



**Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη
Διοίκηση Επιχειρήσεων
Κατεύθυνση Χρηματοοικονομικής Διοίκησης**

Διπλωματική Εργασία με θέμα
ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ
ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

**Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Λαζαρίδης Ιωάννης
Μιχαηλίδου Φανή ΑΜ 51/08**

**ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2009**

Περιεχόμενα

1. <u>Εισαγωγή</u>	4
2. <u>Είδη κινδύνων</u>	5
3. <u>Χρηματοοικονομικοί Κίνδυνοι</u>	6
3.1 Ορισμοί	6
3.2 Εξέλιξη της διαχείρισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων	7
3.3 Λόγοι για τους οποίους οι εταιρείες πρέπει να διαχειρίζονται τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους	8
3.3.1 Μεταβλητότητα του οικονομικού περιβάλλοντος.....	8
3.3.2 Με τη διαχείριση κινδύνου η επιχείρηση μπορεί να μειώσει τους αναμενόμενους φόρους	12
3.3.3 Η αντιστάθμιση μπορεί να μειώσει τα μελλοντικά κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.....	17
3.3.4 Η αντιστάθμιση του κινδύνου μπορεί να αυξήσει τη δυνατότητα δανεισμού εκ μέρους της επιχείρησης.....	20
3.3.5 Η διαχείριση του κινδύνου μπορεί να μειώσει τα έξοδα δανεισμού μιας εταιρίας	23
4. <u>Συναλλαγματικός κίνδυνος</u>	25
4.1 Σημαντικότητα των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών	27
4.2 Ορισμός και κατηγορίες του συναλλαγματικού κινδύνου	27
4.2.1 Γενικά.....	27
4.2.2 Ορισμός.....	28
4.2.3 Κατηγορίες Συναλλαγματικού Κινδύνου.....	29
4.2.3.1 Έκθεση Συναλλαγής (Transaction Exposure).....	29
4.2.3.2 Έκθεση Μετάφρασης (Translation Exposure).....	30

4.2.3.3 Οικονομική Έκθεση (Economic Exposure).....	31
4.3 Πρέπει οι επιχειρήσεις να ασχολούνται με τη διοίκηση του συναλλαγματικού κινδύνου;.....	37
4.4 Στόχοι της διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου.....	40
4.5 Ακολουθία αποφάσεων για τη διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου.....	42
4.6 Μέθοδοι μέτρησης του Συναλλαγματικού Κινδύνου.....	43
4.6.1 Ιστορική Προσομοίωση.....	45
4.6.2 Διακύμανση – Συνδιακύμανση.....	46
4.6.3 Προσομοίωση Monte Carlo.....	47
4.7 Μέθοδοι διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου.....	48
4.7.1 Στρατηγικές και Λειτουργικές Αποφάσεις για τη διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου.....	49
4.7.1.1 Στρατηγικές Αποφάσεις σχετικά με τη διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου.....	49
4.7.1.2 Λειτουργικές Αποφάσεις σχετικά με τη διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου.....	52
4.7.2 Εσωτερικές και εξωτερικές τεχνικές για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου.....	53
4.8 Τελικά ποιοι αποφασίζουν για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου;.....	68
5. <u>Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης και Διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου</u>	71
5.1 Λειτουργικές Τεχνικές διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου που σχετίζονται με τη Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης.....	71
5.1.1 Χρηματικά Διαθέσιμα, Εισπρακτέοι Λογαριασμοί και Χρεόγραφα	73

5.1.2	Αποθέματα.....	76
6.	<u>Παρατηρήσεις-Προβληματισμοί</u>	<u>81</u>
7.	<u>Βιβλιογραφία.....</u>	<u>83</u>

1. Εισαγωγή

Στην εργασία που ακολουθεί γίνεται μια εισαγωγή στους χρηματοοικονομικούς κινδύνους αναφέροντας τα είδη τους και αιτιολογώντας την αναγκαιότητα διαχείρισής τους και στη συνέχεια αναλύεται ο συναλλαγματικός κίνδυνος ο οποίος αφορά επίδραση των απρόσμενων μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην αξία της επιχείρησης.

Αρχικά γίνεται αναφορά στα είδη του Συναλλαγματικού Κινδύνου τα οποία είναι η Έκθεση Συναλλαγής, η Έκθεση Μετάφρασης και η Οικονομική Έκθεση. Στη συνέχεια παρουσιάζεται μια ευρέως διαδομένη μέθοδος μέτρησης του κινδύνου η οποία ονομάζεται Var (Value-at-Risk), δηλαδή η αξία σε κίνδυνο

Ακολούθως, παρουσιάζονται διάφορες πολιτικές που αφορούν τη διαχείριση της έκθεσης της επιχείρησης στο συναλλαγματικό κίνδυνο. Η επιχείρηση αναλόγως των αναγκών της και της διάρθρωσής της καλείται να επιλέξει την πλέον κατάλληλη πολιτική προκειμένου να αντισταθμίσει το συγκεκριμένο είδος κινδύνου. Οι τεχνικές αντιστάθμισης διαιρούνται σε δύο κατηγορίες που είναι οι λειτουργικές τεχνικές και οι χρηματοοικονομικές τεχνικές. Οι τελευταίες τεχνικές αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου είναι ευρέως διαθέσιμες στην αγορά και είναι οι πλέον δημοφιλείς στις επιχειρήσεις.

Επίσης, γίνεται ανάλυση της σχέσης της διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου με τη Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης και παρουσιάζονται διάφορες τεχνικές αντιστάθμισης του κινδύνου που περιλαμβάνουν το Κεφάλαιο Κίνησης.

Τέλος, γίνεται αναφορά σε διάφορα θέματα που απασχολούν τη διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου όπως πχ ποιοι είναι αρμόδιοι εντός της επιχείρησης για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τον κίνδυνο, ακολουθία αποφάσεων σχετικά με τη διαχείριση του κινδύνου κ.ο.κ.

2. Είδη κινδύνων

Οι εταιρείες γενικά είναι εκτεθειμένες σε τρία είδη κινδύνων:

- I. Επιχειρηματικοί κίνδυνοι
- II. Στρατηγικοί κίνδυνοι
- III. Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

Οι **επιχειρηματικοί κίνδυνοι** αναλαμβάνονται από μια επιχείρηση στην προσπάθειά της να δημιουργήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και να αυξήσει την αξία των μετόχων της. Οι κίνδυνοι αυτοί προέρχονται από την αγορά στην οποία μια επιχείρηση δραστηριοποιείται (πχ. Τεχνολογικές εξελίξεις, σχεδιασμός προϊόντων, μάρκετινγκ).

Οι **στρατηγικοί κίνδυνοι** προέρχονται από θεμελιώδεις αλλαγές στην οικονομία και στο πολιτικό περιβάλλον (πχ. απαλλοτριώσεις, εθνικοποιήσεις). Η αντιστάθμιση αυτού του κινδύνου είναι δύσκολη διαδικασία και μπορεί να επιχειρηθεί μέσω της διασποράς του κινδύνου σε διαφορετικές επιχειρηματικές δραστηριότητες και σε διαφορετικές χώρες.

Οι **χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι** σχετίζονται με τις δυνητικές απώλειες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι διακυμάνσεις σε μεταβλητές όπως τα επιτόκια και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δημιουργούν σημαντικούς κινδύνους για τις περισσότερες εταιρείες.

Η κατανόηση των διαφόρων κινδύνων είναι απαραίτητη για τη διαχείριση της αβεβαιότητας και η διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων είναι πλέον θεμελιώδους σημασίας για την επιβίωση κάθε επιχειρηματικής οντότητας.

3. Χρηματοοικονομικοί Κίνδυνοι

3.1 Ορισμοί

Οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι κατατάσσονται σε πέντε κατηγορίες:

- Κίνδυνοι της αγοράς
- Πιστωτικοί κίνδυνοι
- Κίνδυνοι ρευστότητας
- Λειτουργικοί κίνδυνοι
- Νομικοί κίνδυνοι

Οι **κίνδυνοι της αγοράς** αφορούν σε πιθανές απώλειες εξαιτίας δυσμενών μεταβολών συναλλαγματικών ισοτιμιών, τιμών μετοχών, επιτοκίων, τιμών εμπορευμάτων. Οι κίνδυνοι αυτοί μετρώνται ως μεταβολές της αξίας των αντίστοιχων ανοιχτών θέσεων ή των κερδών. Οι κίνδυνοι της αγοράς διακρίνονται σε:

- Συναλλαγματικός κίνδυνος
- Κίνδυνος μετοχών
- Κίνδυνος επιτοκίων
- Κίνδυνος εμπορευμάτων

Οι **πιστωτικοί κίνδυνοι** αφορούν σε πιθανές απώλειες λόγω αποτυχίας του αντισυμβαλλόμενου μέρους να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του που απορρέουν από κάποια οικονομική σύμβαση.

Οι **κίνδυνοι ρευστότητας** αναφέρονται αφενός στην περίπτωση που μια συναλλαγή δεν μπορεί να εκτελεστεί στην επικρατούσα τιμή εξαιτίας ανεπαρκούς δραστηριότητας της αγοράς και αφετέρου στην περίπτωση αδυναμίας εξυπηρέτησης χρηματοροών, που μπορεί να οδηγήσει σε ρευστοποίηση θέσεων σε δυσμενείς τιμές.

Οι **λειτουργικοί κίνδυνοι** αφορούν σε πιθανές απώλειες λόγω ανεπαρκών συστημάτων, αποτυχιών της διοίκησης, ελλιπών διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου, απάτης, ή ανθρώπινου σφάλματος.

Τέλος, οι **νομικοί κίνδυνοι** αφορούν στην αμφισβήτηση της ισχύος κάποιων όρων ή του συνόλου των όρων των συμβάσεων που έχουν υπογραφεί. Κυρίως εννοούμε την αμφισβήτηση της δυνατότητας, βάσει του νομοθετικού πλαισίου, ενός εκ των συμβαλλομένων να υπογράψει τη σύμβαση. Η εξέλιξη των προϊόντων διαχείρισης κινδύνου.

3.2 Εξέλιξη της διαχείρισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων

Σήμερα οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι δεν επηρεάζουν μόνο τα κέρδη, αλλά και την ίδια την επιβίωση μιας επιχείρησης. Απρόβλεπτες μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα επιτόκια και τις τιμές των προϊόντων αντιπροσωπεύουν κινδύνους που δεν μπορούν να αγνοηθούν.

Δεν αρκεί πλέον η εταιρεία να χρησιμοποιεί την καλύτερη διαθέσιμη τεχνολογία, τη φθηνότερη εργασία και το καλύτερο μάρκετινγκ, καθώς η μεταβλητότητα των τιμών μπορεί να καταστρέψει ακόμη και μια καλά οργανωμένη επιχείρηση.

Μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορούν να δημιουργήσουν σκληρό ανταγωνισμό εκεί όπου δεν υπήρχε προηγουμένως. Ομοίως, μεταβολές στις τιμές οδηγούν σε προτιμήσεις για υποκατάστατα προϊόντα από τους καταναλωτές- προϊόντα που είναι περισσότερο ελκυστικά όσον αφορά την τιμή.

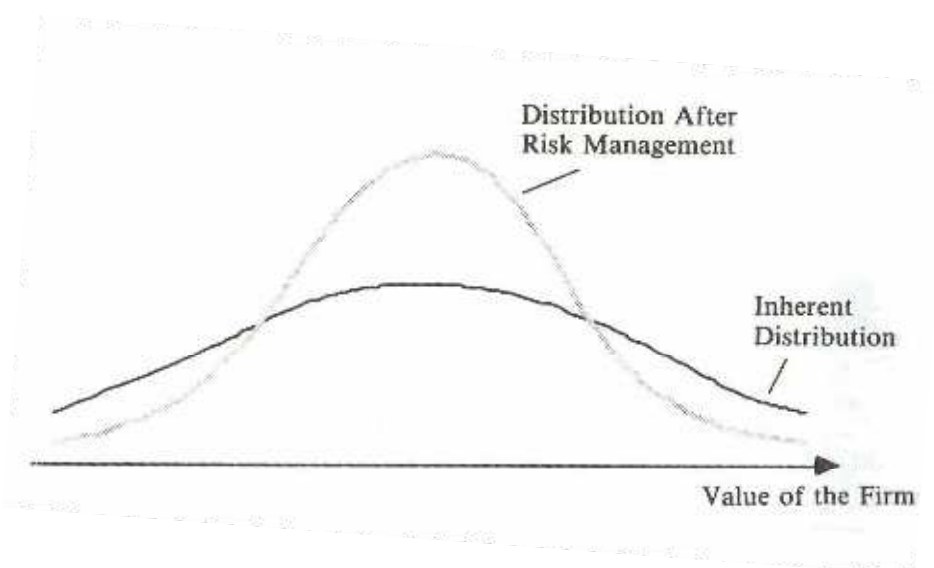
Μεταβολές στα επιτόκια ασκούν πιέσεις τα κόστη της επιχείρησης. Για τις επιχειρήσεις όπου οι πωλήσεις επηρεάζονται αρνητικά από μεγαλύτερα επιτόκια, η αύξηση των επιτοκίων μπορεί να οδηγήσει σε χρηματοοικονομική δυσπραγία καθώς οι πωλήσεις της επιχείρησης μειώνονται ενώ ταυτόχρονα τα κόστη δανεισμού αυξάνεται ραγδαία.

3.3 Λόγοι για τους οποίους οι εταιρείες πρέπει να διαχειρίζονται τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους

3.3.1 Μεταβλητότητα του οικονομικού περιβάλλοντος

Η μεταβλητότητα του οικονομικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο μια επιχείρηση λειτουργεί έχει αυξηθεί δραματικά από τη δεκαετία του 1970 και έπειτα. Η μεταβλητότητα αυτή συνοδεύεται από μεγαλύτερο χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Κατά συνέπεια, η επιχείρηση σήμερα εκτίθεται σε μεγαλύτερο κίνδυνο όσον αφορά τα επιτόκια, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις τιμές των αγαθών, με αποτέλεσμα ο κίνδυνος να επηρεάζει την ίδια την αξία της επιχείρησης.

Η σχέση της διαχείρισης κινδύνου και της αξίας της επιχείρησης παρουσιάζεται στην εικόνα που ακολουθεί. Όπως βλέπουμε, η διαχείριση του κινδύνου σε σχέση με την απουσία αυτής, αυξάνει την αξία της επιχείρησης.



Εικόνα 3,1

Όπου

value of the firm: αξία της επιχείρησης

distribution after risk management: κατανομή μετά τη διαχείριση κινδύνου

inherent distribution: κατανομή χωρίς αντιστάθμιση του κινδύνου

Φαίνεται λογικό κάθε επιχείρηση που εκτίθεται στον κίνδυνο να ασχολείται με την αντιστάθμιση αυτού. Βέβαια, στην πράξη τα πράγματα δεν είναι τόσο απλά. Δεν ασχολούνται όλες οι επιχειρήσεις με τη διαχείριση του κινδύνου. Θα πρέπει τελικά μια επιχείρηση να διαχειρίζεται τον κίνδυνο και ποιοι λόγοι ωθούν τις επιχειρήσεις στη διαχείριση του κινδύνου;

Καθώς πολλές επιχειρήσεις υπόκεινται σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους και πολλά εργαλεία πλέον είναι διαθέσιμα (εκτός του ισολογισμού) για τη διαχείριση του κινδύνου, φαίνεται λογικό οι επιχειρήσεις που εκτίθενται σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους να χρησιμοποιούν τέτοια εργαλεία (προθεσμιακά συμβόλαια, swaps, δικαιώματα κοκ) για να διαχειριστούν τον εκάστοτε κίνδυνο. Κάτι τέτοιο όμως δε συμβαίνει πάντα.

