faktisk en høyere svarprosent enn vanlig i de internasjonale undersøkelsene vi sammenligner oss med, hvor svarprosenten typisk ligger mellom 20 og 25 prosent.

Det er også verdt å notere seg at store selskaper svarte i større grad enn små selskaper. Hvis større selskaper har et mer aktivt forhold til valutarisiko, kan dette gi en skjev-

Figur 1 Sektorfordeling for utvalget. Prosent



Fordeling av selskaper som har besvart undersøkelsen, gruppert etter GICS-standarden for sektorfordeling. Tallene er prosentandelen selskaper i de forskjellige bransjene.

het i utvalget. Figur 1 viser sektorfordelingen av de besvarende selskapene. De vesentlige sektorene i forhold til valutaspørsmål er godt representert.

5.1 Oppfatter selskapene seg som eksponerte?

I undersøkelsen ble selskapene bedt om å angi andeler av inntekter og kostnader i valuta. Differansen mellom inntekter og kostnader i valuta (netto valutainntekter) utgjør selskapets netto valutaeksponering før eventuell bruk av valutaderivater, gitt at valutainntektene og valutakostnadene er i samme valuta eller i valutaer med høy korrelasjon. Undersøkelsen forteller ikke hvilke ulike valutaer selskapene er eksponert mot, og vi forutsetter her at netto valutainntekter kan brukes som et anslag på netto valutaeksponering. Dersom et selskap bruker naturlige sikringsteknikker i stor grad, vil vi forvente samsvar mellom inntekter og kostnader i valuta. Figur 2 viser hvor stor andel av selskapene som har ulike kombinasjoner av inntekter og kostnader i valuta.

For å sette tallene i perspektiv er det nyttig å sammenligne med nasjonalregnskapet. I 2003 var eksport 43 prosent og import 28 prosent av BNP. Størsteparten av selskapene i undersøkelsen svarer at andelen av både inntekter og kostnader i valuta er mindre enn 25 prosent. En mulig forklaring på denne forskjellen er at eksport av olje er konsentrert i noen få av de største selskapene, slik at gjennomsnittsselskapet i undersøkelsen har lavere import/eksport-tall.

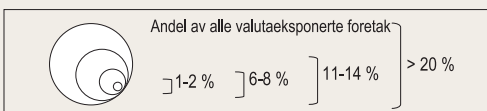
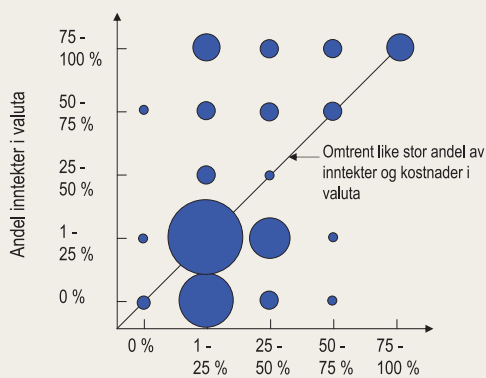
Vi ser at den største gruppen av selskap har en relativt lav andel av både inntekter og kostnader i valuta. Generelt vil nettoeksponeringen være begrenset for alle selskap med omtrent like stor andel av inntekter og kostnader i valuta. Dette er situasjonen for over en tredjedel av selskapene i undersøkelsen. Dette indikerer en relativt høy grad av naturlig sikring.

Nede til høyre i figuren finner vi selskap med større andel kostnader enn inntekter i valuta (netto valutakostnader). I denne kategorien er det en tydelig overvekt av selskap som selger forbruksvarer og av selskap som bruker importerte kapitalvarer som innsatsfaktor. For denne gruppen vil endringer i valutakursen ha moderat effekt på totalkostnadene. Blant selskapene som ikke har inntekter i valuta, er det få som har en høy andel kostnader i valuta. Dette reflekterer antagelig at kostnader som påløper i Norge, som for eksempel lønn, lokaleie og distribusjon, utgjør en vesentlig andel av de samlede kostnadene til slike selskap. De fleste selskapene med stor nettoeksponering er selskap med større inntekter enn kostnader i valuta (netto valutainntekter). Disse selskapene finner vi oppe til venstre i figuren. I denne kategorien er det en sterk overvekt av energi-, industri- og fiskeselskap. En viktig årsak til dette kan være at naturlige sikringsteknikker ikke er tilgjengelige i tilstrekkelig grad for disse selskapene, fordi de baserer seg på utnyttelse av spesifikke norske råvarer.

I tillegg til tall for inntekter og kostnader ble selskapene også spurt om hvor utsatt balansepostene er for valutasingninger. Figur 3 viser at fordelingen av eiendeler og gjeld i valuta er mye mindre spredt enn fordelingen av inntekter og kostnader i valuta. To tredjedeler av de valutaeksponerte selskapene har liten eller ingen andel av eiendeler og gjeld i valuta. Bare 16 prosent av selskapene har mer enn halvparten av eiendelene i valuta. I denne kategorien finner vi sterk overvekt av rederier og selskap i energisektoren, og de fleste selskapene er store, børsnoterte selskap. Konsentrasjonen av eiendeler i kroner viser at norske selskap fortsatt i hovedsak har sin virksomhet i Norge. Internasjonaliseringen av selskapene foregår fortsatt i større grad gjennom handel med utlandet enn gjennom lokalisering i utlandet.

