

# Geldstroombeheersing in het Nederlandse bedrijfsleven (II)

## Internationale aspecten

IR. A.B. MATSER – PROF. DR. L.A. SOENEN\*

### Inleiding

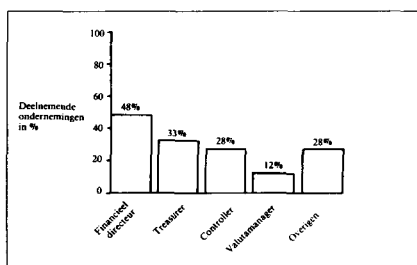
Veel ondernemingen worden gekenmerkt door internationalisatie van hun activiteiten. Dit kan gebeuren door expansie via dochterondernemingen of door uitbreiding van de internationale handel. Het gevolg is dat vaak een belangrijk deel van de geldstromen van de onderneming in vreemde valuta plaatsvindt. Aan de internationale aspecten van het geldstroombeheer, in het bijzonder het valutarisicobeheer, wordt in dit artikel aandacht besteed 1). Daarbij zal worden ingegaan op de bevindingen van een onderzoek onder Nederlandse bedrijven. De volgende onderwerpen zullen de revue passeren: organisatie en beleid ten aanzien van het valutarisicobeheer, koersvoorspellingen, „exposure” (risico)-diagnose en methoden van „hedging”, en ten slotte administratie en informatiesystemen ter ondersteuning van het internationale geldstroombeheer.

### Organisatie en beleid

Het patroon van verantwoordelijke functionarissen voor het valutamanagement verschilt in grote lijnen weinig van het gevonden patroon in het beheer voor binnenlandse geldstromen (zie figuur 1).

Een interessant verschil betreft de „controller” wiens rol in het valutamanagement significant is afgenomen. Het is hoofdzakelijk de financieel directeur of de „treasurer” die verantwoordelijk zijn voor het valutabeheer. De beleidsmatige aspecten van het valutamanagement zijn

Figuur 1. Functionarissen die verantwoordelijk zijn voor het valutarisicobeheer



anders dan in het binnenlandse geldstroombeheer ondergebracht bij de hoogste top der onderneming, te weten de Raad van Bestuur. Het zijn met name de financieel-directeur en/of de treasurer die de algemene bedrijfsvisie als zoveel mogelijk alles indekken en geen handel in valuta verder operationaliseren.

Opvallend is vooral dat de helft van de onderzochte ondernemingen niet over formele vastgelegde richtlijnen beschikt. Meest waarschijnlijk is dat „feeling” een belangrijke rol speelt.

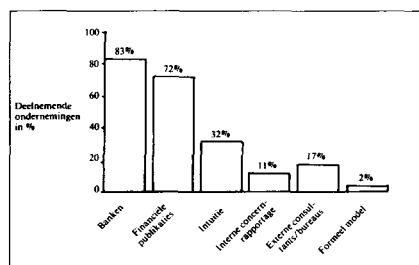
Het valutarisicobeheer is in het algemeen gecentraliseerd op het niveau van het hoofdkantoor, terwijl een vrij belangrijke groep (25%) dit op gedecentraliseerd niveau uitvoert bij dochterondernemingen. De hoge mate van centralisatie werd ook gerapporteerd door Jilling 2), waarbij het aantal gevallen van decentralisatie nog aanmerkelijk lager was dan in onze studie. Vergelijkbare resultaten zijn ook gemeld door Rodriguez 3). De hoge mate van cen-

tralitie is in overeenstemming met de gerapporteerde trend in deze richting. Ook voor de toekomst wordt een verdergaande centralisatie verwacht (slechts zes ondernemingen verwachten een decentralisatie).

### Wisselkoersvoorspellingen

Bij het inschatten van de toekomstige wisselkoers wordt van diverse informatiebronnen gebruik gemaakt. Het meest genoemd worden bankinformatie (arbitrage en economische vooruitzichten) en financiële publikaties (*Het Financieel Dagblad*, *Financial Times* enz.) (zie figuur 2). Opvallend is dat bijna een derde van de deelnemers, naast het gebruik van bankinformatie

Figuur 2. Informatiebronnen t.b.v. wisselkoersvoorspellingen



en financiële publikaties, van intuïtie gebruik maakt. Intuïtie moet in dit geval worden gezien als het analyseren van verkregen informatie in het licht van eigen ervaring/expertise en „feeling” voor koersontwikkelingen. Op deze wijze ontstaat vervolgens een „eigen” idee omtrent de koersontwikkelingen. Slechts een kleine

\* Ir. A.B. Matsers is assistent treasurer bij Alcoa Nederland B.V. Prof. dr. L.A. Soenen is verbonden aan Handelshogeschool te Antwerpen, het LUC te Diepenbeek en de Technische Hogeschool Eindhoven.