Για να κατανοήσουμε γιατί και πότε μια επιχείρηση πρέπει να διαχειρίζεται το χρηματοοικονομικό κίνδυνο, θα ξεκινήσουμε λέγοντας ότι αντικειμενικός σκοπός μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της καθαρής παρούσας αξίας της. Εκφράζουμε την καθαρά παρούσα αξία ως εξής:

$$E(V_j) = \sum_{t=0}^T \frac{E(NCF_{j,t})}{(1+r_j)^t}$$

Όπου:

$E(V)$ είναι η Καθαρή Παρούσα Αξία της επιχείρησης

$E(NCF_{j,t})$ είναι η αναμενόμενη χρηματοροπή j στο χρόνο t

r_j είναι το επιτόκιο προεξόφλησης

Δεδομένης της παραπάνω παραδοχής η επιχείρηση θα πρέπει να ασχοληθεί με τη διαχείριση του χρηματοοικονομικού κινδύνου αν η διαχείριση του κινδύνου αυξάνει την αναμενόμενη παρούσα αξία της επιχείρησης.

Είναι λογικό να σκεφτεί κανείς τις επιχειρήσεις ως μεμονωμένους επενδυτές. Τα μεμονωμένα άτομα θα ήθελαν να διαχειριστούν ή να μειώσουν τον κίνδυνο διότι από τη φύση τους αποστρέφονται τον κίνδυνο. Οι επιχειρήσεις όμως δεν είναι μεμονωμένα άτομα. Θα μπορούσαν να περιγραφούν ως δημιουργήματα ή ενώσεις μεμονωμένων ατόμων. Καθώς

όμως οι μέτοχοι, δηλαδή οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης είναι μεμονωμένα άτομα και καθώς τα μεμονωμένα άτομα αποστρέφονται τον κίνδυνο, φαίνεται οι παραπάνω να επιθυμούν να μειώσουν τον κίνδυνο της επιχείρησης.

Αυτό όμως δε συμβαίνει πάντα. Για τις επιχειρήσεις, σε αντίθεση με τους μεμονωμένους επενδυτές, η θεωρία χαρτοφυλακίου υποστηρίζει ότι η μη διαχείριση του κινδύνου ίσως να είναι η πλέον κατάλληλη στρατηγική. Για τους μεμονωμένους επενδυτές οι κίνδυνοι είναι διαφοροποιήσιμοι και μπορούν να εξαλειφθούν αν ένας επενδυτής έχει ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Η αποστροφή του κινδύνου αυτή καθαυτή μπορεί να θεωρηθεί ως μια λογική πρακτική για αντιστάθμιση μόνο αν ο ιδιοκτήτης της εταιρείας δεν έχει διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Έτσι, η αποστροφή του κινδύνου γίνεται επιτακτική ανάγκη μόνο όταν η εταιρεία είναι στενά συνδεδεμένη με τον ιδιοκτήτη της.

Η βασική ιδέα της θεωρίας χαρτοφυλακίου είναι απλή. Αν διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία συνδυάζονται σε ένα χαρτοφυλάκιο, ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου που προκύπτει είναι μικρότερος από το γραμμικό συνδυασμό των κινδύνων των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων εκτός αν τα περιουσιακά στοιχεία είναι τέλεια και θετικά συσχετισμένα.

Για το μεμονωμένο επενδυτή η διαχείριση της έκθεσης σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους σε επίπεδο επιχείρησης ίσως να μην είναι σωστή πρακτική γιατί ένας επενδυτής μπορεί πιο αποτελεσματικά να διαχειριστεί τους κινδύνους μεμονωμένα κάνοντας διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου επενδύσεών του.

Η διαχείριση του χρηματοοικονομικού κινδύνου, αν πρόκειται να υιοθετηθεί από την επιχείρηση, θα πρέπει να πραγματοποιηθεί διότι προσθέτει αξία στην επιχείρηση και όχι επειδή είναι εγγενώς σωστό να μειωθεί ο κίνδυνος της επιχείρησης.

Πρακτικά, αν η παρούσα αξία μιας επιχείρησης αυξάνεται, αυτό συμβαίνει διότι είτε αυξάνονται οι καθαρές ταμειακές ροές είτε μειώνεται το προεξοφλητικό επιτόκιο. Εφόσον μιλούμε για κινδύνους, θα πρέπει να περιμένουμε η επίδραση στην αξία της επιχείρησης να προέρχεται από τη μείωση του επιτοκίου προεξόφλησης αλλά η θεωρία χαρτοφυλακίου λέει ότι

μια τέτοια επίδραση δεν μπορεί να υπάρξει. Η διαφοροποίηση των κινδύνων δεν έχει κανένα αποτέλεσμα πάνω στο προεξοφλητικό επιτόκιο μιας επιχείρησης σύμφωνα με τη θεωρία χαρτοφυλακίου. Κατά συνέπεια, εφόσον το επιτόκιο προεξόφλησης παραμένει σταθερό, τα κέρδη από την αντιστάθμιση του κινδύνου θα πρέπει να φανούν στις αναμενόμενες καθαρές ταμειακές ροές αυξάνοντάς τες.

Αλλά πώς μπορεί για χρηματοοικονομική πολιτική να αυξήσει τις πραγματικές ταμειακές ροές σε μια επιχείρηση;

Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα δίνεται από τους Modigliani & Miller και είναι γνωστή ως πρόταση M&M. Στην αρχική της διατύπωση η πρόταση M&M ορίζει ότι: αν δεν υπάρχουν φόροι και κόστη συναλλαγών και αν η επενδυτική πολιτική της επιχείρησης είναι δεδομένη και σταθερή, οι χρηματοοικονομικές πολιτικές είναι αδιάφορες για την επιχείρηση. Η διαχείριση του κινδύνου είναι μια από τις παραπάνω πολιτικές. Για να κατανοήσουμε τους Modigliani και Miller πιο απλά μπορούμε να πούμε ότι σε ένα κόσμο δίχως κόστη συναλλαγών και φόρους και με σταθερές και συγκεκριμένες επενδυτικές πολιτικές, οι επενδυτές μπορούν δημιουργήσουν τους δικούς τους τρόπους διαχείρισης κινδύνου έχοντας διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

Αν όμως οι χρηματοοικονομικές πολιτικές επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης, θα πρέπει να το κάνουν αυτό γιατί πρωτίστως επηρεάζουν τα κόστη συναλλαγών, τους φόρους ή τις επενδυτικές αποφάσεις.

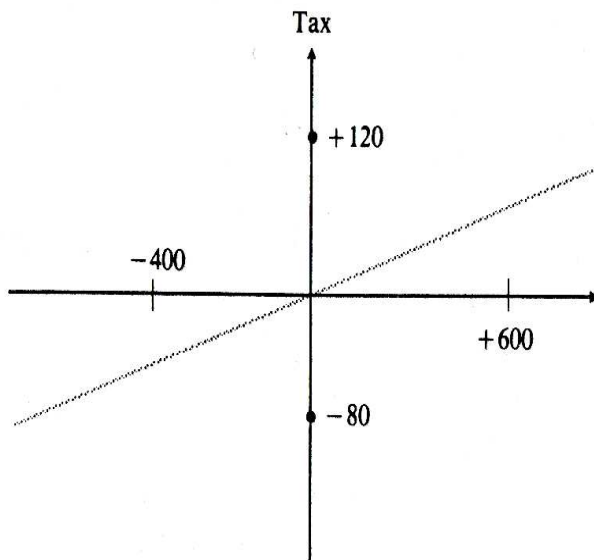
Μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τη θεωρία των Modigliani & Miller για να καθορίσουμε περιοχές όπου αναμένουμε να δούμε την επίδραση της διαχείρισης του κινδύνου στις καθαρές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Η θεωρία αυτή μας δίνει συγκεκριμένους λόγους για τους οποίους οι επιχειρήσεις για πρέπει να αντισταθμίζουν τον εκάστοτε κίνδυνο. Επίσης, η θεωρία μας υποδεικνύει ποιες επιχειρήσεις θα πρέπει να περιμένουμε να ασχολούνται με την αντιστάθμιση του κινδύνου.

3.3.2 Με τη διαχείριση κινδύνου η επιχείρηση μπορεί να μειώσει τους αναμενόμενους φόρους

Για να δούμε πώς η διαχείριση κινδύνου μπορεί να μειώσει τους αναμενόμενους φόρους, θεωρούμε το παρακάτω παράδειγμα:

Υποθέτουμε ότι μια επιχείρηση έχει πιθανότητα 50% να έχει εισόδημα προ φόρων -400 και πιθανότητα 50% το εισόδημα προ φόρων να είναι +600. Οι πιθανότητες αυτές δίνουν ένα αναμενόμενο εισόδημα προ φόρων $E(PTI) +100$.

Παρακάτω βλέπουμε σχηματικά πώς απεικονίζεται το εισόδημα της επιχείρησης σε σχέση με τους φόρους (tax):



Εικόνα 3,2

Στον οριζόντιο άξονα απεικονίζεται το εισόδημα προ φόρων

Στον κάθετο άξονα απεικονίζεται ο φόρος

$$E(PTI) = \frac{1}{2}(-400) + \frac{1}{2}(600) = 100$$

Υποθέτουμε ότι δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και η επενδυτική πολιτική είναι σταθερή. Επίσης υποθέτουμε ότι το επιτόκιο είναι μηδενικό.

Ακόμη υποθέτουμε ότι το ποσοστό φορολογίας είναι 20% επί του εισοδήματος προ φόρων και ότι η κυβέρνηση θα επιδοτήσει το 20% των ζημιών-απωλειών της επιχείρησης.

Στην περίπτωση αυτή ο φόρος στο αναμενόμενο εισόδημα υπολογίζεται ως εξής:

$$T[E(PTI)] = T[100] = 20$$

και ο αναμενόμενος φόρος υπολογίζεται ως εξής:

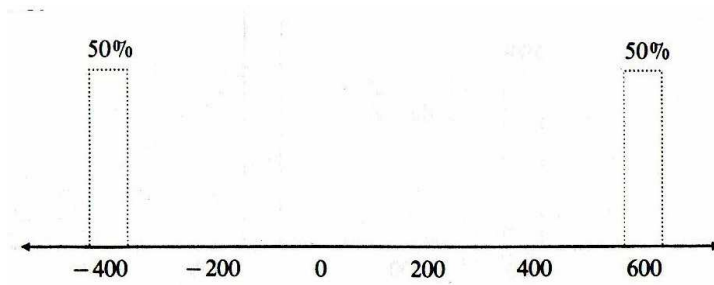
$$E(T) = \frac{1}{4} T(-400) + \frac{1}{2} T(600) = \frac{1}{4}(-80) + \frac{1}{2}(120) = 20$$

Όπως βλέπουμε ο φόρος επί του αναμενόμενου εισοδήματος και ο αναμενόμενος φόρος είναι ίσοι. Κατά συνέπεια δεν υπάρχει κάποιο κέρδος για την επιχείρηση από την αντιστάθμιση του κινδύνου.

Υποθέτουμε τώρα ότι το ποσοστό φορολογίας επί του εισοδήματος προ φόρων παραμένει 20% αλλά η κυβέρνηση επιδοτεί μόνο το 10% επί των ζημιών της επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή η γραφική παράσταση του φόρου γίνεται από γραμμική κυρτή. Ο φόρος επί του αναμενόμενου εισοδήματος και ο αναμενόμενος φόρος δεν είναι πλέον ίσοι. Ο φόρος επί του αναμενόμενου εισοδήματος παραμένει 20 ενώ ο αναμενόμενος φόρος αυξάνεται στο 40.

$$T[E(PTI)] = T[100] = 20$$

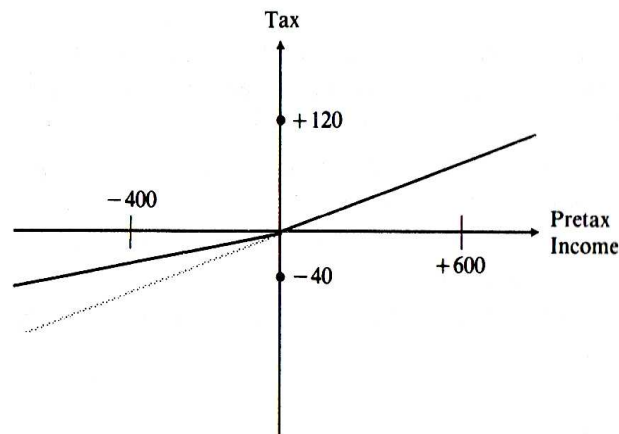
$$E(T) = \frac{1}{2} T(-400) + \frac{1}{2} T(600) = \frac{1}{2}(-40) + \frac{1}{2}(120) = 40$$



Οριζόντιος Άξονας: Εισόδημα προ φόρων

Κάθετος Άξονας: Πιθανότητα Εμφάνισης Ενδεχομένου

Εικόνα 3,3



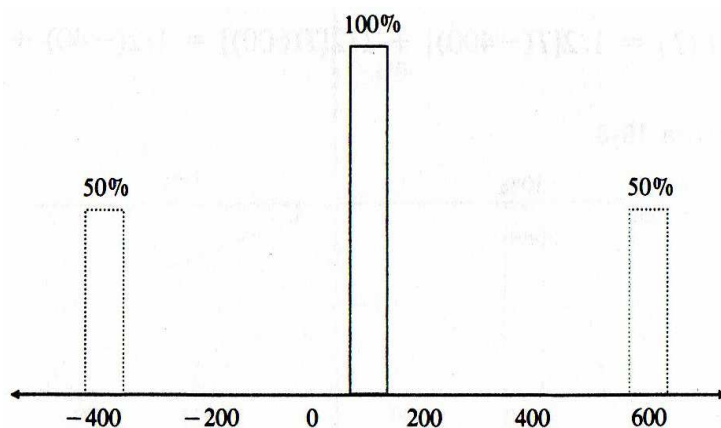
Οριζόντιος Άξονας: Εισόδημα προ φόρων

Κάθετος Άξονας: Φόρος

Εικόνα 3,4

Λογικά, η επιχείρηση θα προτιμούσε το φόρο επί του αναμενόμενου εισοδήματος από τον αναμενόμενο φόρο. Θα προτιμούσε να πληρώσει 20 παρά 40. Όπως φαίνεται παρακάτω αυτό γίνεται με την πλήρη αντιστάθμιση του κινδύνου της επιχείρησης. Με την αντιστάθμιση του κινδύνου η επιχείρηση αντί να έχει 50% πιθανότητα να έχει κέρδη προ φόρων 600 ή ζημιές προ φόρων -400, έχει 100% πιθανότητα να έχει κέρδη προ φόρων 100. Όταν η γραφική παράσταση του φόρου είναι καμπύλη, η αντιστάθμιση δημιουργεί όφελος για την επιχείρηση. Στην προκειμένη περίπτωση το όφελος

είναι 20.