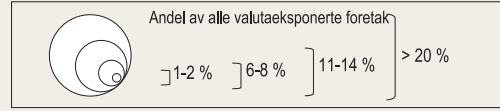
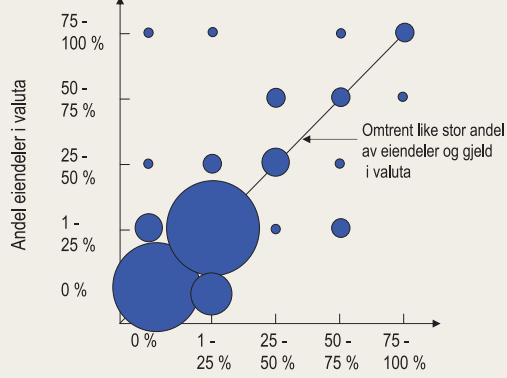
Generelt er det høy grad av samsvar mellom andelen

Figur 2 Andel inntekter og kostnader i valuta. Prosent



Prosentandel selskaper med inntekter og kostnader i valuta i samme intervall. Større sirkler angir en høyere andel av alle selskapene.

Figur 3 Valutaandeler av eiendeler og gjeld. Prosent



Prosentandel selskaper med eiendeler og gjeld i valuta i samme intervall. Større sirkler angir en høyere andel av alle selskapene.

eiendeler og andelen gjeld i valuta. Det er svært få selskap som har en stor andel eiendeler i valuta samtidig som de har en liten andel gjeld i valuta (oppe til venstre i figuren) eller motsatt (nede til høyre i figuren). Dette tyder på at selskapene legger vekt på naturlig sikring av eiendeler og gjeld. Samtidig er det en del selskap som har en begrenset netto eksponering av eiendeler og gjeld i valuta. En årsak til dette kan være at selskapet forsøker å bruke valutagjeld til å øke sine kostnader i valuta, og dermed bidra til naturlig sikring av selskapets inntekter i valuta, til tross for at selskapet dermed tar på seg balanserisiko. Figur 3 kan tolkes som at selskapene aksepterer noe, men ikke for mye balanserisiko. En av årsakene til dette er antagelig at det er lett å påvirke sammensetningen av gjeld ved for eksempel å erstatte et lån i norske kroner med et lån i valuta.

Etter at et selskap har benyttet de ønskelige naturlige sikringsteknikkene, sitter det igjen med en netto valutainntekter i form av netto valutainntekter og netto eiendeler i valuta. Dersom selskapet ønsker å endre denne eksponeringen, må det gjøres ved hjelp av valuta-derivater.

5.2 Hvordan og hvor mye sikrer norske selskap?

Figur 4 viser at så mange som 91 prosent av selskapene oppgir at de benytter én eller flere former for valutasikring. De ulike formene for valutasikring omfatter både bruk av valutaderivater, naturlige sikringsteknikker, fakturering i norske kroner, utflytting og annet. Bruk av valutaderivater er den hyppigst brukte formen for sikring. 61 prosent av selskapene benytter derivater. Naturlige sikringsteknikker er også meget utbredt. 43 prosent av selskapene benytter slike teknikker. En form for naturlig sikring er å kjøpe innsatsfaktorer i samme valuta som produktet faktureres i. På denne måten svinger både inntekter og kostnader med valutakursendring-

er, og svingningene motveier hverandre helt eller delvis. En annen form for naturlig sikring er å ta opp lån i samme valuta som selskapet har eiendeler i. På denne måten vil eventuelle valutakursjusteringer av poster på selskapets balanse motveie hverandre slik at nettoeffekten på resultatregnskapet reduseres. 31 prosent av selskapene sikrer seg mot kurssvingninger ved å fakturere utenlandske kunder helt eller delvis i norske kroner. En annen måte å sikre seg mot kurssvingninger er å flytte deler av virksomheten til utlandet. Ni prosent av selskapene oppgir at de har gjennomført eller planlegger å gjennomføre slike tiltak. Merk at også andre forhold enn valutasikring, som f.eks. det norske lønnsnivået eller ønske om nærhet til markedet, har betydning når et selskap vurderer utflytting.

Ytterligere informasjon får man ved å se på graden av sikring. Figur 5 viser i hvilken grad selskapene sikrer netto valutainntekter. 36 prosent av selskapene som har besvart dette spørsmålet, sikrer ikke netto valutainntekter. 47 prosent sikrer et sted mellom 1 og 75 prosent av netto valutainntekter, mens kun 17 prosent sikrer opp mot 100 prosent av eksponeringen. Dette viser at selv om en stor andel av selskapene bruker valutasikring, så er sikringen partiell. Formålet med sikring ser ut til å være å redusere – ikke eliminere – valutarisiko.