- 1) De nationale aspecten van de geldstroombeheersing in het Nederlandse bedrijfsleven zijn aan de orde gekomen in het eerste deel van dit artikel, dat vorige week in *ESB* is gepubliceerd.
- 2) M. Jilling, *Foreign exchange risk management in US multinational corporations*, UMI Research Press, 1978.
- 3) R.M. Rodriguez, *Foreign exchange management in US multinationals*, D.C. Heath and Company, Lexington (Mass.), 1980.

minderheid maakt gebruik van voorspeltechnieken die een puntschatting dan wel intervallschatting geven van de toekomstige koers.

Het bepalen van de waarschijnlijke richting van de koersontwikkeling is duidelijk de meest gehanteerde vorm van koersvoorspelling (74%). Vergeleken met de resultaten van Jilling 4) betekent dit bijna een verdubbeling van het gebruik van dit „type” koersvoorspellingen. Geen enkele onderneming zegt koersvoorspellingen te maken over een tijdshorizon van meer dan 12 maanden. Het frequentst worden maandenperiodes als tijdshorizon genoemd. Afhankelijk van typische ondernemingsafhankelijke factoren worden deze voorspellingen meer of minder frequent opgesteld; zowel dagelijkse als halfjaarlijkse herzieningen komen voor.

Bij de interne bepaling van de wisselkoers c.q. het interpreteren van de verkregen externe koersinformatie wordt een tweetal economische factoren als het meest invloedrijk beschouwd. Dit zijn de interestverschillen en de inflatieverschillen. Ook hier geldt dat in principe een combinatie van factoren wordt gehanteerd. De rangorde van de gebruikte indicatoren ziet er als volgt uit: interestverschillen, inflatie, betalingsbalans, politieke stabiliteit, tekorten op de overheidsbegroting, het saldo op de handelsbalans, de groei van de binnenlandse geldvoorraad, handelsrelaties, historische koersontwikkelingen.

Het is interessant te wijzen op het verschil in rangorde tussen de bovengenoemde indicatoren en de indicatoren vermeld in de studie van Jilling. Daarin worden als belangrijkste indicatoren gevonden de handelsbalans, de groei van de binnenlandse geldvoorraad en inflatieverschillen.

### „Exposure”-diagnose

Bij het omrekenen van in vreemde valuta luidende activa en passiva op balansdata wordt de „closing rate”-methode of wel de koers per balansdatum het frequentst toegepast (80%). Dit betekent een forse toename ten opzichte van de ruim 40% uit een eerder onderzoek in Nederland door Van Helleman 5). Voor zover gebruik wordt gemaakt van de FAS-8/52-regels betreft het de tot Amerikaanse concerns behorende ondernemingen, terwijl een aantal ondernemingen gebruik maakt van de in Nederland bestaande rapportagevrijheden en een eigen omrekenmethode hanteert. In dit kader is het wellicht interessant te wijzen op de recente gepubliceerde standaard met betrekking tot het verwerken van wijzigingen in valutakoersen (International Accounting Standard Committy, IASC, juni 1983). Naar verwacht mag worden zal deze standaard, die nauwelijks afwijkt van de Amerikaanse FAS-52-regels, in grote lijnen overeenkomen met de toekomstige in Nederland te publiceren richtlijnen op dit punt.

Onafhankelijk van de in de onderneming gehanteerde methode werd de respondenten gevraagd voor een aantal balansposten de naar hun inzicht correcte

omrekenkoers (historisch of actueel) aan te geven. De resultaten laten een duidelijke voorkeur voor de actuele koers zien. Voor vlottende activa en passiva als liquiditeiten in lokale valuta, debiteuren in lokale valuta en korte-termijnverplichtingen in lokale valuta is de algemene opinie gebruik te maken van de actuele koers. Een zelfde mening is men toegedaan ten aanzien van het omrekenen van lange-termijnverplichtingen in lokale valuta. De implicatie daarvan is dat deze posten onderworpen zijn aan koersrisico.

In het geval van andere lange-termijnposten als vaste activa en eigen vermogen inclusief reserves zijn de meningen meer verdeeld. Een meerderheid (60%) is daarbij van mening dat ook in deze gevallen de actuele koers de meest geëigende is. Hiermee wordt tevens aangegeven dat in de praktijk behoorlijke weerstand bestaat tegen het koopkrachtpariteitsprincipe, dat uitgaat van het automatische „hedging”-(indekkings)karakter van vaste activa. Onder het koopkrachtpariteitsprincipe bestaat er een compensatie-effect tussen de relatieve inflatie (en dus prijsontwikkeling) enerzijds en de valutakoersontwikkeling anderzijds 6).