Οριζόντιος Αξονας: Εισόδημα προ φόρων

Κάθετος Αξονας: Πιθανότητα Εμφάνισης Ενδεχομένου

Εικόνα 3,5

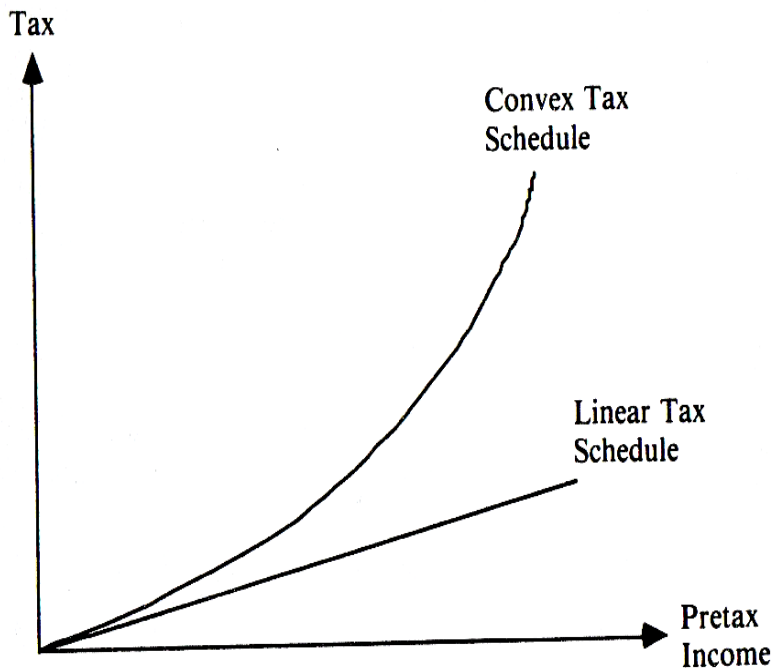
Το φορολογικό όφελος από την αντιστάθμιση είναι θετική συνάρτηση της κυρτότητας του φορολογικού προγράμματος. Ας κάνουμε το φορολογικό πρόγραμμα περισσότερο κυρτό. Υποθέτουμε ότι το ποσοστό φορολογίας επί των κερδών είναι 20% και καμία ζημία δεν επιδοτείται. Στην περίπτωση αυτή το φορολογικό όφελος αυξάνεται από 20 σε 40.

Το φορολογικό όφελος από την αντιστάθμιση είναι θετική συνάρτηση. Ας κρατήσουμε τη μεταβλητότητα του εισοδήματος προ φόρων ίδια αλλά ας μετακινήσουμε την κατανομή στα δεξιά. Αντί -400,+600 ας πούμε ότι έχουμε την κατανομή -200,+800. Στην περίπτωση αυτή το φορολογικό όφελος μειώνεται από 20 σε 10. Τελικά, το φορολογικό όφελος από την αντιστάθμιση είναι μια θετική συνάρτηση της μεταβλητότητας του εισοδήματος προ φόρων. Αν μειώσουμε το εύρος του εισοδήματος προ φόρων σε -200, +400 (έναντι -400,+600) το φορολογικό όφελος μειώνεται από 20 σε 10.

Από τα παραπάνω βλέπουμε ότι για να έχουμε φορολογικά οφέλη από τη διαχείριση κινδύνου, θα πρέπει το φορολογικό πρόγραμμα να είναι κυρτό μέσα στο εύρος του εισοδήματος προ φόρων της επιχείρησης. Όσο πιο κυρτό είναι το φορολογικό πρόγραμμα, τόσο μεγαλύτερα είναι και τα φορολογικά

οφέλη. Κυρτότητα του φορολογικού προγράμματος σημαίνει απλά ότι του οριακό φορολογικό ποσοστό ξεπερνά το μέσο φορολογικό ποσοστό.

Τα φορολογικά οφέλη αυξάνονται από αυξήσεις στην προοδευτικότητα των συντελεστών φορολογίας, από χρονικές μετατοπίσεις των φορολογικών και από φορολογικές εκπτώσεις. Καθώς ακόμη και η εισαγωγή του μικρότερου δυνατού φορολογικού συντελεστή κάνει το φορολογικό πρόγραμμα της επιχείρησης κυρτό, τα φορολογικά οφέλη από τη διαχείριση κινδύνου αυξάνονται ακόμη και από την εισαγωγή ενός μικρού φορολογικού ποσοστού στην επιχείρηση.



Εικόνα 3,6

Όπου

Pretax income: εισόδημα προ φόρων

Tax: φόρος

Convex tax schedule: κυρτό φορολογικό πρόγραμμα

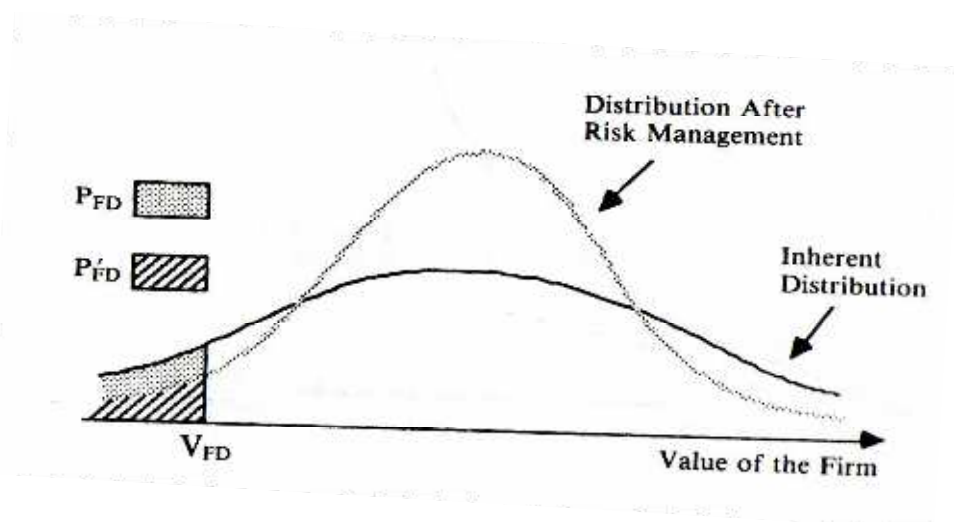
Linear tax schedule: γραμμικό φορολογικό πρόγραμμα

3.3.3 Η αντιστάθμιση μπορεί να μειώσει τα μελλοντικά κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας

Όπως φαίνεται στην εικόνα η διαχείριση κινδύνου μειώνει την πιθανότητα η επιχείρηση να αντιμετωπίσει χρηματοοικονομική δυσπραγία μειώνοντας τη μεταβλητότητα της αξίας της επιχείρησης. Συμπερασματικά, η διαχείριση κινδύνου μειώνει τα κόστη που η επιχείρηση θα αντιμετώπιζε αν βρισκόταν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία. Ας σκεφτούμε τα οφέλη από την αντιστάθμιση σαν μια μείωση στα αναμενόμενα κόστη της επιχείρησης από μια χρηματοοικονομική κρίση.

Η μείωση του κόστους εξαρτάται από δύο παράγοντες: την πιθανότητα η επιχείρηση να παρουσιάσει χρηματοοικονομική δυσπραγία αν δεν κάνει αντιστάθμιση του κινδύνου και τα κόστη που η επιχείρηση θα αντιμετωπίσει αν εισέλθει σε κατάσταση χρηματοοικονομικής δυσπραγίας μείωση του κόστους δηλαδή το όφελος από τη διαχείριση του κινδύνου θα εξαρτάται ευθέως από την πιθανότητα η επιχείρηση να εισέλθει σε κατάσταση χρηματοοικονομικής κρίσης αν η επιχείρηση δεν κάνει αντιστάθμιση του κινδύνου. Επίσης, θα εξαρτάται ευθέως από το κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Δύο παράγοντες καθορίζουν τη πιθανότητα η επιχείρηση να εισέλθει σε κατάσταση Χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.



Εικόνα 3,7

Όπου

value of the firm: αξία της επιχείρησης

distribution after risk management: κατανομή μετά τη διαχείριση κινδύνου

inherent distribution: κατανομή χωρίς αντιστάθμιση του κινδύνου

Πρώτον, καθώς συχνά η χρηματοοικονομική δυσπραγία εμφανίζεται όταν η επιχείρηση αδυνατεί να εκπληρώσει τις σταθερές της υποχρεώσεις, όσο μεγαλύτερος είναι ο λόγος των δεδομένων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τις ταμειακές εισροές της, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Η αδυναμία κάλυψης των υποχρεώσεων της επιχείρησης αυξάνει την πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Δεύτερον, καθώς η χρηματοοικονομική δυσπραγία εμφανίζεται όταν το εισόδημα είναι πολύ χαμηλό για να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της επιχείρησης, η μεταβλητότητα στο εισόδημα της επιχείρησης είναι πολύ σημαντική. Όσο πιο ευμετάβλητο είναι το εισόδημα, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα να εμφανιστεί χρηματοοικονομική δυσπραγία.

Το κόστος Χρηματοοικονομικής δυσπραγίας εξαρτάται από έναν αριθμό παραγόντων. Η χρηματοοικονομική δυσπραγία μπορεί να οδηγήσει σε χρεοκοπία ή αναδιοργάνωση ή ακόμη και σε εκκαθάριση μιας εταιρίας. Στις παραπάνω περιπτώσεις η επιχείρηση αντιμετωπίζει νομικά και λογιστικά κόστη. Τα παραπάνω κόστη απαιτούν ένα συγκεκριμένο προϋπολογισμό. Δεν απαιτούνται περισσότεροι νομικοί, λογιστές ή φοροτεχνικοί για να αναδιοργανώσουν μια μεγάλη εταιρεία από όσους απαιτούνται για να αναδιοργανωθεί μια μικρή εταιρεία. Έτσι, τα κόστη ανά μονάδα είναι υψηλότερα σε μια μικρή επιχείρηση από ότι σε μια μεγάλη. Για το λόγο αυτό, οι μικρές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερο κίνητρο για να ασχοληθούν με την αντιστάθμιση του κινδύνου.

Ακόμη κι αν η χρηματοοικονομική δυσπραγία δεν οδηγήσει την επιχείρηση σε χρεοκοπία, η επιχείρηση θα πρέπει να περιμένει να αντιμετωπίσει έναν αριθμό έμμεσων κοστών. Το γεγονός αυτό οφείλεται σε υψηλότερα κόστη συναλλαγών με πελάτες, εργαζόμενους και προμηθευτές.

Οι επιχειρήσεις που παρέχουν υπηρεσίες έχουν υψηλότερο βαθμό συμβάσεων με τους πελάτες τους. Κατά συνέπεια, τέτοιες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερα κόστη όταν παρουσιάσουν οικονομικά προβλήματα καθώς η αξία που οι καταναλωτές αναγνωρίζουν στην παροχή υπηρεσιών εξαρτάται από τη χρηματοοικονομική βιωσιμότητα της επιχείρησης. Αν η επιχείρηση είναι λιγότερο βιώσιμη, οι καταναλωτές θα εκτιμήσουν σε χαμηλότερη τιμή τις υπηρεσίες της επιχείρησης.

Ομοίως τα συναλλακτικά κόστη είναι υψηλότερα της επιχείρησης εκείνες που παράγουν αγαθά των οποίων η ποιότητα είναι πολύ σημαντική αλλά είναι δύσκολο να αξιολογηθεί πριν από την κατανάλωση, παραδείγματος χάριν φάρμακα ή υπηρεσίες αερογραμμών. Οι καταναλωτές των αγαθών αυτών θα πρέπει να χρησιμοποιήσουν άλλα χαρακτηριστικά για να εκτιμήσουν την ποιότητα του αγαθού. Αν η επιχείρηση βρίσκεται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία, οι καταναλωτές ανησυχούν για την ενδεχόμενη μείωση της ποιότητας των προϊόντων.

Τα κόστη συναλλαγών για μια επιχείρηση σε σχέση με τους εργαζομένους της είναι υψηλότερα όσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί πιο εξειδικευμένη εργασία ή όσο ξοδεύει περισσότερο χρόνο και χρήματα για την εκπαίδευση των εργαζομένων. Αν η επιχείρηση βρίσκεται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και αυτό είναι γνωστό, οι εργαζόμενοι είναι πιθανόν να αποχωρούν και να αντικαθίστανται από νέους, γεγονός που αυξάνει το κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Τα κόστη συναλλαγών με τους προμηθευτές είναι υψηλότερα όταν η επιχείρηση ζητά από τους προμηθευτές της μεγαλύτερη διαφοροποίηση των προϊόντων ή όταν η επιχείρηση έχει λιγότερους διαθέσιμους προμηθευτές. Στην περίπτωση όπου η επιχείρηση παρουσιάζει χρηματοοικονομική δυσπραγία είναι περισσότερο πιθανό να λαμβάνει δυσμενείς όρους πληρωμής, χρόνους παράδοσης και υπηρεσίες και επιπλέον οι προμηθευτές της μπορεί να είναι λιγότερο πρόθυμοι να προσαρμόσουν την παραγωγική τους διαδικασία ώστε να ικανοποιήσουν τη ζήτηση εκ μέρους της επιχείρησης.

3.3.4 Η αντιστάθμιση του κινδύνου μπορεί να αυξήσει τη δυνατότητα δανεισμού εκ μέρους της επιχείρησης

Οι Modigliani και Miller υπέθεσαν έναν κόσμο όπου η επενδυτική πολιτική της επιχείρησης είναι σταθερή. Έτσι, αν αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων της, η άριστη σταθερή επενδυτική πολιτική είναι απλή: αποδοχή όλων των επενδύσεων με θετική παρούσα αξία και απόρριψη εκείνων που έχουν αρνητική παρούσα αξία.

Υπάρχουν όμως περιπτώσεις όπου η επιχείρησή μπορεί να απορρίψει μια επένδυση με θετική παρούσα αξία. Ας υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση υπόκειται σε κίνδυνο λόγω της μεταβολής της τιμής του πετρελαίου.

ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΕΜΦΑΝΙΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ	ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ Α
Η ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΑΥΞΑΝΕΤΑΙ	0,5	1000
Η ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΜΕΙΩΝΕΤΑΙ	0,5	200

Έστω ότι η επιχείρηση έχει διαθέσιμο ένα επενδυτικό σχέδιο με θετική καθαρά παρούσα αξία. Μια δαπάνη \$600 στην περίοδο Α θα οδηγήσει σε μια εισπραξη \$800 στην περίοδο Β.

Η επιχείρηση προγραμματίζει να εκδώσει ομόλογα με ονομαστική αξία \$500 στην περίοδο Α και να δώσει τις εισπράξεις από αυτά στους μετόχους της. Για την απλούστευση του παραδείγματος, υποθέτουμε ότι δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και φόροι και ότι το ακίνδυνο επιτόκιο είναι μηδέν.

Όπως παρουσιάζεται παρακάτω, εάν η τιμή του πετρελαίου πέσει, η επιχείρηση δε θα αναλάβει το σχέδιο, έστω και αν αυτό έχει θετική καθαρά παρούσα αξία – δηλαδή εάν η αξία της εταιρίας στην περίοδο Α είναι \$200, οι μέτοχοι δεν θα αναλάβουν της θετικής καθαρής παρούσης αξίας σχέδιο.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ Α ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ		ΠΕΡΙΟΔΟΣ Β			ΑΝΑΛΗΨΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ
		ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	ΑΞΙΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ	ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑ ΙΩΝ	
1000	ΑΝΑΛΗΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	1200	500	700	ΝΑΙ
	ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	1000	500	500	
200	ΑΝΑΛΗΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	400	500	-100	ΌΧΙ
	ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	200	200	0	

Όπως σημειώνεται παραπάνω, τα ομόλογα θα πουληθούν για \$350 και όχι για \$500, οι εισπράξεις των οποίων θα διανεμηθούν στους μετόχους. Η αναμενόμενη παρούσα αξία είναι \$350. Η συνολική αξία του κεφαλαίου είναι \$350. Η συνολική αξία για τους μετόχους (συμπεριλαμβανομένων των μερισμάτων) είναι \$700.

Αυτό επεξηγεί μια κλασική σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των κατόχων ομολόγων η οποία αποκαλείται πρόβλημα υποεπένδυσης. Εάν η αξία της επιχείρησης είναι χαμηλή, οι μέτοχοι θα επιλέξουν να μην αναλάβουν το σχέδιο με τη θετική παρούσα αξία επειδή τα κέρδη πηγαίνουν στους κατόχους ομολόγων. Το πρόβλημα είναι το ποσό του χρέους στην κεφαλαιακή δομή της εταιρίας. Όπως διευκρινίζεται παρακάτω, εάν η επιχείρηση μειώνει την αναλογία χρέους/ κεφαλαίου, το πρόβλημα της υποεπένδυσης εξαφανίζεται.