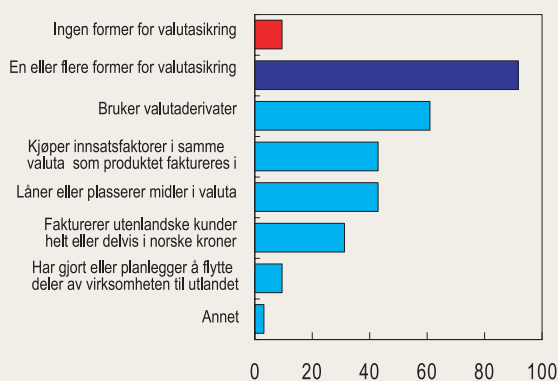
Figur 6 viser i hvilken grad selskapene sikrer netto eiendeler i valuta. Her er bildet tydeligere: Hele 64 prosent sikrer ikke netto eiendeler i valuta. Dette stemmer godt overens med en stor grad av naturlig sikring av eiendeler og gjeld i valuta.

5.3 Bruk av valutaderivater i norske selskap

Selskap bruker typisk derivater til å sikre en kontrakt-festet eller forventet transaksjon. Figur 7 viser bruken av ulike typer derivater fordelt på sikringsformål. Omfanget av opsjoner er fortsatt betydelig mindre enn valutaterminer, men dette markedet er i vekst.

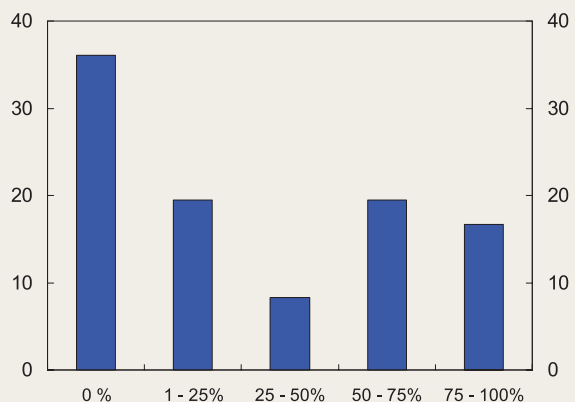
Noen formål sikres i større grad enn andre. Balansen

Figur 4 Former for valutasikring. Prosent



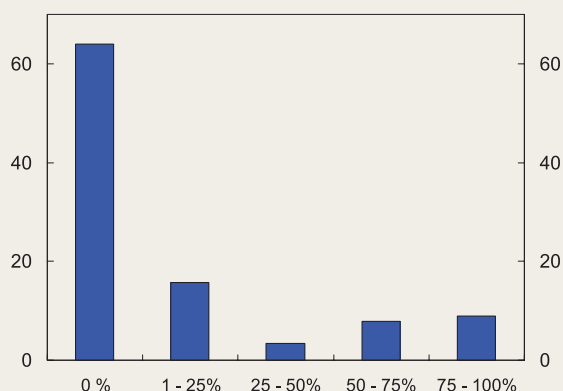
Prosentandel respondenter som bruker forskjellige valutasikringsteknikker. Andelen i figuren summerer seg til mer enn de 91 prosentene som benytter valutasikring, ettersom flere selskaper bruker flere former for sikring parallelt.

Figur 5 Andel av netto valutainntekter som er sikret. Andel respondenter¹. Prosent



¹ Totalt 72 respondenter har besvart dette spørsmålet.

Figur 6 Andel av netto eiendeler i valuta som er sikret. Andel respondenter¹. Prosent



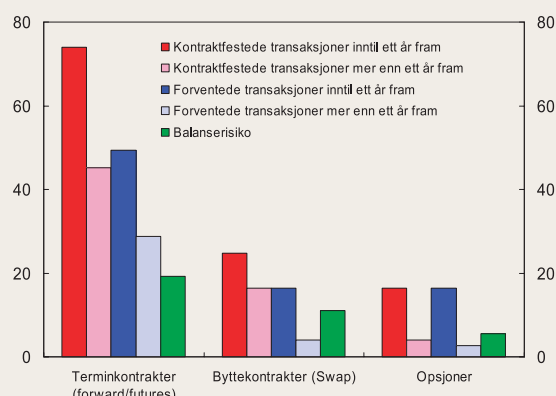
¹ Totalt 89 respondenter har besvart dette spørsmålet.

sikres i mindre grad enn transaksjoner. En sentral observasjon er at derivatbruken øker når eksponeringen er kontraktfestet og forfaller på kort sikt (inntil ett år fram). Intuitivt ønsker selskapene å vite hvilken valutaeksponering de faktisk har før de valutasikrer. Hvis ikke, kan de risikere at sikringen (for eksempel en terminkontrakt) gir dem økt eksponering i stedet for å sikre en underliggende eksponering. Dette trekker i retning av at selskapene foretrekker å sikre kontraktfestet framfor forventet eksponering. Det fører også til en preferanse for kortsiktighet, fordi selskapet som regel vil ha bedre oversikt over eksponeringen på kort enn på lang sikt. Ulike forhold, som for eksempel graden av usikkerhet knyttet til kundeforhold, kan ha stor betydning for selskapets valg av horisont.