Tegen een andere, vanuit theoretisch oogpunt gepropageerde aanpak, t.w. de portefeuillebenadering 7) bestaat oegenschijnlijk minder weerstand. De helft van de ondernemingen geeft aan een positie in een bepaalde valuta (of groep van valuta's) te compenseren met een positie in een andere valuta (of groep van valuta's), rekening houdend met de correlaties welke tussen valuta (groepen) bestaan. Opgemerkt moet worden dat het hier geen toepassing van de portefeuilletheorie in strikte zin betreft. Veel meer betreft het het onderkennen van groepen sterk aan elkaar gerelateerde valuta's. Zo zijn bij voorbeeld de munten van veel landen in het Midden-Oosten sterk aan de Amerikaanse dollar gekoppeld en die van vele Westafrikaanse landen aan de Franse franc.

Binnen het valutamanagement kan men onderscheid maken naar het translatie- of wel omrekenrisico en het transactierisico 8). Bijna alle deelnemende ondernemingen maken dit onderscheid, waarbij het merendeel zich richt op of wel alleen het transactierisico (38%), of wel beide risico's (36%). Slechts een minderheid van 10% richt het valutabeheer op alleen het translatierisico. Dit is een bevestiging van de resultaten van Rodriguez 9), die een verschuiving vaststelt van translatie-„exposure” naar transactie-„exposure” als het meest relevante valutarisico. Indien men zowel het transactie- als het translatierisico in het valutabeheer probeert te beheersen, is de aandacht voornamelijk geconcentreerd op het transactierisico. Dat blijkt uit een frequentere herziening alsmede indekking van dit risico ten opzichte van het translatierisico.

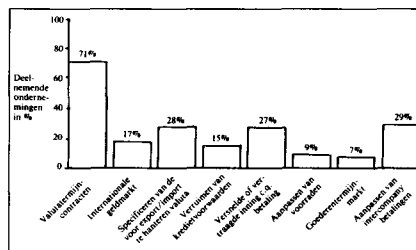
### Methoden en technieken van beperking van het valutarisico

Ter beperking van het lange-termijn-valutarisico staan ondernemingen diverse methoden ter beschikking.

In hoofdzaak worden maatregelen als aanpassing van de lange-termijnschulden in vreemde valuta ten behoeve van dit doel gebruikt. Een meerderheid van de ondernemingen (60%) echter geeft aan zich niet tegen het lange-termijnrisico in te dekken, althans geen lange-termijn-dekkingsmaatregelen te treffen.

Ter beperking van het korte-termijnvalutarisico worden verscheidene maatregelen in combinatie getroffen. In dit geval is het instrument van het valutatermijncontract verreweg het populairst (zie figuur 3).

Figuur 3. Korte-termijnmaatregelen ter beperking van het valutarisico



Interessant is in dit verband de studie van Rodriguez 10), waaruit blijkt dat Amerikaanse ondernemingen een gereserveerde houding aannemen ten aanzien van valutatermijncontracten vanwege het vermeende speculatieve karakter ervan.

Ondanks het feit dat valutatermijncontracten het meest worden toegepast, wordt de effectiviteit van dit instrument niet hoger gewaardeerd dan dat van de andere instrumenten. De meeste „hedging”-transacties hebben betrekking op het beperken van het transactierisico. In de gevallen waarin het translatierisico wordt ingedekt (23%), gebeurt dit op selectieve basis in plaats van volledige dekking na te streven. Ook in geval van het transactierisico is de selectieve „hedge” de meest voorkomende strategie, slechts een vierde van de ondernemingen streeft volledige „hedging” na. Een derde van deelnemende ondernemingen geeft de indruk zich niet tegen het transactierisico in te dekken.

Evenals bij het binnenlandse geldstroombeheer kunnen beslissingen van di-

4) Jilling, op. cit.

5) J. van Helleman, *Omrekening van vreemde valuta's*, Samson, Alphen a/d Rijn, 1978.

6) Zie o.a. R.Z. Aliber, *Exchange risk and corporate international finance*, The MacMillan Press, Londen, 1978; en L.L. Jacque, *Management of foreign exchange risk*, D.C. Heath and Company, Lexington (Mass.), 1978.

7) Zie L.A. Soenen, *Valutabeheer*, Aulapaperback Nr. 59, Uitgeverij Het Spectrum, Utrecht/Antwerpen, 1981.

8) Behalve beide onderscheiden risico's wordt ook vaak het economisch risico onderscheiden waarmee op indirecte invloeden van koersveranderingen wordt gewezen. Zie verder Soenen, op cit.

9) Rodriguez, op. cit.

10) Idem.

verse afdelingen conflicteren met het valutamanagement en vice versa. De twee meest genoemde afdelingen zijn wederom inkoop en verkoop, hoewel de mate van conflict in dit geval aanzienlijk geringer is. In geval van een conflictsituatie wordt getracht dit in onderling overleg te regelen, zo nodig wordt een beslissing op (sub)directieniveau genomen.