Υποθέτουμε ότι μια εταιρία εξέδωσε ομόλογα με ονομαστική αξία \$350 αντί \$500:

ΠΕΡΙΟΔΟΣ Α		ΠΕΡΙΟΔΟΣ Β			
ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ		ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	ΑΞΙΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ	ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	ΑΝΑΛΗΨΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ
1000	ΑΝΑΛΗΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	1200	350	850	ΝΑΙ
	ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	1000	350	650	
200	ΑΝΑΛΗΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	400	350	50	ΝΑΙ
	ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	200	200	0	

Με μικρότερο ποσό χρέους στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης, το σχέδιο που έχει καθαρή παρούσα αξία θετική θα αναλαμβάνεται πάντα. Το δάνειο (ομόλογα) πωλείται στην ονομαστική του αξία \$350, οι εισπράξεις του οποίου πηγαίνουν στους μετόχους. Η αναμενόμενη παρούσα αξία της καθαρής θέσης είναι \$450, οπότε η συνολική αξία της θέσης των μετόχων είναι (συμπεριλαμβανομένων των μερισμάτων) $\$450 + \$350 = \$800$, ενώ η αξία της θέσης των μετόχων ήταν \$700 όταν η ονομαστική αξία του χρέους ήταν \$500. Με τη μείωση της ονομαστικής αξίας του χρέους, οι μέτοχοι έχουν κερδίσει \$100.

Σαν εναλλακτική λύση της αλλαγής της αναλογίας χρέος /καθαρή θέση, το πρόβλημα της υποεπένδυσης μπορεί να αντιμετωπιστεί με τη χρησιμοποίηση των τεχνικών διαχείρισης κινδύνων.

Υποθέτουμε ότι μια επιχείρηση θα μπορούσε να προστατεύσει την έκθεσή της στις τιμές του πετρελαίου έτσι ώστε άσχετα από το τι συμβαίνει στις τιμές του πετρελαίου, η αξία της εταιρίας να παραμένει \$600. Όταν η αξία της εταιρίας προστατεύεται ενάντια στις διακυμάνσεις των τιμών του πετρελαίου, το σχέδιο που έχει καθαρή παρούσα αξία θετική θα

αναλαμβάνεται πάντα.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ Α		ΠΕΡΙΟΔΟΣ Β			
ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ		ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	ΑΞΙΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ	ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	ΑΝΑΛΗΨΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ
600	ΑΝΑΛΗΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	800	500	300	ΝΑΙ
	ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΣΧΕΔΙΟΥ	600	500	100	

Με την αντιστάθμιση ενάντια στις τιμές του πετρελαίου, η εταιρία μπορεί να εκδώσει ομόλογο με ονομαστική αξία \$500 και να αποφύγει το πρόβλημα της υποεπένδυσης. Σε αυτήν την περίπτωση η συνολική αξία του πλούτου των μετόχων είναι \$800, δηλαδή το μέρισμα που πληρώνεται από τις εισπράξεις του ομολόγου εκδίδουν (\$500) συν την αξία της καθαρής θέσης (\$300).

Όσο μεγαλύτερο δανεισμό έχει μια εταιρία στην κεφαλαιακή δομή της, τόσο μεγαλύτερο είναι το όφελος από τη χρησιμοποίηση της διαχείρισης των κινδύνων για να ελεγχθεί το πρόβλημα της υποεπένδυσης.

Εναλλακτικά, η όσο περισσότερη διαχείριση κινδύνων κάνει μια εταιρία, το περισσότερο δανεισμό μπορεί να υποστηρίξει.

3.3.5 Η διαχείριση του κινδύνου μπορεί να μειώσει τα έξοδα δανεισμού μιας εταιρίας

Το πρόβλημα της υποεπένδυσης είναι μια μόνο από τις δυσκολίες από τη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και κατόχων ομολόγων - μιας σύγκρουσης που αποτελεί υποπερίπτωση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης. Το πρόβλημα αυτό αναφέρεται στις συγκρούσεις συμφερόντων που εμφανίζονται σε ουσιαστικά όλες τις συνεταιριστικές δραστηριότητες μεταξύ όσων έχουν ατομικά συμφέροντα σε μια επιχείρηση. Η σύγκρουση προκύπτει από τις

διαφορετικές αξιώσεις που έχουν οι κάτοχοι ομολόγων και οι μέτοχοι.

Γνωρίζουμε ότι μια αύξηση στην αναλογία δανεισμού/ καθαρής θέσης αυξάνει την πιθανότητα της σύγκρουσης μεταξύ των κατόχων ομολόγων και των μετόχων - και ότι με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται και η αξία της στρατηγικής αντιστάθμισης για τη μείωση του κόστους αυτής της σύγκρουσης. Ένας άλλος καθοριστικός παράγοντας της σύγκρουσης (και συνεπώς της αξίας της στρατηγικής αντιστάθμισης) βρίσκεται στο εύρος των διαθέσιμων προγραμμάτων επένδυσης για μια εταιρία. Όπως οποιαδήποτε επιλογή, η αξία της κεφαλαίου των μετόχων αυξάνεται καθώς αυξάνεται η αστάθεια στις αποδόσεις των εκάστοτε περιουσιακών στοιχείων. Εάν οι μέτοχοι μπορούσαν να μεταπηδήσουν από τα επενδυτικά προγράμματα χαμηλής διακύμανσης σε επενδυτικά προγράμματα υψηλής διακύμανσης, οι μέτοχοι θα μετέφεραν τον πλούτο από τους κατόχους ομολόγων.

Αλλά δεδομένου ότι οι κάτοχοι ομολόγων συνειδητοποιούν τη δυνατότητα μιας τέτοιας καιροσκοπικής συμπεριφοράς, προστατεύονται από την επιθυμία των μετόχων να επιλέξουν τα προγράμματα υψηλής διακύμανσης με την πτώση της τιμής που είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για τα ομόλογα.. Αυτές οι κινήσεις που προστατεύουν τα συμφέροντα των κατόχων ομολόγων μπορούν να λάβουν τη μορφή περιοριστικών συμβολαίων ή μεθόδων αντιστάθμισης του κινδύνου.

Τέλος, εκτός από το επίπεδο του δανεισμού στην κεφαλαιακή δομή της εταιρίας, η αξία του προγράμματος διαχείρισης κινδύνων σε μια εταιρία εξαρτάται από το εύρος των διαθέσιμων επενδυτικών έργων. Όσο μεγαλύτερο είναι το εύρος των διαθέσιμων επενδυτικών προγραμμάτων, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα σύγκρουσης μεταξύ των κατόχων ομολόγων και των μετόχων. Αλλά κάτι τέτοιο αυξάνει και την αξία ενός προγράμματος αντιστάθμισης που θα μείωνε τη σύγκρουση.

4. Συναλλαγματικός κίνδυνος

4.1 Σημαντικότητα των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Κάτω από το σταθερό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών Bretton Woods οι εισαγωγείς γνώριζαν πόσο θα πλήρωναν για τα αγαθά που εισήγαγαν στο τοπικό τους νόμισμα και οι εξαγωγείς γνώριζαν πόσα χρήματα θα έπρεπε να εισπράξουν στο τοπικό τους νόμισμα. Αν οι εισαγωγείς πουλούσαν στους καταναλωτές με ένα δεδομένο περιθώριο κέρδους και τα κόστη των εξαγωγέων ήταν μικρότερα της τιμής πώλησης του εκάστοτε προϊόντος, τότε τα κέρδη ήταν δεδομένα για την κάθε πλευρά. Με την κατάρρευση όμως του παραπάνω συστήματος οι κανόνες άλλαξαν. Και οι δύο πλευρές της συναλλαγής πλέον αντιμετώπιζαν το συναλλαγματικό κίνδυνο. Κάθε πλευρά ήθελε να κάνει τη συναλλαγή στο τοπικό της νόμισμα ώστε να αποφύγει τον κίνδυνο. Το περιθώριο κέρδους του εισαγωγέα μπορούσε -και συχνά συνέβαινε- να εξαφανιστεί αν το τοπικό νόμισμα αποδυναμωνόταν έναντι του νομίσματος του εξαγωγέα και τα εισαγόμενα αγαθά τιμολογούνταν με βάση το νόμισμα του εξαγωγέα.

Η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών επίσης επηρεάζει σημαντικά και τις πραγματικές αποδόσεις των εγχώριων έναντι των ξένων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Αρνητικές μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορούν να στρεβλώσουν τις αποδόσεις των ξένων περιουσιακών στοιχείων όταν αυτές αποτιμώνται σε εγχώριο νόμισμα. Συμπερασματικά, η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζει τη δομή των χαρτοφυλακίων καθώς οι δανειστές και οι δανειζόμενοι προσπαθούν να διαφοροποιήσουν το συναλλαγματικό τους κίνδυνο έχοντας περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις σε διαφορετικά νομίσματα.

Εξαιτίας της μεταβλητότητας των τιμών συναλλάγματος αναπτύχθηκαν διαχρονικά εργαλεία για την αντιμετώπιση του συναλλαγματικού κινδύνου. Έτσι, στις αρχές της δεκαετίας 1970 άρχισαν να χρησιμοποιούνται σημαντικά τα προθεσμιακά συμβόλαια συναλλάγματος ενώ στη συνέχεια εμφανίστηκαν

τα swaps συναλλάγματος και τα δικαιώματα προαίρεσης σε συνάλλαγμα ως μέσα για την αντιστάθμιση του κινδύνου.

Από τη σκοπιά των χρηματοοικονομικών αγορών οι αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον κατά τη δεκαετία 1970 είναι σημαντικές καθώς προκάλεσαν μια νέα ζήτηση για χρηματοοικονομικά εργαλεία. Το χρηματοοικονομικό περιβάλλον είναι καθοριστικός παράγοντας όσον αφορά στα είδη των εργαλείων που αποδεικνύονται επιτυχημένα στην αγορά. Με λίγα λόγια η δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων είναι ένα φαινόμενο που υπαγορεύεται από τη ζήτηση. Αν το χρηματοοικονομικό περιβάλλον είναι σταθερό, η αγορά θα χρησιμοποιήσει απλά εργαλεία. Σε ένα χρηματοοικονομικό περιβάλλον που διακρίνεται όμως από αβεβαιότητα, θα πρέπει να περιμένουμε τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων για τη διαχείριση κινδύνων. Έτσι, αυτή η αβεβαιότητα, ενώ δημιουργεί προβλήματα, δημιουργεί και το κατάλληλο έδαφος για καινοτομία. Μέσα από αυτή τη διαδικασία της καινοτομίας, οι χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι αυξάνουν τις δραστηριότητές τους προσφέροντας στους καταναλωτές προϊόντα ώστε να διαχειριστούν τον κίνδυνο ή συχνά την ικανότητα να διαχειριστούν τον κίνδυνο προς δικό τους όφελος. Μέσα από αυτήν την καινοτομία επίσης, τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα μπορούν να κάνουν καλύτερες εκτιμήσεις και να διαχειριστούν πιο αποτελεσματικά τα δικά τους χαρτοφυλάκια

4.2 Ορισμός και κατηγορίες του συναλλαγματικού κινδύνου

4.2.1 Γενικά

Όπως προείπαμε, ο συναλλαγματικός κίνδυνος αποτελεί ένα είδος του κινδύνου αγοράς. Πρόκειται για την επίδραση των απρόσμενων μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην αξία της επιχείρησης.

Για πρακτικούς λόγους, τρεις ερωτήσεις συλλαμβάνουν την έκταση της έκθεσης μιας επιχείρησης στο συναλλαγματικό κίνδυνο:

1. Πόσο γρήγορα μπορεί η εταιρία να ρυθμίσει τις τιμές της για να αντισταθμίσει τον αντίκτυπο μιας απροσδόκητης μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας στο περιθώριο κέρδους της;
2. Πόσο γρήγορα μπορεί η εταιρία να αλλάξει τις πηγές των εισροών της και τις αγορές για τα προϊόντα της;
3. Σε τι βαθμό οι μεταβολές που συνδέονται με τις απροσδόκητες συναλλαγματικές ισοτιμίες ασκούν επίδραση στην αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης;

Η μέτρηση και διαχείριση της έκθεσης στο συναλλαγματικό κίνδυνο είναι σημαντικό εργαλείο για τη μείωση της αδυναμίας της επιχείρησης στην ανταπόκριση στις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, γεγονός που θα μπορούσε να έχει αρνητικές επιπτώσεις στο περιθώριο κέρδους αλλά και στην αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Οι απρόβλεπτες μεταβολές μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορούν να απειλήσουν τα κέρδη του βασικού νομίσματος της επιχείρησης, να αυξήσουν τη φορολογία, να αλλάξουν τις αντιλήψεις για τους ισολογισμούς, και να απειλήσουν τελικά τις ανταγωνιστικές θέσεις, την οικονομική υγεία ή την εταιρική επιβίωση.

Η διοίκηση του συναλλαγματικού κινδύνου αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της λήψης αποφάσεων κάθε επιχείρησης αναφορικά με την έκθεση σε ξένα νομίσματα (Allayannis, Ihrig, και Weston, 2001). Οι στρατηγικές αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου αποσκοπούν στην εξάλειψη ή τη μείωση αυτού του κινδύνου, και απαιτούν την κατανόηση τόσο των τρόπων με τους οποίους ο συναλλαγματικός κίνδυνος επηρεάζει τις πράξεις των οικονομικών παραγόντων και αλλά και των τεχνικών για την αντιμετώπιση των επακόλουθων συνεπειών των κινδύνων (Barton, Shenkir, και Walker, 2002). Η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής αντιστάθμισης είναι συχνά δύσκολη λόγω της πολυπλοκότητας που χαρακτηρίζει την μέτρηση του κινδύνου και τη λήψη αποφάσεων σχετικά με το βαθμό έκθεσης στον κίνδυνο που πρέπει να καλυφθεί.

4.2.2 Ορισμός

Ένας κοινός ορισμός του συναλλαγματικού κινδύνου σχετίζεται με τις επιπτώσεις των απροσδόκητων μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών επί της αξίας της εταιρείας (Madura, 1989).

Ειδικότερα, ορίζεται ως η πιθανή άμεση (ως αποτέλεσμα μιας μη αντισταθμισμένης έκθεσης της επιχείρησης) ή έμμεση απώλεια στις ταμειακές ροές της επιχείρησης, στα περιουσιακά της στοιχεία, στις υποχρεώσεις, στα καθαρά κέρδη και συνακόλουθα στη χρηματιστηριακή αξία εξαιτίας μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Για τη διαχείριση των συναλλαγματικών κινδύνων που εμπίπτουν στη δραστηριότητα μιας πολυεθνικής εταιρείας, η επιχείρηση οφείλει να καθορίζει το είδος του συναλλαγματικού κινδύνου στον οποίο υπόκειται, την στρατηγική αντιστάθμισης του κινδύνου αλλά και τα διαθέσιμα μέσα για την αντιμετώπιση του κινδύνου.

4.2.3 Κατηγορίες Συναλλαγματικού Κινδύνου

Τρεις είναι οι κύριοι τύποι του συναλλαγματικού κινδύνου (Shapiro, 1996, Madura, 1989)

4.2.3.1 Έκθεση Συναλλαγής (Transaction Exposure)

Η έκθεση συναλλαγής είναι η πιο ορατή καθημερινή πτυχή κινδύνου συναλλάγματος στην επιχείρηση και μπορεί να θεωρηθεί ως το παρόν εύκολα προσδιορισμένο ποσοστό της οικονομικής έκθεσης (που αναλύεται παρακάτω). Ο κίνδυνος αυτός αφορά κατά βάση τις ταμειακές ροές της επιχείρησης και ασχολείται με το αποτέλεσμα της μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις υποχρεώσεις, στις απαιτήσεις, αλλά και στον επαναπατρισμό των μερισμάτων.