Figur 8 viser at andelen selskap som bruker valutaderivater øker med størrelsen på selskapene. Dette resultatet er det samme som en ser i all internasjonal empiri. En ofte nevnt forklaring på dette er eksistensen av skalafordelelser når det gjelder derivatbruk. Det er i denne forbindelse interessant å merke seg at mellomstore og små selskap oppgir å fakturere utenlandske kunder i norske kroner i betydelig større grad enn store selskap. På denne måten ser de mindre selskapene ut til å tilpasse seg skalaulempene ved å overføre valutarisikoen til sine handelspartnere.

En annen faktor som ser ut til å påvirke derivatbruk, er netto valutaeksponering. I figur 8 er selskapene delt inn i tre kategorier basert på deres netto valutaeksponering. Figuren viser at selskap med netto valutainntekter bruker valutaderivater i større grad enn andre selskap. Selv når man kontrollerer for størrelse er denne forskjellen betydelig⁵. For selskap med netto valutainntekter øker også sikringsgraden med graden av nettoeksponering. Det betyr at jo større netto valutainntekter selskapet har, jo større er tilbøyeligheten til å bruke derivater, og jo større er andelen av netto valutainntekter som sikres. Disse selskapene begrenser effekten av kurssvingninger

Figur 7 Fordeling derivatbruk og formål. Prosent

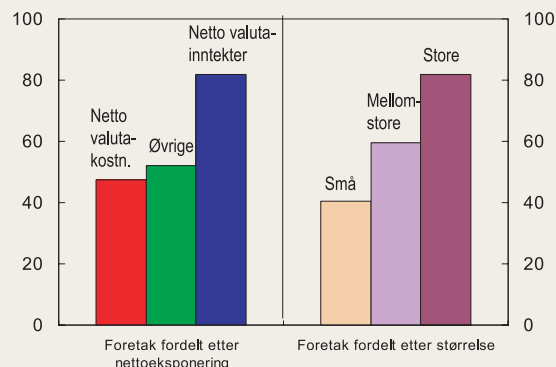


Prosentandel av alle derivatbrukere som bruker ulike derivater, fordelt på type underliggende risiko.

på en intuitiv måte: Jo større eksponering, jo mer sikring. Selskap med netto valutakostnader er derimot mindre tilbøyelige til å bruke derivater enn både selskap med netto valutainntekter og øvrige selskap, til tross for at sistnevnte har lavere netto valutaeksponering. En årsak til dette kan være at konkurransen er mindre hard i importmarkedene, slik at valutakursendringer i større grad kan overføres til kundene. Dersom det skulle stemme, ville selskapene ha mindre behov for å bruke valuta-sikring. Selskapene kan altså bruke muligheten til å skrive om prislista som sin valutasikringsstrategi.

I undersøkelsen ble det også spurt om hvilken tidshorisont selskapene har på sine sikringsforretninger. Figur 9 viser at 12 prosent av de selskapene som bruker valutaderivater, har kontrakter med løpetid over 3 år. 44 prosent av derivatbrukerne har kontrakter med løpetid mellom 1 og 3 år, men for de fleste av disse selskapene

Figur 8 Derivatbruk etter nettoeksponering og størrelse. Prosent

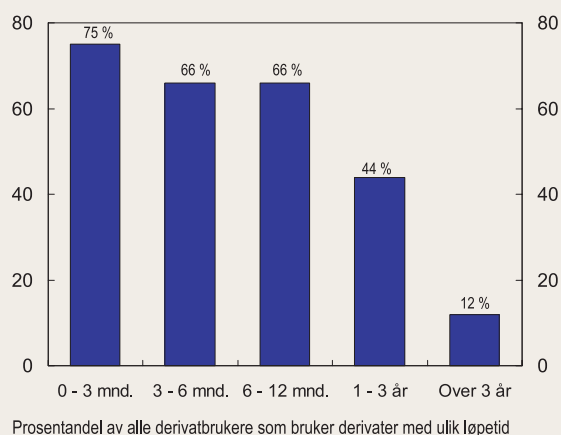


Derivatbruk i ulike kategorier av selskaper. Prosentandel som bruker derivater av alle respondenter i hver kategori.

I fordelingen etter nettoeksponering betyr netto valutainntekt større andel inntekter enn kostnader i valuta. Netto valutakostnad betyr større andel kostnader enn inntekter i valuta. De øvrige har omtrent lik andel av inntekter og kostnader i valuta. I fordelingen etter størrelse har en tredel av utvalget omsetning under 150 millioner kroner. Disse selskapene omtales som små eller mindre selskap. En tredel av utvalget har en omsetning over 500 millioner kroner. De omtales som store selskap. Den siste tredelen omtales som mellomstore selskap.

⁵ Små, mellomstore og store selskap er jevnt fordelt i alle kategoriene av eksponering, med en liten overvekt av store selskap i kategorien med netto valutainntekter. Denne overvekten er imidlertid for liten til å forklare den store forskjellen mellom derivatbruken blant slike selskap og andre selskap.