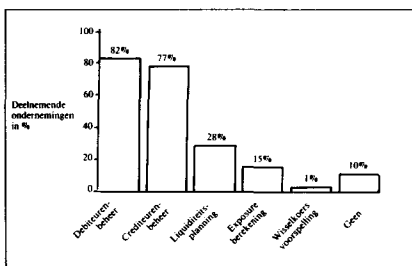
Slechts een relatief gering aantal ondernemingen (30%) rapporteert translatieresultaten afzonderlijk in het jaarverslag. De bedrijven die deze resultaten wel opvoeren doen dit in de balans (33%), in de resultatenrekening (33%) of in de toelichting (33%). Het transactieresultaat wordt door nog minder bedrijven voor publikatie vrijgegeven. De 18% die dat wel doen, doen dit in meerderheid (60%) in de resultatenrekening, de overige maken gebruik van de balans of toelichting.

Ook in dit geval kan de eerder genoemde IASC-standaard tot verandering aanleiding geven. Behalve verwerkingsvoorschriften geeft de standaard voorschriften welke informatie met betrekking tot de omrekening vermeld dient te worden.

#### Administratie- en informatiesystemen ter ondersteuning van het (internationaal) geldstroombeheer

10% van de deelnemende ondernemingen maakt geen gebruik van de computer bij hun geldstroom- of valutamanagement. Voor zover men aangeeft de computer wel in te schakelen gebeurt dit dan met name ter automatisering van het debiteuren- en crediteurenbeheer.

Figuur 4. Computergebruik bij geldstroombeheer



Opvallend is de hoge mate waarin de software voor de gebruikte geautomatiseerde systemen is gekocht (80%); de zelf ontwikkelde software neemt met 12% slechts een geringe plaats in binnen het geheel. De belangrijkste reden voor het niet automatiseren van andere functies is dat deze zich daartoe slecht tot zeer slecht lenen. Een tweede belangrijke reden is dat verdere automatisering nog niet is geëvalueerd.

De in de theorie voor het geldstroom- en valutamanagement ontwikkelde optimalisatiemodellen zijn vrijwel onbekend bij de respondenten. Zij, die wel bekend zijn met deze modellen, geven te kennen het praktische nut ervan sterk in twijfel te trekken.

Een aantal ondernemingen vermeld bezig te zijn met het ontwikkelen van een op-

timalisatiemodel. Helaas is gebleken dat de term optimalisatiemodel in het bedrijfsleven vaak anders werd uitgelegd dan was bedoeld: men vatte alle activiteiten gericht op een beter beheer onder deze noemer. Voor zover bekend is één onderneming actief bezig met het ontwikkelen van een optimalisatiemodel voor het liquiditeitsbeheer. Een aantal andere organisaties heeft dergelijke modellen teruggetrokken. Desalniettemin neemt het gebruik van doordachte planningsmodellen voornamelijk ten behoeve van „wat-indien“-vragen toe.

De conclusie van Petty en Bowlin dat het gebruik van geavanceerde financiële beslissingsmodellen „appears to be growing even at a fairly slow rate” 11) kan ook voor ons onderzoek van toepassing worden geacht. Aangetekend zij dat het hier minder „beslissings”- en meer algemene planningsmodellen betreft.

Een meerderheid van de deelnemende ondernemingen (56%) maakt geen gebruik van een gecentraliseerde „netting” van geldstromen. Hierbij moet worden opgemerkt dat op dit percentage een aantal correcties moet worden aangebracht. Enerzijds zijn er deelnemende ondernemingen waarvoor dat gezien de structuur niet van toepassing is. Anderzijds blijkt het begrip „netting” in een aantal gevallen tot verwarring geleid te hebben. Wel blijft het een

feit dat centrale „netting” van geldstromen voor vele ondernemingen een voordeel kan zijn. Ook ontwikkelingen binnen de Nederlandse bankwereld vormen hiervan een bevestiging 12).

#### Conclusie

Binnen het valutarisicobeheer zijn het vooral de recente ervaringen met zwevende wisselkoersen alsmede de relatieve toename van geldstromen in vreemde valuta, die het belang van een actueel valutarisicobeheer benadrukken. De toegenomen complexiteit op dit terrein heeft ertoe geleid dat de aandacht voor het valutamanagement binnen ondernemingen weliswaar is versterkt, doch de meeste van hen zijn niet van mening dat hun aanpak in gelijke mate is verbeterd.

A.B. Matser  
L.A. Soenen

11) J.W. Petty en O.D. Bowlin, The financial manager and quantitative decision models, *Financial Management*, winter 1976, blz. 32-41.

12) Naast bank Mendes Gans die reeds lang op het gebied van „netting” is gespecialiseerd, is ook de ABN-bank actief met haar recent geïntroduceerde Corporate netting-systeem.