Ο Wihlborg ορίζει την έκθεση συναλλαγής ως την αβέβαιη στο τοπικό νόμισμα αξία μιας ανοικτής θέσης που αποτιμάται σε ξένο νόμισμα στα πλαίσια μιας γνωστής συναλλαγής. Πρόκειται δηλαδή για μια μελλοντική ροή εκφρασμένη σε ξένο νόμισμα. Όπως αναμένεται, διακυμάνσεις στη σχέση συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά τη διάρκεια της ζωής μιας σύμβασης θα οδηγήσει σε αναπάντεχα ταμειακά κέρδη ή απώλειες με φορολογικές επιπτώσεις που δεν είναι απαραίτητως συμμετρικές μεταξύ των κερδών και των απωλειών αλλά ούτε και συνεπείς στους διαφορετικούς τύπους συναλλαγών (Laurent L. Jacques 1981).

Η μορφή αυτή κινδύνου συνήθως συναντάται από εξαγωγείς και εισαγωγείς, εφόσον η παράδοση λαμβάνει χώρα σε μελλοντικό χρόνο. Πρόκειται για τον κίνδυνο να μειωθεί η αξία των εσόδων σε ξένο νόμισμα όταν αυτή μετατραπεί στο τοπικό νόμισμα. Επίσης, κίνδυνος συναλλαγών είναι και ο κίνδυνος αύξησης της αξίας των πληρωμών σε συνάλλαγμα όταν αυτές μετατρέπονται σε εγχώριο νόμισμα. Επομένως υπάρχει αύξηση της αξίας των πληρωμών από την στιγμή που υπογράφεται μια οικονομική σύμβαση έως την στιγμή όπου γίνεται η πληρωμή της.

Ο κίνδυνος αυτός συναντάται σε πολλούς τομείς: πχ παραγωγικός τομέας, αλλά μεγαλύτερη είναι η σημασία του στην περίπτωση των διασυνοριακών αποκτήσεων αγαθών.

4.2.3.2 Έκθεση Μετάφρασης (Translation Exposure)

Η είσοδος σε μια ξένη αγορά μέσω της άμεσης επένδυσης οδηγεί στην αποκαλούμενη έκθεση μεταφράσεων. Ο Wihlborg ορίζει αυτή την έκθεση ως την αβέβαιη αξία, όταν αυτή μεταφράζεται στο εγχώριο νόμισμα σε μια ορισμένη μελλοντική ημερομηνία, μιας καθαρής λογιστικής θέσης που αποτιμάται σε ξένο νόμισμα.

Ο κίνδυνος αυτός αντιμετωπίζεται από επιχειρήσεις οι οποίες έχουν στο εξωτερικό περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις ή γενικά ροές εισοδήματος. Οι επιχειρήσεις αυτές οφείλουν να μεταφράζουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων στο νόμισμα στο οποίο τηρούν τα λογιστικά τους βιβλία στο τέλος της λογιστικής περιόδου και το γεγονός αυτό δημιουργεί τον εξής κίνδυνο: η αξία των περιουσιακών στοιχείων που εκφράζονται σε ξένο νόμισμα στον ισολογισμό να μειωθεί ή αντίστοιχα, η αξία των υποχρεώσεων να αυξηθεί από το ένα έτος στο επόμενο. Αν δεν πραγματοποιείται σωστή διαχείριση του κινδύνου, είναι πιθανό να εμφανιστούν υποτιμημένα περιουσιακά στοιχεία ή / και διογκωμένες υποχρεώσεις, που επηρεάζουν δυσμενώς τις τραπεζικές συμφωνίες και περιορίζουν την ανάπτυξη.

➤ *Μια άλλη προσέγγιση του κινδύνου μετάφρασης είναι η εξής:*

Είναι κατά βάση κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας ισολογισμών και συνδέει τις κινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας με την αξιολόγηση και αποτίμηση μιας ξένης θυγατρικής εταιρείας και, στη συνέχεια, με την ένταξη της ξένης θυγατρικής τον ισολογισμό της μητρικής εταιρείας. Ο κίνδυνος μετάφρασης για ένα ξένο υποκατάστημα μετρίεται συνήθως με την έκθεση

των καθαρών περιουσιακών στοιχείων στην πιθανή μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στην κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων της μητρικής εταιρείας, η μετάφραση μπορεί να γίνει είτε στη συναλλαγματική ισοτιμία που αντιστοιχεί στο τέλος της περιόδου είτε στη μέση συναλλαγματική ισοτιμία της περιόδου, ανάλογα με τους κανονισμούς λογιστικής που διέπουν τη μητρική εταιρεία. Κατά συνέπεια, ενώ οι δηλώσεις εισοδήματος είναι συνήθως μεταφρασμένες στη μέση συναλλαγματική ισοτιμία της περιόδου, οι Ισολογισμοί των ξένων υποκαταστημάτων είναι συχνά εκφρασμένοι στην τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία κατά το χρόνο ενοποίησης τους.

4.2.3.3 Οικονομική Έκθεση (Economic Exposure)

Ο κίνδυνος αυτός αντανακλά κυρίως τη μεταβολή της παρούσας αξίας των μελλοντικών λειτουργικών ταμειακών ροών εξαιτίας των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ουσιαστικά, ο οικονομικός κίνδυνος αφορά την επίδραση των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών στα έσοδα (εγχώριες πωλήσεις και εξαγωγές) και στα λειτουργικά έξοδα (δαπάνες για τους εγχώριους συντελεστές παραγωγής και εισαγωγές) και τελικά στην αξία της εταιρείας. Επίσης, ο οικονομικός κίνδυνος συναντάται στην παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών των εργασιών τόσο της μητρικής εταιρείας μιας επιχείρησης, αλλά και των θυγατρικών εταιρειών στο εξωτερικό.

Πρόκειται για τον κίνδυνο οι βασικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης και όχι μια μεμονωμένη πράξη να επηρεαστούν από δυσμενείς συναλλαγματικές διακυμάνσεις. Με την αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση, το κεφάλαιο κινείται γρήγορα ώστε να γίνει εκμετάλλευση των αλλαγών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Υποτιμήσεις των ξένων νομισμάτων μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση του ανταγωνισμού τόσο στις διεθνείς όσο και στις εγχώριες αγορές.

Ο οικονομικός κίνδυνος είναι η περισσότερο κρίσιμη μορφή συναλλαγματικού κινδύνου και η κυρίαρχη μορφή του συναλλαγματικού

κινδύνου που απασχολεί την εταιρία (Adler και Dumas,1984 και Shapiro, 1989).

Η προέλευση του οικονομικού κινδύνου και του κινδύνου συναλλαγής βρίσκεται συχνά στις στρατηγικές και λειτουργικές αποφάσεις. Οι στρατηγικές και λειτουργικές αποφάσεις είναι κεντρικές στην επιβίωση και την εξέλιξη της εταιρίας και λαμβάνονται με στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Εντούτοις, οι πραγματικές αποφάσεις έχουν τις αναπόφευκτες συνέπειες της έκθεσης στον κίνδυνο. Εάν ο συναλλαγματικός μπορεί να ρυθμιστεί, από τις προγενέστερες αλλαγές στη στρατηγική και τη λειτουργική πολιτική έτσι ώστε ο στόχος για τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων να μη συμβιβαστεί, η εταιρία μπορεί να είναι σε θέση να μειώσει την κλίμακα των επόμενων προβλημάτων διαχείρισης κινδύνων συναλλάγματος. Αυτό στη συνέχεια θα μειώσει την ανάγκη για την εκτενή χρήση των εσωτερικών και εξωτερικών οικονομικών τεχνικών για τη διαχείριση του κινδύνου.

Σε πολλές περιπτώσεις συνήθως συναντούμε περισσότερους από έναν από τους παραπάνω κινδύνους. Για παράδειγμα, μια βρετανική βιομηχανία με αμερικανική θυγατρική εταιρεία μπορεί να αντιμετωπίζει κίνδυνο συναλλαγών όσον αφορά τις εξαγωγές στην Ευρώπη. Επίσης, μπορεί να αντιμετωπίζει κίνδυνο μετάφρασης σχετικά με την αξία της στερλίνας για το αμερικανικό εργοστάσιο αλλά και το κέρδος που συνδέεται με τα εμβάσματα. Τέλος, αντιμετωπίζει και τον οικονομικό κίνδυνο καθώς το ασθενέστερο ευρώ γίνεται σημαντικός ανταγωνιστής στην αγορά των ΗΠΑ αλλά και στην αγορά της Μ. Βρετανίας.

Στο παρελθόν, το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον για την εταιρική έκθεση στο Συναλλαγματικό Κίνδυνο προερχόταν σχεδόν αποκλειστικά από τομείς της λογιστικής και της χρηματοδότησης. Η αξιολόγηση της έκθεσης έλαβε πολύ μεγάλη προσοχή από τους διευθυντές και μελετητές που ενδιαφέρονταν για την εξομάλυνση των επιδράσεων των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών επί των λογιστικών κερδών. Η αναγνώριση της έκθεσης στο Συναλλαγματικό Κίνδυνο προέκυπτε από την πρακτική ανάγκη να

εκφραστούν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις των μη εγχώριων διαδικασιών της επιχείρησης στα εκάστοτε τοπικά νομίσματα (Έκθεση Μετάφρασης) και από τη δυνατότητα εμφάνισης λογιστικών κερδών ή απωλειών στα εισπρακτέα και πληρωτέα ποσά που εκφράζονται σε ξένα νομίσματα (Έκθεση Συναλλαγής).

Εκτιμώντας ότι οι λογιστικές έννοιες της Έκθεσης Συναλλαγής και της Έκθεσης Μετάφρασης έχουν κωδικοποιηθεί μέσα από λογιστικά πρότυπα, κανένα τέτοιο πρότυπο δεν έχει διατυπωθεί για την Οικονομική Έκθεση. Ένα σημείο διαφωνίας στις υπάρχουσες ακαδημαϊκές συζητήσεις για την Οικονομική Έκθεση είναι η επιλογή της εξαρτημένης μεταβλητής. Η οικονομική έκθεση έχει συζητηθεί από την άποψη της ευαισθησίας των ταμειακών ροών, τα λογιστικά κέρδη και την πραγματική αξία της εταιρίας στις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας (Lessard, 1986; Bishop & Dixon, 1992; Oxelheim & Wihlborg, 1987). Αυτές οι ποικίλες προοπτικές όσον αφορά στην οικονομική έκθεση επισημαίνουν την ανάγκη να διευκρινιστεί η επιλογή της εξαρτώμενης μεταβλητής στον καθορισμό και τη μέτρηση της οικονομικής έκθεσης.

Στο πρώιμο έργο του ο Shapiro (1975, 1977) εστίασε στην ευαισθησία των ταμειακών ροών στις ονομαστικές μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η έμφαση στις ταμειακές ροές βρίσκεται επίσης στις προσπάθειες των manager να αξιολογήσουν και να προστατεύσουν την επιχείρηση από την οικονομική έκθεση λόγω των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών (Kohn, 1990 Lewent και Keamey, 1990).

Αργότερα, ο Shapiro (1984) αναγνώρισε ότι η έμφαση στις ονομαστικές ταμειακές ροές ήταν ακατάλληλη και, ακολουθώντας τους Cornell (1980) και Wihlborg (1980), αναγνώρισε ότι οι πραγματικές ταμειακές ροές είναι θεωρητικά κατάλληλες για τη μέτρηση της οικονομικής έκθεσης. Η ανάγκη να χρησιμοποιήσει πραγματικές ταμειακές ροές, σε αντιδιαστολή με τις ονομαστικές αξίες, δεν είναι, εντούτοις, ρητή σε άλλα κείμενα του Shapiro όσον αφορά στη μέτρηση της οικονομικής έκθεσης (Gamer και Shapiro, 1984 Shapiro, 1992).

Παρά το γεγονός ότι η εστίαση στις πραγματικές ταμειακές ροές είναι ανώτερη από την απλή εξέταση των ονομαστικών ταμειακών ροών, η έμφαση στις ταμειακές ροές πρέπει να εξεταστεί. Η εξέταση του μεγέθους των καθαρών ταμειακών ροών είναι σαφώς ανακριβής όταν το επίπεδο κεφαλαιοποίησης μιας επιχείρησης αλλάζει με την πάροδο του χρόνου. Ας εξετάσουμε μια επιχείρηση που βρίσκει νέο κεφάλαιο μέσω χρηματοδότησης από κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή μέσω της παρακράτησης κερδών. Η επένδυση αυτού του κεφαλαίου σε επενδύσεις όπου οι απολαβές είναι ίσες με το κόστος του κεφαλαίου δεν αυξάνουν την αξία των μετόχων (Rappaport, 1986). Τέτοιες επενδύσεις, εντούτοις, αυξάνουν τις καθαρές ταμειακές ροές.

Ακόμη και για τις εταιρίες με σταθερά επίπεδα κεφαλαιοποίησης, η έμφαση στην ευαισθησία των πραγματικών ταμειακών ροών αγνοεί τις στρεβλώσεις στις τρέχουσες ταμειακές ροές. Οι βραχυπρόθεσμες ταμειακές ροές παρέχουν λίγες πληροφορίες σχετικά με την αξία που δημιουργείται από την στρατηγική της επιχείρησης.

Για παράδειγμα, οι νέες στρατηγικές πρωτοβουλίες απαιτούν συχνά αρκετά έτη αρνητικών ταμειακών ροών πριν εισάγουν την επιχείρηση σε μια περίοδο θετικών ταμειακών ροών. Αυτές οι αρνητικές ταμειακές ροές μπορούν να προκύψουν από εντατικές επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, εγκαταστάσεις, εξοπλισμό και μάρκετινγκ, και περιορισμένες αρχικές πωλήσεις. Η ανεπάρκεια των ταμειακών ροών ή του καθαρού εισοδήματος ως εξαρτημένες μεταβλητές στον υπολογισμό της Οικονομικής Έκθεσης αμφισβητεί την προσέγγιση που χρησιμοποιείται σε πρόσφατες εμπειρικές μελέτες (π.χ. Ahkam, 1995 Moens, 1995) και που υποστηρίζεται στα έγγραφα που απευθύνονται στους Manager (π.χ., Lewent και Kearney, 1990).

Από την πλευρά της δημιουργίας αξίας, ενδιαφερόμαστε πραγματικά για την ευαισθησία της παρούσας αξίας μιας επιχείρησης στις μετακινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η Παρούσα Αξία λαμβάνει υπόψη τις αρνητικές ταμειακές ροές κατά τη διάρκεια της ζωής μιας επένδυσης. Εφόσον οι βραχυπρόθεσμες ταμειακές ροές δεν είναι ένα άμεσο μέτρο της δημιουργίας αξίας, οι ταμειακές ροές και η αξία της επιχείρησης μπορούν να παρουσιάσουν αρκετά διαφορετικά κριτήρια για τον υπολογισμό της

Οικονομικής Έκθεσης της επιχείρησης. Αντίθετα από τις τρέχουσες ταμειακές ροές, η παρούσα αξία είναι ένα άμεσο μέτρο της αξίας της επιχείρησης.

Ο υπολογισμός της παρούσας αξίας μιας επιχείρησης είναι, εντούτοις, προβληματική, λαμβάνοντας υπόψη την υψηλή αβεβαιότητα που περιβάλλει τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές και την ανάγκη να γίνονται οι κατάλληλες υποθέσεις σχετικά με το επιτόκιο προεξόφλησης και το χρονικό ορίζοντα σχετικά με τις διαδικασίες της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, εάν οι κεφαλαιαγορές δεν παραπλανούνται από λογιστικούς αριθμούς (δηλ., οι κεφαλαιαγορές είναι σε θέση να εξακριβώσουν την ελλοχέουσα αξία μιας ανταγωνιστικής θέσης μιας επιχείρησης), η αξιολόγηση εκ από την αγορά του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο της αξίας της επιχείρησης. Συμπερασματικά, προτείνεται η αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης να χρησιμοποιηθεί ως η εξαρτημένη μεταβλητή στον καθορισμό της Οικονομικής Έκθεσης (K Miller).

➤ **Βήματα Διαχείρισης της Οικονομικής Έκθεσης**

1.Εκτίμηση του ορίζοντα προγραμματισμού όπως αυτός καθορίζεται από την περίοδο αντίδρασης.