Figur 9 Sammenheng løpetid og derivatbruk. Prosent



utgjør slike kontrakter en liten andel av deres totale derivatbeholdning. Selv om disse tallene i seg selv viser at omfanget av langsiktige valutaderivater er begrenset, er de betydelig høyere enn hva omsetningstall for det norske markedet for valutaderivater viser. BIS (2004) viser at av alle valutaderivater solgt av norske finansinstitusjoner til ikke-finansielle selskap er det kun 1 prosent av omsetningsverdien som kommer fra derivater med løpetid over ett år. Årsaken til denne forskjellen er sannsynligvis at andelen store selskap i undersøkelsen er betydelig større enn for den norske selskapssektoren som helhet. Blant brukerne av langsiktige derivater i vår undersøkelse er det videre en overvekt av rederier og selskap i energisektoren. Det kan tenkes at disse selskapene også benytter utenlandske finansinstitusjoner når de kjøper valutaderivater, og derfor ikke er med i dataene for det norske markedet.

Kortsiktige derivatkontrakter (med løpetid opptil 1 år) brukes derimot av de fleste. For 18 prosent av alle deri-

vatbrukerne utgjør helt kortsiktige kontrakter mer enn 75 prosent av deres totale derivatbeholdning. Blant de som legger størst vekt på kortsiktige derivater, er det en overvekt av selskap rettet inn mot forbrukersegmentet.

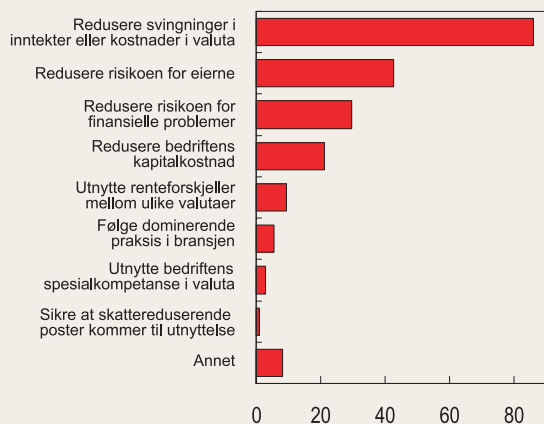
Samlet sett viser de norske dataene at bruken av valuta-derivater i høy grad er rettet inn mot kortsiktig sikring. For å forsøke å belyse årsakene til den begrensede bruken av langsiktige valutaderivater ble selskapene bedt om å ta stilling til en rekke påstander om hindringer og motivasjon for langsiktig sikring og derivatbruk. Selskapene har angitt i hvilken grad hver påstand stemmer for dem. Tabell 3 viser fordelingen av respondentene på hvert svaralternativ.

De oppgitte svarene viser at rammebetingelsene for bruk av langsiktige valutaderivater oppleves som tilfredsstillende. Relativt få selskap mener at bankenes priser er for høye eller at betingelsene til kredittsikkerhet er for strenge. Det er få selskap som synes den regnskapsmessige behandlingen vanskeliggjør bruken. Da undersøkelsen ble gjennomført, var det fortsatt uklart hvordan den nye regnskapsstandarden IAS 39 for vurdering av derivater ville bli implementert i EU, men undersøkelsen viser i alle tilfelle at gjeldende norsk regnskapsstandard på dette området ikke oppleves som en hindring. De fleste selskapene mener også at de blir tilbudt langsiktige derivatkontrakter, men her er respondentene delt: 21 prosent svarer at de i svært stor grad ikke blir tilbudt slike kontrakter. En mulig årsak til at svarene her skiller seg fra svarene på de øvrige påstandene, kan være at slike kontrakter ikke blir markedsført overfor en kunde hvis banken allerede vet at kunden ikke vil tilfredsstille krav til for eksempel kredittsikkerhet. Uansett ser ingen av disse tilbudsside- og rammebetingelsesfaktorene ut til å forklare hvorfor det er lite valutaderivater ut over ett års løpetid. Det er derfor interessant å se at forholdsvis mange selskap svarer at de i stor grad eller i noen grad ikke legger vekt på langsiktig valutarisiko.

Tabell 3. Meninger om langsiktige valutaderivater

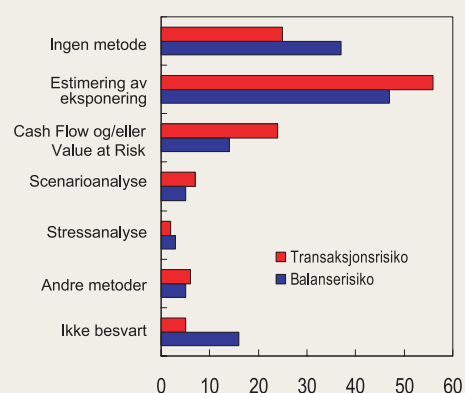
I hvilken grad stemmer følgende påstander for foretaket?	Prosentandel svar innen en skala fra 1 til 5 (1=Stemmer i svært liten grad; 5=Stemmer i svært stor grad)					
	1	2	3	4	5	Vet ikke
Langsiktige valutaderivater tilbys ikke til foretaket	50 %	7 %	7 %	5 %	21 %	11 %
Langsiktig valutaeksponering kan ikke sikres med derivater	45 %	14 %	13 %	10 %	7 %	12 %
Foretaket legger ikke vekt på å sikre langsiktig valutarisiko	31 %	15 %	18 %	12 %	18 %	7 %
Den regnskapsmessige behandlingen av valutaderivater vanskeliggjør bruken	48 %	18 %	12 %	6 %	6 %	10 %
Banken forlanger for høy pris (kurs, spread eller premie) på langsiktige valutaderivater	30 %	19 %	20 %	13 %	8 %	11 %
Bankene krever kredittsikkerhetsbetingelser på langsiktige valuta-derivater som vanskeliggjør bruken	41 %	22 %	15 %	7 %	5 %	11 %

Figur 10 Motivasjon for valutasikring. Prosent



Prosentandel som krysset av på de forskjellige svaralternativene. Det var mulig å krysse av på flere alternativ.