Μια επιχείρηση θα πρέπει να κάνει προβλέψεις σχετικά με το κόστος και τις ροές εισοδήματός της σε έναν ορίζοντα προγραμματισμού που να αντιπροσωπεύει τη χρονική περίοδο κατά τη διάρκεια της οποίας η εταιρία είναι περιορισμένη λόγω των απροσδόκητων μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

2.Προσδιορισμός της αναμενόμενης μελλοντικής συναλλαγματικής ισοτιμίας .

3.Εκτίμηση των αναμενόμενων ροών εισοδήματος και δαπανών, λαμβάνοντας υπόψη την αναμενόμενη συναλλαγματική ισοτιμία.

4. *Εκτίμηση της επίδρασης στις ροές εισοδήματος και δαπανών εξαιτίας απροσδόκητων μεταβολών στη συναλλαγματική ισοτιμία.*

Η επιχείρηση θα πρέπει να αξιολογήσει τον αντίκτυπο της απόκλισης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας από την ισοτιμία εκείνη που χρησιμοποιήθηκε στις προβλέψεις των διαφόρων δαπανών και εισοδημάτων.

5. *Επιλογή του κατάλληλου νομίσματος στο οποίο θα πρέπει να γίνει δανεισμός.*

6. *Εκτίμηση του ποσού δανεισμού σε ξένο νόμισμα.*

7. *Προσδιορισμός της μέσης τοκοφόρου περιόδου του δανεισμού.*

8. *Επιλογή μεταξύ της άμεσης ή έμμεσης έκφρασης του χρέους στο ξένο νόμισμα.*

9. *Απόφαση σχετικά με τη μέθοδο για τη διαχείριση του κινδύνου.*

10. *Απόφαση σχετικά με τον " residual" - υπολλειματικό κίνδυνο με προσαρμογή της επιχειρησιακής στρατηγικής.*

Εάν και πώς αυτά τα βήματα πρέπει να εφαρμοστούν εξαρτώνται πρώτα, από το βαθμό στον οποίο η εταιρία επιθυμεί να στηριχθεί στις προβλέψεις της για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες προκειμένου να σχεδιάσει αντισταθμιστικές πολιτικές. Κατά δεύτερο λόγο, εξαρτώνται από το πόσο τα διάφορα εργαλεία για την αντιστάθμιση είναι διαθέσιμα στην επιχείρηση και από την καταλληλότητά τους για την επίτευξη του εκάστοτε στόχου.

4.3 Πρέπει οι επιχειρήσεις να ασχολούνται με τη διοίκηση του συναλλαγματικού κινδύνου;

Πολλές επιχειρήσεις απέχουν από την ενεργό διαχείριση της έκθεσης τους στον κίνδυνο συναλλάγματος παρά το γεγονός ότι οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορούν να επηρεάσουν τα κέρδη και την αξία τους. Οι λόγοι για τους οποίους δεν ασχολούνται με το συναλλαγματικό κίνδυνο είναι οι ακόλουθοι:

1. Η διοίκηση δεν αντιλαμβάνεται την έννοια της διαχείρισης του κινδύνου. Θεωρεί κάθε χρήση των εργαλείων διαχείρισης κινδύνων, όπως είναι οι προθεσμιακές συμβάσεις ή τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ως κερδοσκοπικές κινήσεις. Επίσης, η διοίκηση μπορεί να υποστηρίζει ότι τα εν λόγω χρηματοοικονομικά εργαλεία βρίσκονται έξω από τη γνωστική περιοχή της επιχείρησης. Ίσως δίκαια φοβούνται τυχόν καταχρήσεις των τεχνικών αντιστάθμισης κινδύνου, αλλά η άρνηση της χρήσης οποιονδήποτε μέσων για την αντιστάθμιση του κινδύνου είναι δυνατόν να θέσει την εταιρεία σε πολλαπλάσιο κίνδυνο.

2. Οι επιχειρήσεις ισχυρίζονται ότι η έκθεση δεν μπορεί να μετρηθεί. Η έκθεση στο συναλλαγματικό κίνδυνο είναι σύνθετη και σπάνια μπορεί να εκτιμηθεί με ακρίβεια. Όμως, όπως και σε πολλές περιπτώσεις επιχειρήσεων, η ασάφεια δεν θα πρέπει να εκληφθεί ως δικαιολογία για την αναποφασιστικότητα.

3. Οι επιχειρήσεις ισχυρίζονται ότι ο κίνδυνός τους αντισταθμίζεται. Όλες οι συναλλαγές, όπως οι εισαγωγές ή οι εξαγωγές προστατεύονται από τον κίνδυνο και οι ξένες θυγατρικές χρηματοδοτούνται στο τοπικό νόμισμα. Αυτό παραγνωρίζει το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος της αξίας της εταιρείας προέρχεται από συναλλαγές που δεν έχουν ακόμη ολοκληρωθεί, με αποτέλεσμα η αντιστάθμιση του κινδύνου να είναι μια πολύ ελλιπής στρατηγική.

4. Ισχυρίζονται ότι η επιχείρηση δεν έχει κανένα συναλλαγματικό κίνδυνο, διότι πραγματοποιεί όλες τις δραστηριότητές της στο τοπικό νόμισμα. Παραγνωρίζουν όμως το γεγονός ότι τα έσοδα επηρεάζονται από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

5. Τέλος, υποστηρίζουν ότι ο ισολογισμός είναι αντισταθμισμένος σε μια λογιστική βάση - ειδικά όταν το «λειτουργικό νόμισμα» θεωρείται ότι είναι το εκάστοτε εγχώριο νόμισμα.

Αλλά υπάρχει δικαιολογία για την παντελή έλλειψη στρατηγικής σχετικά με το συναλλαγματικό κίνδυνο;

Οι σύγχρονες αρχές της θεωρίας της χρηματοδότησης υποδηλώνουν εκ πρώτης όψεως ότι η διαχείριση της εταιρικής έκθεσης στον κίνδυνο συναλλάγματος δεν μπορεί να αποτελέσει ένα ζήτημα υψηλής σημασίας για την επιχείρηση. Έχει υποστηριχθεί, κατά την παράδοση των Modigliani-Miller, ότι η επιχείρηση δεν μπορεί να βελτιώσει την αξία των μετόχων μέσω οικονομικών χειρισμών. Συγκεκριμένα, οι ίδιοι οι επενδυτές μπορούν να αντισταθμίσουν την εταιρική έκθεση στον κίνδυνο παίρνοντας θέσεις σε προθεσμιακά συμβόλαια ανάλογα με την ποσοστό κυριότητάς τους σε μια επιχείρηση. Οι manager δεν εξυπηρετούν τους μετόχους μαντεύοντας δεύτεροι τι κινδύνους οι μέτοχοι επιθυμούν να αντισταθμίσουν.

Ένα αντεπιχείρημα στην παραπάνω άποψη είναι ότι το κόστος των συναλλαγών είναι κατά κανόνα μεγαλύτερο για τους μεμονωμένους επενδυτές από ότι για τις επιχειρήσεις. Ωστόσο, υπάρχουν βαθύτεροι λόγοι για τους οποίους η διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου θα πρέπει να γίνεται στο επίπεδο της επιχείρησης. Η εκτίμηση της έκθεσης στις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας απαιτεί λεπτομερείς εκτιμήσεις της ευαισθησίας των καθαρών ταμειακών ροών σε απρόβλεπτες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών (Dufey και Srinivasulu, 1983). Οι manager μπορούν να κάνουν αυτές τις εκτιμήσεις με πολύ μεγαλύτερη ακρίβεια από τους μετόχους στους οποίους συνήθως λείπει η ακριβής γνώση του ανταγωνισμού, των αγορών, καθώς και των σχετικών τεχνολογιών.

Επιπλέον, σε όλες τις χρηματοπιστωτικές αγορές- ακόμη και τις πιο τέλειες- μια επιχείρηση έχει σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι των μεμονωμένων επενδυτών στην απόκτηση σχετικά φθηνού χρέους στο εσωτερικό και εξωτερικό, κάνοντας μέγιστη αξιοποίηση των επιδοτήσεων και ελαχιστοποιώντας τις επιπτώσεις της φορολογίας αλλά και των κινδύνων του περιβάλλοντος της επιχείρησης.

Ένα άλλο σκεπτικό υποδηλώνει ότι η διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου δεν έχει σημασία, λόγω ορισμένων συνθηκών ισορροπίας στις διεθνείς αγορές τόσο για τα χρηματοοικονομικά και όσο και για τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία. Οι υποθέσεις αυτές περιλαμβάνουν επίσης την σχέση μεταξύ των τιμών των προϊόντων στις διάφορες αγορές, γνωστή ως Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης (Purchasing Power Parity-PPP), και τη σχέση μεταξύ των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, που συνήθως αναφέρεται ως International Fisher Effect-IFE).

Ωστόσο, αποκλίσεις από την PPP και το IFE μπορούν να υπάρξουν για υπολογίσιμα χρονικά διαστήματα, ιδίως στο επίπεδο της μεμονωμένης επιχείρησης. Η μεταβλητότητα των καθαρών ταμειακών ροών είναι σημαντική, καθώς μπορεί να υποβάλλει την επιχείρηση σε κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Η σύγχρονη έρευνα στη χρηματοδότηση στηρίζει την άποψη ότι οι διακυμάνσεις των κερδών που απειλούν τη βιωσιμότητα της εταιρείας, απορροφούν χρόνο από τη διοίκηση και τους πιστωτές της εταιρείας, δημιουργούν πρόσθετες δαπάνες όπως νομικά έξοδα, και τελικά δημιουργούν μια σειρά από προβλήματα στη λειτουργία της εταιρείας και στις επενδύσεις της. Το ίδιο επιχείρημα υποστηρίζει τη σημασία της εταιρικής διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου και στρέφεται κατά του ισχυρισμού ότι σε αποτελεσματικές (equity markets) αγορές μόνο ο συστηματικός κίνδυνος μετράει. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αντιπροσωπεύει τον μη συστηματικό κίνδυνο ο οποίος μπορεί να διαφοροποιηθεί, αλλά υπό την προϋπόθεση ότι όλοι οι επενδυτές έχουν την ίδια ποιότητα πληροφόρησης σχετικά με την επιχείρηση όσον αφορά στη διοίκηση - μια κατάσταση που δεν είναι πιθανόν να επικρατήσει στην πράξη.

Αυτό το σκεπτικό ενισχύεται από τις πιθανές επιπτώσεις που έχει ο συναλλαγματικός κίνδυνος στους φόρους που καταβάλλονται από την επιχείρηση. Είναι γενικά αποδεκτό ότι η χρηματοδότηση βοηθά την επιχείρηση στη μείωση της φορολογίας της καθώς οι τόκοι εκπίπτουν φορολογικά ενώ τα μερίσματα όχι. Αλλά ο βαθμός στον οποίο μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τη χρηματοδότηση περιορίζεται από τον κίνδυνο και το κόστος της χρεοκοπίας. Μια επιχείρηση με υψηλότερο κίνδυνο, ίσως μία που δεν αντισταθμίζει το συναλλαγματικό κίνδυνο, δεν μπορεί να δανειστεί τόσο πολύ όσο μια επιχείρηση με λιγότερο κίνδυνο. Επομένως, οτιδήποτε μειώνει την πιθανότητα πτώχευσης, επιτρέπει στην επιχείρηση να αυξήσει τη χρηματοδότησή της, και συνεπώς να πληρώσει λιγότερους φόρους για μια συγκεκριμένη λειτουργική ταμειακή ροή. Αν η αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου μειώνει τη φορολογία, το γεγονός αυτό αποτελεί όφελος για τους μετόχους.

Ωστόσο, υπάρχει ένα έργο που η επιχείρηση δεν μπορεί να εκτελέσει για τους μετόχους: στο βαθμό που τα άτομα αντιμετωπίζουν μεμονωμένα το συναλλαγματικό κίνδυνο ως αποτέλεσμα διαφορετικών τους επιλογών δαπανών, θα πρέπει τα ίδια τα άτομα να εκπονήσουν τις κατάλληλες αντισταθμιστικές στρατηγικές. Η εταιρική διαχείριση των κινδύνων συναλλαγματικής ισοτιμίας με την παραδοσιακή έννοια, είναι σε θέση μόνο να προστατεύσει τις ονομαστικές αποδόσεις του νομίσματος αναφοράς (Eaker, 1981).

4.4 Περιβαλλοντικές επιρροές στην πολιτική διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου

Οι αλλαγές στο οικονομικό και ανταγωνιστικό περιβάλλον αποτελούν ερέθισμα για την εταιρική επαναξιολόγηση της **πολιτικής διαχείρισης των κινδύνων συναλλάγματος (FERM)**. Σε 14 μελέτες περιπτώσεων βρετανικών

επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκαν από τον J.B. Holland (1992), οι οικονομικοί διευθυντές προσδιόρισαν τις ακόλουθες ανταγωνιστικές και οικονομικές περιβαλλοντικές επιρροές στην πολιτική FERM:

1. Η εμπειρία της αστάθειας στις αγορές συναλλάγματος είναι ένα σημαντικό ερέθισμα για να εξετάσει η επιχείρηση εκ νέου το πρόβλημα της διαχείρισης του κινδύνου συναλλάγματος.

2. Η παρατήρηση των δημόσιων προβλημάτων διακύμανσης στην αξία των νομισμάτων και των πολιτικών ορισμένων επιχειρήσεων είναι ένα άλλο ερέθισμα, π.χ. προβλήματα στη Rolls-Royce στη δεκαετία του '70, στους εναέριους διαδρόμους Laker το 1981-82, και οι πολύ κοινοποιημένες πολιτικές της Jaguar κατά τη δεκαετία του '80. Επιπλέον, η παρατήρηση ότι οι ανταγωνιστές εμφανίζονται να κάνουν εκτενή χρήση των τεχνικών FERM δεδομένου ότι αποτελεί ένα ανταγωνιστικό εργαλείο είναι μια σημαντική επιρροή.

3. Η αμφισβήτηση της δυνατότητας του τμήματος χρηματοοικονομικών ή των εξωτερικών συμβούλων να προβλέψουν ακριβώς τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών προς το τέλος της δεκαετίας του '80, που συνδέθηκε με την αυξανόμενη επιρροή των διοικούμενων συστημάτων όπως το EMS και των συντονισμένων επεμβάσεων εκ μέρους των χωρών της G7 ενίσχυσε τις πεποιθήσεις ότι είναι δύσκολο να χτυπηθεί η αγορά συναλλάγματος μέσω των προβλέψεων που βασίζονται στα δημόσια στοιχεία.

4. Τράπεζες και άλλοι σημαντικοί προμηθευτές οικονομικών υπηρεσιών υποστηρίζουν ότι οι εσωτερικοί μηχανικοί τους μπορούν γρήγορα να ξανασχεδιάσουν τα απαραίτητα καινοτόμα οικονομικά εργαλεία καθώς οι κίνδυνοι συναλλάγματος αλλάζουν και εξελίσσονται. Εντούτοις, τα ζητήματα της αστάθειας, της επιρροής και της επέμβασης, που συνδέονται με τη δυσκολία πρόβλεψης, έχουν θέσει ερωτήματα στις επιχειρήσεις σχετικά με την

ικανότητα των χρηματοοικονομικών αγορών «να παρέχουν μια επαρκή ασφαλιστική υπηρεσία έναντι του κινδύνου συναλλάγματος. Παρά το γεγονός αυτό, οι χρηματοοικονομικοί διευθυντές εμπιστεύονται το ρόλο τέτοιων οργάνων στη διαχείριση κινδύνων όσον αφορά σε ένα σημαντικό μέρος του προβλήματος διαχείρισης των κινδύνων συναλλάγματός τους.

5. Η αύξηση της κατανόησης εκ μέρους των οικονομικών διευθυντών όσον αφορά στη χρήση οικονομικών εργαλείων για τη διαχείριση του κινδύνου συναλλάγματος έχει οδηγήσει επίσης σε μια αναγνώριση των δαπανών που συνδέονται με τη χρήση αυτή. Πχ τα συναλλακτικά κόστη της χρήσης πολύπλοκων εργαλείων για την αντιστάθμιση του κινδύνου.

4.5 Ακολουθία αποφάσεων για τη διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου

Μια απλή ακολουθία απόφασης προήλθε από τα στοιχεία 14 μελετών περιπτώσεων βρετανικών εταιρειών σχετικά με τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου το 1992 (J.B. Holland). Στην ακολουθία, ο συναλλαγματικός κίνδυνος προκύπτει από τα απρόβλεπτα γεγονότα στο οικονομικό και πραγματικό επιχειρησιακό περιβάλλον της εταιρίας. Αυτός ο κίνδυνος ερμηνεύεται μέσα στο πλαίσιο των στόχων και της πολιτικής FERM (τεχνικές διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου) της εταιρίας και οδηγεί σε ένα σύνολο εταιρικών απαντήσεων. Η εταιρία κατ' αρχάς κάνει τροποποιήσεις στη στρατηγική και τη λειτουργική της πολιτική και χρησιμοποιεί έπειτα τις διάφορες οικονομικές τεχνικές για να εξετάσει τα υπόλοιπα στοιχεία του προβλήματος διαχείρισης κινδύνων συναλλάγματος. Η ακολουθία απόφασης που προέρχεται από τα στοιχεία της έρευνας του J.B.Holland στη Μεγάλη Βρετανία:

1. ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΕΡΕΘΙΣΜΑ - ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ

(που εμπíπτουν στην έκθεση στο συναλλαγματικό κίνδυνο)



απρόβλεπτες αλλαγές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες



απρόβλεπτες αλλαγές στην εταιρική έκθεση/ την ανταγωνιστική θέση

2. ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Ερμηνεία των περιβαλλοντικών αλλαγών μέσα στους υπάρχοντες στόχους της διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου

3. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Επιλογή μεταξύ των διαθέσιμων τεχνικών για τη διαχείριση του κινδύνου

4.6 Μέθοδοι μέτρησης του Συναλλαγματικού Κινδύνου

Μετά τον καθορισμό των τύπων του συναλλαγματικού κινδύνου στους οποίους μια επιχείρηση είναι εκτεθειμένη, μια κρίσιμη πτυχή όσον αφορά τις αποφάσεις μιας επιχείρησης για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου είναι η μέτρηση του κινδύνου. Η μέτρηση αυτή μπορεί να αποδειχθεί δύσκολη, τουλάχιστον όσον αφορά τον κίνδυνο μετάφρασης και τον οικονομικό κίνδυνο (Van Deventer, Imai, και Mesler, 2004, Holton, 2003).

Μια ευρέως διαδεδομένη μέθοδος που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση του κινδύνου είναι η μέθοδος Var (Value-at-Risk), δηλαδή η αξία σε κίνδυνο. Σε γενικές γραμμές, ως Var ορίζεται η μέγιστη απώλεια σε μια δεδομένη έκθεση στον κίνδυνο εντός συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα με z% διάστημα εμπιστοσύνης.

Η VaR μεθοδολογία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μέτρηση μιας ποικιλίας μορφών κινδύνου, βοηθώντας έτσι τις επιχειρήσεις στη διαχείριση του κινδύνου τους. Ωστόσο, το VaR δεν ορίζει τι συμβαίνει όσον αφορά το διάστημα εμπιστοσύνης $(100 - Z)\%$, γεγονός που αποτελεί τη χειρότερη περίπτωση. Δεδομένου ότι το μοντέλο VaR δεν ορίζει τη μέγιστη απώλεια της επιχείρησης εξαιτίας του κινδύνου σε διάστημα εμπιστοσύνης 100%, οι επιχειρήσεις συχνά θέτουν δικά τους επιχειρησιακά και λειτουργικά όρια, επιπλέον των ορίων που θέτει η VaR, προκειμένου να επιτύχουν τη μέγιστη δυνατή κάλυψη έναντι του κινδύνου. (Παπαϊωάννου, Gatzonas, 2002).

➤ **Υπολογισμός της Value-at-Risk**

Η VaR του συναλλαγματικού κινδύνου χρησιμοποιείται από τις επιχειρήσεις για να εκτιμηθεί κατά πόσο επικίνδυνη είναι μία θέση σε συνάλλαγμα, η οποία προκύπτει από τις δραστηριότητες της επιχείρησης για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (Holton, 2003).

Ο υπολογισμός εξαρτάται VaR από τις ακόλουθες 3 παραμέτρους:

1. Το χρονικό διάστημα για το οποίο έχει προγραμματίσει η επιχείρηση να κρατήσει τη θέση σε συνάλλαγμα (holding period). Η τυπική περίοδος κατοχής είναι μία ημέρα.
2. Το επίπεδο εμπιστοσύνης στο οποίο έχει προγραμματιστεί να γίνει η εκτίμηση. Συνήθως, το επίπεδο εμπιστοσύνης είναι 99% ή 95%.
3. Το είδος του νομίσματος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της VaR.

Υποθέτοντας ότι η περίοδος κατοχής είναι x ημέρες και το επίπεδο εμπιστοσύνης είναι $y\%$, η VaR μέτρα ποια θα είναι η μέγιστη απώλεια (δηλαδή, η μείωση στην αγοραία αξία μιας θέσης σε συνάλλαγμα για x ημέρες, εφόσον το χρονικό αυτό διάστημα δεν είναι μία από τις $(100-y)\%$ περιόδους που δεν καλύπτονται από το διάστημα εμπιστοσύνης. Έτσι, αν

μια θέση έχει VaR 1 ημέρας \$ 10 εκατομμύρια σε 99% επίπεδο εμπιστοσύνης, η επιχείρηση πρέπει να αναμένει με πιθανότητα 99%, ότι η αξία της θέσης αυτής δεν θα μειωθεί περισσότερο από 10 εκατομμύρια δολάρια κατά τη διάρκεια 1 ημέρας, υπό την προϋπόθεση ότι οι συνθήκες συνθήκες τις αγοράς επικρατούν κατά τη συγκεκριμένη ημέρα. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση θα πρέπει να αναμένει ότι η αξία της θέσης της δεν θα μειωθεί κατά περισσότερο από \$ 10 εκατομμύρια σε 99 από τις 100 συνθήκες ημέρες συναλλαγών.

Για τον υπολογισμό της VaR, υπάρχει μια ποικιλία μοντέλων. Μεταξύ αυτών, τα πλέον διαδεδομένα είναι τα ακόλουθα:

1. Η ιστορική προσομοίωση, η οποία υποθέτει ότι οι αποδόσεις της επιχείρησης από μια θέση σε συναλλάγμα θα έχουν την ίδια κατανομή με αυτή που είχαν στο παρελθόν.
2. Το μοντέλο της διακύμανσης- συνδιακύμανσης, το οποίο προϋποθέτει ότι οι αποδόσεις στη συνολική θέση συναλλάγματος της επιχείρησης έχουν πάντα κανονική κατανομή και ότι η μεταβολή στην αξία μιας θέσης συναλλάγματος είναι εξαρτημένη σχεδόν από όλες τις αποδόσεις συναλλάγματος
3. Η Monte Carlo προσομοίωση, η οποία υποθέτει ότι οι μελλοντικές αποδόσεις σε ξένο νόμισμα διανέμονται τυχαία.

4.6.1 Ιστορική Προσομοίωση

Η ιστορική προσομοίωση είναι η απλούστερη μέθοδος υπολογισμού της VaR. Περιλαμβάνει την πραγματοποίηση παλινδρόμησης της παρούσας θέσης συναλλάγματος της εταιρίας με ένα σύνολο ιστορικών μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών για τη δημιουργία μιας κατανομής απωλειών στην

αξία της θέσης συναλλάγματος(πχ 1000 τιμές). Αφού έχουν δημιουργηθεί αυτές οι τιμές, υπολογίζεται η VAR ως ποσοστιαίο μέγεθος .

Κατά συνέπεια, υποθέτοντας 99% επίπεδο εμπιστοσύνης και περίοδο εκμετάλλευσης 1 ημέρας, η VAR θα μπορούσε να υπολογιστεί με την ταξινόμηση 1.000 καθημερινών απωλειών κατά αύξουσα σειρά και στη συνέχεια τη λήψη της 11ης μεγαλύτερης απώλειας από τις 1.000 τιμές (δεδομένου ότι το επίπεδο εμπιστοσύνης είναι 99%,το 1% των απωλειών – δηλαδή οι πρώτες 10 απώλειες θα πρέπει να υπερβαίνουν τη VAR). Το βασικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι δεν υποθέτει κανονική διανομή στις αποδόσεις του συναλλάγματος καθώς είναι καλά τεκμηριωμένο ότι αυτές οι αποδόσεις δεν είναι κανονικές αλλά μάλλον leptokurtic. Το μειονέκτημα της μεθόδου, εντούτοις, είναι ότι αυτός ο υπολογισμός απαιτεί μια μεγάλη βάση δεδομένων και εκτενείς υπολογισμούς.

4.6.2 Διακύμανση – Συνδιακύμανση

Το μοντέλο της διακύμανσης-συνδιακύμανσης υποθέτει ότι:

1. η μεταβολή της αξίας της θέσης της επιχείρησης σε συνάλλαγμα είναι ένας γραμμικός συνδυασμός όλων των μεταβολών στις αξίες μεμονωμένων θέσεων συναλλάγματος, έτσι ώστε η συνολική απόδοση σε ξένο νόμισμα είναι γραμμικά ανάλογη με όλες τις επιμέρους μεμονωμένες θέσεις και
2. οι αποδόσεις σε ξένο νόμισμα ακολουθούν κανονική κατανομή.

Έτσι, για ένα διάστημα εμπιστοσύνης 99%, το VaR μπορεί να υπολογιστεί ως εξής:

$$\text{VaR} = -V_p (M_p + 2,33 S_p)$$

όπου:

- V_r είναι η αρχική τιμή (σε νομισματικές μονάδες) της θέσης συναλλάγματος
- M_r είναι η μέση απόδοση του ξένου νομίσματος στη συνολική θέση συναλλάγματος της εταιρείας, που είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος των επιμέρους θέσεων συναλλάγματος
- S_r είναι η τυπική απόκλιση της απόδοσης του ξένου νομίσματος στη συνολική θέση της επιχείρησης σε συνάλλαγμα, η οποία είναι η τυπική απόκλιση του σταθμισμένου μετασχηματισμού της μήτρας διακύμανσης-συνδιακύμανσης των επιμέρους θέσεων συναλλάγματος (η τελευταία περιλαμβάνει τις συσχετίσεις των επιμέρους θέσεων συναλλάγματος).

Ενώ το μοντέλο διακύμανσης - συνδιακύμανσης επιτρέπει ένα γρήγορο υπολογισμό, στα μειονεκτήματά του περιλαμβάνονται οι περιοριστικές υποθέσεις:

- της κανονικής κατανομής των αποδόσεων του ξένου νομίσματος και
- του γραμμικού συνδυασμού της συνολικής θέσης συναλλάγματος.

Βέβαια, η υπόθεση της κανονικότητας θα μπορούσε να χαλαρώσει (Longin, 2001). Όμως, όταν μία μη κανονική κατανομή χρησιμοποιείται στο μοντέλο, το υπολογιστικό κόστος είναι υψηλότερο λόγω της επιπλέον εκτίμησης του διαστήματος εμπιστοσύνης για τις απώλειες που υπερβαίνουν τη VaR (ΠΑΠΑΪΩΑΝΝΟΥ,2006).

4.6.3 Προσομοίωση Monte Carlo

Η προσομοίωση Monte Carlo συνήθως περιλαμβάνει τα κύρια στοιχεία της ανάλυσης του μοντέλου διακύμανσης – συνδιακύμανσης, αλλά ακολουθείται και από μια τυχαία προσομοίωση των δεδομένων. Ενώ στα κύρια πλεονεκτήματα της μεθόδου είναι μεταξύ άλλων η ικανότητά της να

χειρίζεται οποιαδήποτε υποκείμενη κατανομή και να αξιολογεί με μεγαλύτερη ακρίβεια τη VaR όταν μη γραμμικοί προσδιοριστικοί παράγοντες των ισοτιμιών επηρεάζουν τη θέση σε συνάλλαγμα (π.χ., δικαιώματα προαίρεσης), το σοβαρό μειονέκτημα της μεθόδου είναι η απαίτηση εκτενών υπολογισμών.

4.7 Μέθοδοι διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου

Η διαθεσιμότητα ενός ευρέος φάσματος εργαλείων διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου (FERM tools- Foreign Exchange Risk Management tools) που κυμαίνονται από στρατηγικές και λειτουργικές αποφάσεις έως τη χρήση των εσωτερικών και εξωτερικών χρηματοοικονομικών τεχνικών μπορεί να ενισχύσει την ανταπόκριση στον κίνδυνο συναλλάγματος εντυπωσιακά και να αυξήσει τις επιλογές που ανοίγονται σε μια εταιρία.

Μπορεί επίσης να δημιουργήσει μια χρονική επικάλυψη μεταξύ των διαθέσιμων μεθόδων και να προσφέρει μοναδικές λύσεις σε μοναδικά προβλήματα. Σε μερικές περιπτώσεις οι βασισμένες στην αγορά μέθοδοι μπορούν να δημιουργήσουν το χρόνο ή την ευελιξία για τις στρατηγικές και λειτουργικές απαντήσεις. Επίσης, οι στρατηγικές αποφάσεις μπορούν επίσης να δημιουργήσουν τις προϋποθέσεις για λειτουργική ευελιξία. Τέλος, η φύση των εσωτερικών συστημάτων μεταφοράς χρήματος μπορεί να ασκήσει ισχυρή επίδραση στην ανάγκη για εξωτερικές τεχνικές διαχείρισης του κινδύνου. Μπορούμε επομένως να δούμε ότι οι πιθανές ευεργετικές αλληλεπιδράσεις μέσα σε ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο των μεθόδων μπορούν να είναι ιδιαίτερης αξίας σε μια επιχείρηση και μπορούν να ενισχύσουν πολύ την εταιρική ευελιξία σχετικά με τον κίνδυνο συναλλάγματος.

4.7.1 Στρατηγικές και Λειτουργικές Αποφάσεις για τη Διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου

4.7.1.3 Στρατηγικές Αποφάσεις σχετικά με τη Διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου

Το κλίμα όσον αφορά στις συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι πολύ ασταθές ώστε μια εταιρεία να χρησιμοποιήσει τις προβλέψεις ισοτιμιών ως το σημαντικότερο σημείο αναφοράς για τη μακροπρόθεσμη αποστολή και στρατηγική της. Κατά συνέπεια μια εταιρεία δεν πρέπει να κτίσει ή να αλλάξει τις στρατηγικές αποφάσεις της βασισμένες απλώς στις εκτιμήσεις διαχείρισης κινδύνων συναλλάγματος. Εντούτοις, ο κίνδυνος συναλλάγματος μπορεί να έχει σημαντικές στρατηγικές επιπτώσεις στην εταιρία και οι στρατηγικές αποφάσεις μπορούν να διαδραματίσουν έναν σημαντικό ρόλο στις τεχνικές διαχείρισης του κινδύνου συναλλάγματος. Κατά συνέπεια, οι κύριοι στόχοι της διαχείρισης των κινδύνων συναλλάγματος σχετικά με τη στρατηγική που η επιχείρηση ακολουθεί είναι:

1. να λάβει υπόψη την αστάθεια στις συναλλαγματικές ισοτιμίες σε ένα πρώτο στάδιο στη λήψη στρατηγικών αποφάσεων.
2. να προσδιορίσει την υπάρχουσα στρατηγική ευελιξία σχετικά με τις αλλαγές στις ισοτιμίες.
3. να δημιουργήσει τα νέα επίπεδα στρατηγικής ευελιξίας σχετικά με τις αλλαγές ισοτιμίες.