Figur 11 Metoder for vurdering av risiko. Prosent



5.4 Sikringspraksis

En fordel med bruk av spørreundersøkelser er at de tillater å stille spørsmål av mer subjektiv karakter, som kan brukes til å gi mer kvalitative svar rundt sikringspraksis. Den norske undersøkelsen omfattet derfor også en rekke spørsmål om hvordan selskapene sikrer i praksis. Flere av spørsmålene var motivert av konkrete hypoteser. Vi gjengir her noen av de mest interessante funnene.

Selskapene ble spurt direkte om hvorfor de sikret valutarisiko. Figur 10 oppsummer resultatene. Hele 86 prosent har som mål å redusere svingninger i inntekter og kostnader i valuta. Dette understreker at valutarisiko oppleves som vesentlig. Dette utdypes av at 30 prosent av selskapene er opptatt av å redusere risikoen for finansielle problemer. Et eksempel på dette som ble nevnt i undersøkelsen, var likviditetsproblemer. Dette resultatet betyr at nesten hvert tredje selskap tror valutasvingninger betyr så mye for dem at de kan risikere å få betalingsproblemer – og dermed i verste fall gå konkurs – dersom valutakursen utvikler seg ugunstig. Å redusere risiko for eierne er et motiv for 43 prosent av selskapene. Dette impliserer at mange selskap mener at valutarisiko er av betydning for eierne, og at selskapene mener de har bedre forutsetninger for å sikre denne typen risiko enn eierne selv har, for eksempel gjennom diversifisering.

21 prosent av selskapene søker å redusere kapitalkostnadene. Reduserte kapitalkostnader vil i mange tilfeller være resultatet av å redusere risikoen for eierne, dersom denne risikoen har en risikopremie. I tillegg vil redusert fare for likviditetsproblemer føre til at sannsynligheten for mislighold av lån faller, og dermed kunne bidra til å redusere gjeldskostnadene. Reduserte kapitalkostnader er derfor en indirekte effekt av valutasikring.

Andre grunner enn risikoreduksjon for bruk av valuta-derivater er begrenset. Kun tre prosent av selskapene ønsker å utnytte spesialkompetanse innen valuta til spe-

kulasjon og profitt. Ni prosent av selskapene søker å utnytte renteforskjeller mellom ulike valutaer. Ett selskap i hele undersøkelsen var motivert av at skattereduserende poster (som framførbare underskudd) skulle komme til anvendelse. Få selskap er motivert av å følge dominerende praksis i bransjen.

For å se nærmere på hvor bevisste selskap er til sin valutaeksponering ble selskapene spurt om de hadde en valutastrategi. 70 prosent av selskapene i undersøkelsen oppgir at de har en valutastrategi. 74 prosent av disse har forankret valutastrategien i styret, og 20 prosent har forankret den i ledelsen. Kun 6 prosent av de som har en valutastrategi, har ikke forankret den høyere opp enn i økonomi- eller finansavdelingen. Til tross for at innholdet i en slik valutastrategi ikke var nærmere definert i undersøkelsen, indikerer dette at selskapene har et bevisst forhold til valutaeksponering.

En annen måte å se på hvor aktive selskapene er i sine risikovurderinger, er å se på hvilke metoder de bruker for å vurdere valutarisiko. Figur 11 viser hvilke metoder selskapene benytter for å måle valutarisiko. 25 prosent oppgir at de ikke bruker noen metode for å vurdere sin transaksjonsrisiko. Det er altså færre selskap som har en metode for å måle valutarisiko, enn det er som benytter valutasikring. Omtrent halvparten av selskapene har svart at de estimerer sin eksponering. Dette alternativet forventes å fange opp målinger av ganske ulik karakter, fra helt enkle beregninger til sofistikerte statistiske metoder. Blant de mer etablerte risikomålene brukes Value at Risk og/eller Cash Flow at Risk av 24 prosent for å vurdere transaksjonsrisiko og av 14 prosent for å vurdere balanserisiko. Øvrige metoder brukes av et lite mindretall av selskapene.⁶

Resultatene indikerer at mange selskap nøyer seg med enklere målemetoder for å vurdere valutarisiko. Enkle metoder kan være både en årsak til og en konsekvens av at horisonten på valutasikringen er relativt kort.

⁶ Value at Risk og Cash Flow at risk er begge «nedsidemål» på risiko. Value at Risk beregnes for en portefølje av aktiva ved at en ser hva som er porteføljens maksimale verditap for gitte horisonter og sannsynligheter. Cash Flow at Risk er et tilsvarende mål, men for et selskaps kontantstrøm. Scenarioanalyse utføres ved at en velger et sett med sannsynlige «scenarier» for de variabler en måler eksponering for, og ser hvordan disse scenariene påvirker selskapsverdiene. Stressanalyse er mer fokusert på «worst case».

Tabell 4. Meninger om valutasikringspraksis

Foretakets faktiske praksis innen valutasikring innebærer at ...	Prosentandel svar innen en skala fra 1 til 5 (1=Stemmer i svært liten grad; 5=Stemmer i svært stor grad)					
	1	2	3	4	5	Vet ikke
... foretaket ikke tar stilling til hvilken retning kursutviklingen vil ta eller om kursen er over- eller undervurdert	18 %	17 %	18 %	25 %	19 %	3 %
... foretaket noen ganger kan ta mer risiko enn foretaket ville gjort dersom det var usikkert	38 %	23 %	16 %	14 %	4 %	5 %
... foretaket alltid sikrer en bestemt andel av netto kontantstrøm i valuta	29 %	11 %	15 %	22 %	20 %	3 %
... foretakets kortsiktige valutarisiko (opp til ett år) er til enhver tid er begrenset av en kjent maksimalverdi	30 %	17 %	17 %	20 %	11 %	6 %
... foretakets sikringspraksis innebærer en tilpasning til samme praksis som bransjen for øvrig	28 %	13 %	17 %	6 %	4 %	33 %

Kortsiktig eksponering er lettere å få oversikt over, og stiller derfor mindre krav til målingene. I ytterste konsekvens, dersom selskapet bare sikrer kontraktfestede betalinger, vil måleverktøy være unødvendige. Underskudd på målemetoder kan dog i neste omgang være til hinder for at langsiktig valutasikring kommer i bruk. Samtidig er det viktig å understreke at ikke alle strategier og sikringsformer krever sofistikerte målemetoder for å implementeres. Det er derfor vanskelig å vurdere resultatene helhetlig uten å vite mer om hvilke strategier som benyttes. Samlet sett er det grunn til understreke at andelen av selskap som ikke bruker noen metode, er relativt lav. En konklusjon er dog at selskapene som har besvart undersøkelsen, har et bevisst forhold til valutarisiko.

De samme instrumentene som brukes for å sikre, kan også brukes for spekulative formål. Bare en liten minoritet av selskapene på 3-4 prosent oppgir profitt og spekulasjon som formål med bruk av valutaderivater. Svært få selskap oppgir at de noen ganger kan ta mer risiko enn de ville gjort dersom de var usikkert. Ut over denne minoriteten viser undersøkelsen at valutasikring og valutaderivater har som uttalt formål å redusere valutaeksponering og valutarisiko. Samtidig oppgir ett av tre selskap at deres sikringspraksis innebærer at de tar stilling til hvilken retning kursutviklingen vil ta, eller om kursen er over- eller undervurdert. I 60 prosent av de tilfellene der selskapet har en valutastrategi, åpner denne strategien for at selskapet kan ha et slikt syn på kursutviklingen. Dette indikerer at i en rekke selskap gjennomføres valutasikringen ikke bare for å redusere risikoen, men også for å kunne tjene på valutakursendringene. Undersøkelsen har ingen informasjon om hvorvidt selskapene lykkes med å tjene penger på denne måten.

Undersøkelsen spurte også hvorvidt bransjestandarder er viktige faktorer for valutasikringen i selskapene. Bakgrunnen for dette spørsmålet er at dersom alle selskapene i en bransje hadde sikret valutaeksponering på

samme måte, ville effekten av kursendringer slått likt ut for alle. Denne typen mekanismer ville særlig vært aktuell i importmarkedene, og kunne bidratt til å forklare hvorfor selskap med netto valutakostnader bruker valutaderivater i mindre grad enn andre selskap. Resultatene fra undersøkelsen gir liten støtte for hypotesen. Det er få selskap som oppgir at bransjestandarder har innvirkning på deres valutasikring. Det er særlig interessant å merke seg hvor mange som sier at de ikke vet svaret på dette spørsmålet. En forutsetning for å kunne tilpasse seg praksis i bransjen må være at man kjenner praksis. Blant de selskapene som svarer at de faktisk motiveres av og tilpasser seg praksis i bransjen, er det ingen tydelige mønstre. På dette punktet er imidlertid resultatene usikre, fordi antall svar er lite. En mulig feilkilde er tolkningen av ordet bransje, som det i hvert tilfelle er opp til respondenten å vurdere.

Undersøkelsen så også på om selskapene bruker to enkle sikringsteknikker. Den første teknikken går ut på at selskapets kortsiktige valutarisiko (opp til ett år) til enhver tid er begrenset av en kjent maksimalverdi. Den andre teknikken går ut på selskapet alltid sikrer en bestemt andel av netto kontantstrøm i valuta. Fordeelingen i tabell 4 viser at å sikre en fast andel av netto kontantstrøm er noe mer benyttet enn å begrense maksimal risiko. Samtidig er det slik i begge tilfeller at omtrent 30 prosent av selskapene bruker denne teknikken i svært liten grad. Dette viser at ingen av teknikkene praktiseres av alle, men at hver av teknikkene praktiseres av en del.

Som vi husker fra den teoretiske gjennomgangen, er det å velge å ikke sikre et fullt legitimt valg. Figur 12 gir en oversikt over de svarene som ble gitt på spørsmålet om hvorfor selskapet ikke benytter valutasikring. Ut fra hvilke selskap som har svart på spørsmålet, må valutasikring her tolkes som bruk av valutaderivater. Kun 23 selskaper har svart på spørsmålet, og resultatene må der-

Figur 12 Meninger om ikke å sikre. Prosent



for tolkes med forsiktighet. Minst to mønstre kommer dog tydelig fram. For det første er den vanligste årsaken til ikke å sikre at risikoen ikke oppfattes som stor nok eller viktig nok. For det andre er det også tydelig at rammebetingelsene for bruk av valutasikring ikke oppfattes som noe vesentlig problem.

6 Konklusjon

De viktigste konklusjonene fra den norske undersøkelsen er:

- De resultatene som kan sammenlignes med internasjonale undersøkelser, viser at Norge ligger på linje med resten av verden.
- Nesten alle selskap med valutaeksponering bruker en eller flere former for valutasikring. Derivater er den vanligste formen for valutasikring, men også naturlige sikringsformer er mye brukt. De fleste selskapene benytter flere teknikker.
- Selskaper som ikke bruker valutasikring, begrunner dette hovedsakelig med liten eksponering eller at selskapet har tilstrekkelig finansiell styrke til å tåle valutasingninger.
- De besvarende selskapene ser ut til å håndtere valutaeksponering og -sikring på en systematisk og bevisst måte. De fleste selskapene har en valutastrategi som er forankret i ledelsen eller i styret. En høy andel av selskapene forsøker å måle sin valutaeksponering.
- Større selskaper bruker mer derivater.
- Selskap med netto valutainntekter bruker valutaderivater i stor grad, mens selskap med netto valutakostnader bruker valutaderivater i mindre grad.
- Bruken av valutaderivater er i høy grad rettet inn mot kortsiktig sikring. Ut over omfanget av naturlige sikringsteknikker – som har effekt også på lang sikt – er selskapene sårbare for langsiktige trender i valutakursen. Undersøkelsen kan ikke utelukke at selskapene har et aktivt forhold til hvordan slike trender

kan påvirke deres konkurransesituasjon, men det er grunn til å advare mot at et kortsiktig fokus på sikring kan overskygge de langsiktige, strategiske eksponeringer.

Det er dog på sin plass å minne om at besvaringsgraden av undersøkelsen var på 37 %, og konklusjonene har det forbehold at de besvarende selskapene er representative.

Bibliografi

- Alkebäck, Per og Niclas Hagelin (1999): «Derivatives usage by nonfinancial firms in Sweden with an international comparison», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10(2): 105–120
- Bartram, Söhnke M., Gregory W. Brown og Frank R. Fehle (2003): International evidence on financial derivatives usage. Arbeidsnotat, University of North Carolina
- BIS (2004): Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in april 2004. preliminary global results. Bank for International Settlements working paper. www.bis.org
- Bodnar, Gordon M., Abe de Jong, og Victor Macrae (2003): «The impact of institutional differences on derivatives usage. A comparative study of US and Dutch firms», *European Financial Management*, 9(3): 271–297
- Bodnar, Gordon M. og Günther Gebhardt (1999): «Derivatives usage in risk management by US and German non-financial firms: A comparative survey», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10(3): 153–187
- Bodnar, Gordon M., Richard C. Marston og Greg Hayt (1996): «1995 survey of financial risk management by US non-financial firms», *Financial Management*, 25: 113–133
- Bodnar, Gordon M., Richard C. Marston og Greg Hayt (1998): «1998 survey of financial risk management by US non-financial firms», *Financial Management*, 27(4): 70–91
- DeCeuster, Marc J.K., Edward Durinck, Eddy Laveren, og Jozef Lodewyckx (2000): A survey into the use of derivatives by large non-financial firms operating in Belgium. *European Financial Management*, 6(3): 301–318
- Géczy, Christopher, Bernadette Minton, og Catherine Schrand (1997): «Why firms use currency derivatives», *Journal of Finance*, LII(4): 1323–1354

Hakkarainen, Antti, Nathan Joseph, Eero Kasanen og Vesa Puttonen (1998): «The foreign exchange exposure management practices of Finnish industrial firms», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 9(1): 34–57

Korsvold, Pål (2000): *Valutastyring*. Cappelen Akademisk Forlag, 2 utgave

Loderer, Claudio og Karl Pichler (2000): «Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results», *Journal of Empirical Finance*, 7: 317–344.

Norges Bank (2004): *Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet*. Norges Banks skriftserie nr. 34. Oslo 2004

Sercu, Piet og Raman Uppal (1995): *International Financial Markets and The Firm*. South-Western/Chapman & Hall

Stulz, René (2003): *Risk Management and Derivatives*. South-Western College Publishing

Wettré, Sigbjørn og Anders Borgersen (2005): «Undersøkelse av valuta og derivatmarkedene i 2004: Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet», *Penger og Kreditt* nr 1/2005