Η αναζήτηση της βασικής αποστολής της επιχείρησης μπορεί να οδηγήσει σε ένα πλήθος αποφάσεων που αλλάζουν την έκθεση ή μειώνουν την ευαισθησία στο συναλλαγματικό κίνδυνο. Αυτές περιλαμβάνουν:

- **Επιλογή τοποθεσίας της παραγωγής και των πωλήσεων**

Παραδείγματος χάριν, τοποθέτηση της παραγωγικής διαδικασίας και της λειτουργίας των πωλήσεων στις ίδιες χώρες όπου βρίσκονται οι

σημαντικότεροι ανταγωνιστές της επιχείρησης. Επίσης, μπορεί να εφαρμοστεί η τοποθέτηση της παραγωγής και των πωλήσεων σε πολλές ζώνες νομισμάτων.

- **Δημιουργία εύκαμπτων συστημάτων κατασκευής και αλλαγή γραμμών παραγωγής**

Τα παραπάνω επιτρέπουν τη γρήγορη διαφοροποίηση των προϊόντων της επιχείρησης και ενδεχομένως τη μείωση της ευαισθησίας των τιμών των προϊόντων σε αλλαγές των τιμών συναλλάγματος.

- **Εισαγωγή σε καινούριες αγορές που έχουν μικρότερη ευαισθησία τιμών**

Στις νέες αυτές αγορές οι τιμές των προϊόντων της επιχείρησης δεν είναι τόσο ευμετάβλητες με αποτέλεσμα την σχετική σταθερότητα των εισοδημάτων της επιχείρησης.

Παράδειγμα:

Στο παρελθόν η εταιρεία ICI είχε αναδομήσει τη στρατηγική της για να μειώσει τον κίνδυνο συναλλάγματος. Η έκθεση στο συναλλαγματικό κίνδυνο για τη συγκεκριμένη εταιρεία προερχόταν από τις συναλλαγές σε περίπου 40 νομίσματα, εκ των οποίων μόνο 20 ρυθμιζονταν ενεργά από τη εταιρεία για την αντιμετώπιση του κινδύνου συναλλάγματος. Τα αμερικανικά \$ και τα DM ήταν τα βασικότερα νομίσματα στις συναλλαγές και όσον αφορά στον κίνδυνο συναλλάγματος. Η ICI κατάφερε να μειώσει το συναλλαγματικό κίνδυνο με την εστίαση στην τεχνολογία που ισχύει παγκοσμίως. (ICI, Financial Weekly, 21 Δεκεμβρίου 1989). Πούλησε την καναδική επιχείρηση διαχείρισης αποβλήτων της επειδή θεωρούσε ότι η τεχνολογία δεν ήταν μεταβιβάσιμη.

Τέτοια δυνατότητα μεταβίβασης δημιουργεί την ευελιξία της επιλογής που επιδιώκεται στην απόφαση θέσης παραγωγής και επιτρέπει στην επιχείρηση να κτίσει τις εκτιμήσεις για την πορεία των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε αυτήν την στρατηγική απόφαση. Η ICI διαφοροποίησε επίσης τη βάση του νομίσματός της δίνοντας έμφαση στην ταχέως αναπτυσσόμενη αγορά της Ασίας. Αυτές οι στρατηγικές κινήσεις μείωσαν την εξάρτηση της ICI στο αμερικανικό \$, το DM και στην στερλίνα (ετήσια έκθεση της ICI, 1988).

▪ **Αλλαγή της ευαισθησίας των ταμειακών ροών συναλλάγματος στις αλλαγές συναλλαγματικής ισοτιμίας.**

Εάν μια πολυεθνική μπορεί γρήγορα να διαφοροποιήσει τα προϊόντα της, αυτό μπορεί να οδηγήσει στο μεγαλύτερο έλεγχο των τιμών συναλλάγματος και στην ταχύτερη εισαγωγή των νέων προϊόντων στις διεθνείς αγορές. Τέτοια διαφοροποίηση έγκειται στην καρδιά της δραστηριότητας μιας πολυεθνικής εταιρείας. Η επιχείρηση εκμεταλλεύεται τη μοναδική γνώση και το τεχνολογικό πλεονέκτημά της για να καινοτομήσει στα προϊόντα και για να μειώσει τη "διάρκεια" των κύκλων ζωής προϊόντων. Το γεγονός αυτό είναι συμφέρον για την επιχείρηση ανεξάρτητα από τις αλλαγές συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επιπλέον, αν το γεγονός αυτό σημαίνει ότι η ανταπόκριση των στρατηγικών και λειτουργικών μεταβλητών μάρκετινγκ και παραγωγής μπορεί να αυξηθεί παρά την αλλαγή νομίσματος, η επιχείρηση έχει δημιουργήσει ένα περαιτέρω συγκριτικό πλεονέκτημα.

▪ **Μακροπρόθεσμη οικονομική πολιτική**

Η μακροπρόθεσμη οικονομική πολιτική είναι ένας σημαντικός τρόπος με τον οποίο μια εταιρία μπορεί να αλλάξει την έκθεση στους οικονομικούς κινδύνους. Παραδείγματος χάριν, η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση ενός περιουσιακού στοιχείου με δάνεια που αποτιμώνται στο ίδιο νόμισμα με το περιουσιακό στοιχείο μπορεί να μειώσει την έκθεση ειδικά εάν οι ταμειακές

εισροές από το περιουσιακό στοιχείο και οι πληρωμές του δανείου συμπίπτουν. Ένας σημαντικός περιορισμός στη χρήση της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για λόγους αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου είναι η γενική κύρια δομή μιας πολυεθνικής εταιρείας και η ευελιξία που κάθε υποκατάστημα έχει στην επιλογή του τοπικού κεφαλαίου που χρειάζεται.

4.7.1.4 *Λειτουργικές Αποφάσεις σχετικά με τη διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου*

Οι λειτουργικές αποφάσεις είναι περαιτέρω μέσα με τα οποία η εταιρία μπορεί να ρυθμίσει την εσωτερική ζήτησή της για τις υπηρεσίες συναλλάγματος, και να αλλάξει την έκθεση στον κίνδυνο.

Μεταξύ των λειτουργικών πολιτικών αντιστάθμισης είναι η αλλαγή αγοράς όσον αφορά στην πώληση των προϊόντων της εταιρείας, στους προμηθευτές της, στις γραμμές προϊόντων και στις μονάδες παραγωγής ως αμυντική αντίδραση στις δυσμενείς αλλαγές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επίσης, οι αποφάσεις σχετικά με τα επίπεδα παραγωγής και η τιμολόγηση των προϊόντων μπορούν να έχουν σημαντική επίδραση στην έκθεση της εταιρείας στο συναλλαγματικό κίνδυνο.

Το μάρκετινγκ, η παραγωγή και άλλες αποφάσεις μπορούν να ληφθούν τόσο σε στρατηγικό όσο και λειτουργικό επίπεδο. Οι λειτουργικές αποφάσεις είναι διακριτές από τις στρατηγικές αποφάσεις λόγω του πιο σύντομου χρονικού ορίζοντα, του υψηλότερου βαθμού αντιστρεψιμότητας και γενικά του μικρότερου βαθμού σημασίας για την εταιρία. Αυτές οι δύο σχετικές κατηγορίες απόφασης επικαλύπτονται ενδεχομένως κατά τις διάφορες χρονικές περιόδους στις οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να εξετάσουν τον κίνδυνο συναλλάγματος.

Παράδειγμα:

Πολλές επιχειρήσεις, πχ ιαπωνικές εταιρείες αυτοματισμού , επιδιώκουν την ευελιξία στην τοποθεσία παραγωγής, ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθούν στις μεγάλες και επίμονες αλλαγές της συναλλαγματικής

ισοτιμίας που καθιστούν την παραγωγή πολύ φτηνότερη σε μια τοποθεσία από ότι σε μια άλλη.

Τα θέματα κλειδιά όσον αφορά τον κίνδυνο συναλλάγματος και τις λειτουργικές πολιτικές είναι η ευελιξία τιμών, ο βαθμός διαφοροποίησης των αγορών για την πρόσβαση σε α' ύλες και την πώληση προϊόντων, και η ευελιξία μεταβολής του όγκου πωλήσεων σχετικά με τις αλλαγές στα περιθώρια κέρδους (Dufey, 1983). Μια πολυεθνική εταιρεία έχει πολλά πλεονεκτήματα έναντι του απλού εισαγωγέα ή του εξαγωγέα όσον αφορά την εκμετάλλευση της λειτουργικής ευελιξίας. Παραδείγματος χάριν, μπορεί να εκμεταλλευτεί τα διαφορετικά νομίσματά που εισέρχονται ή εξέρχονται δημιουργώντας ένα ισορροπημένο ή αντισταθμισμένο μίγμα νομισμάτων που προέρχονται από τις ταμειακές ροές εισοδήματος λόγω πωλήσεων και τις εκροές για αγορά α' υλών κοκ.

4.7.2 Εσωτερικές και εξωτερικές τεχνικές για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου

Ο ρόλος των εσωτερικών και εξωτερικών τεχνικών είναι η ενασχόληση με το τμήμα εκείνο του συναλλαγματικού κινδύνου το οποίο η διοίκηση της επιχείρησης κρίνει ότι θα πρέπει να διαχειριστεί.

Το τμήμα αυτό μπορεί να είναι το υπόλοιπο μέρος του κινδύνου συναλλάγματος που παραμένει αφότου έχουν ληφθεί οι αποφάσεις σχετικά με την αλλαγή της έκθεσης στον κίνδυνο μέσω των προσαρμογών στις στρατηγικές και λειτουργικές αποφάσεις.

Εντούτοις, εάν λίγη ευελιξία υπάρχει στις στρατηγικές και λειτουργικές αποφάσεις, οι εσωτερικές ή/και οι εξωτερικές τεχνικές μπορούν να είναι η μόνη πιθανή εταιρική απάντηση στον κίνδυνο συναλλάγματος. Η προσέγγιση αυτή είναι η κυρίαρχη προσέγγιση στις περιορισμένες και συντηρητικές εταιρίες.

4.7.2.1 Εσωτερικές τεχνικές

Ορισμένες πολυεθνικές εταιρίες έχουν μια ιδιαίτερη εσωτερική ικανότητα να αντιμετωπίζουν στον κίνδυνο συναλλάγματος. Αυτό προέρχεται από το γεγονός ότι αυτές οι εταιρίες έχουν εκτενές διασυνοριακό εμπόριο και τις σχετικές ταμειακές ροές. Το γεγονός αυτό μπορεί να βοηθήσει στην ανάπτυξη ενός περίπλοκου μηχανισμού εσωτερικής μεταφοράς κεφαλαίων και συναλλαγών. Εάν μια εταιρία έχει μια τέτοια εσωτερική ικανότητα, μπορεί να υιοθετήσει τεχνικές όπως netting, leading, lagging, αλλά και διαχείριση στοιχείων Ενεργητικού/Παθητικού (οι τεχνικές αυτές αναλύονται στο κεφάλαιο 5-Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης και Διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου). Η επιχείρηση μπορεί επίσης να πραγματοποιήσει εσωτερική χρηματοοικονομική μηχανική με την εκμετάλλευση των εσωτερικών προμηθευτών και το σχεδιασμό και την παραγωγή των δικών της συμφωνιών συναλλάγματος, προθεσμιακών συμβάσεων, δικαιωμάτων προαίρεσης και συμφωνιών ανταλλαγής για τους εσωτερικούς της χρήστες.

Παραδείγματος χάριν, η ICI έχει ένα περίπλοκο εσωτερικό σύστημα όπου η διαχείριση των στοιχείων του Ενεργητικού/ Παθητικού είναι σημαντικές εσωτερικές τεχνικές FERM. Η επιχείρηση συγκεντρώνει τη διαχείριση των κινδύνων στις σημαντικές χώρες εξαγωγής. Τιμολογεί επίσης τους πελάτες και τα υποκαταστήματά της στο νόμισμά τους. Αυτό διευκολύνει το ταίριασμα των στοιχείων του Ενεργητικού με αυτά του Παθητικού σε ολόκληρο τον όμιλο.

Αυτό το σύστημα επιτρέπει επίσης στην ICI την προμήθεια κεφαλαίων μερικές υπηρεσιών συναλλάγματος από το εσωτερικό της καθώς επίσης και την αγορά τέτοιων οικονομικών υπηρεσιών σε μεγάλη ποσότητα από το εξωτερικό περιβάλλον και την ανακατανομή τους εσωτερικά ICI, Corporate Finance, September 1987.

4.7.2.2 Εξωτερικές τεχνικές

Οι εξωτερικές τεχνικές περιλαμβάνουν τη χρήση μιας ευρείας ποικιλίας τεχνικών διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου. Οι τεχνικές αυτές είναι ευρέως διαθέσιμες στην αγορά και περιλαμβάνουν προθεσμιακές συμβάσεις, δικαιώματα προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, swaps. Η αγορά για τις τεχνικές διαχείρισης κινδύνων έχει επεκταθεί στο μέγεθος και την πολυπλοκότητα καθ' όλη τη διάρκεια των δύο προηγούμενων δεκαετιών.

Η άνθιση των εξωτερικών τεχνικών διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου δικαιολογείται με το ακόλουθο παράδειγμα:

Έχει γίνει συχνά αντικείμενο αστείου στη Philips ότι προκειμένου να γίνει καλύτερη εκμετάλλευση των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών, θα ήταν καλή ιδέα να τοποθετηθούν τα εργοστάσια της εταιρείας σε supertanker, τα οποία θα μπορούν να ρίξουν άγκυρα οπουδήποτε οι συναλλαγματικές ισοτιμίες επιτρέπουν στην επιχείρηση λειτουργεί αποτελεσματικότερα.

Στις παρούσες βέβαια αγορές συναλλάγματος κάτι τέτοιο δε θα ήταν το κατάλληλο μέσο συγκοινωνίας για να εκμεταλλευτεί η εταιρεία τις μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες Ένα αεροπλάνο θα ήταν περισσότερο σύμφωνο με τις απαιτήσεις της παρούσας εποχής.

Το πρόβλημα όμως είναι ότι η παραγωγή της Philips δε θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί σε κανένα από τα προαναφερθέντα οχήματα. Είναι προφανές ότι τέτοια μέτρα είναι πολύ δαπανηρά, ειδικά εάν λαμβάνονται για μεγάλα χρονικά διαστήματα.

Κατά συνέπεια, οι λειτουργικές και στρατηγικές πολιτικές αντιστάθμισης δεν μπορούν εύκολα να χρησιμοποιηθούν από τις εταιρείες προκειμένου να αντιμετωπιστεί ο κίνδυνος. Για το λόγο αυτό οι επιχειρήσεις καταλήγουν σε λιγότερο ακριβές επιλογές.

Στη συνέχεια αναλύονται ορισμένες από τις πλέον διαδεδομένες εξωτερικές μεθόδους για τη διοίκηση του συναλλαγματικού κινδύνου:

4.7.2.2.1 Προθεσμιακά Συμβόλαια Συναλλάγματος (Forwards)

Οι εμπορικές συναλλαγές που αφορούν δύο διαφορετικά νομίσματα αποτελούνται από δύο μέρη: την τρέχουσα αγορά, όπου η πληρωμή (παράδοση) γίνεται αμέσως (στην πράξη αυτό σημαίνει συνήθως τη δεύτερη εργάσιμη ημέρα), και την προθεσμιακή αγορά. Η συναλλαγματική ισοτιμία στην προθεσμιακή αγορά είναι μια τιμή που τίθεται κατά το χρόνο που η συναλλαγή συμφωνείται με αλλά με την πραγματική παραλαβή ή παράδοση να πραγματοποιείται σε έναν καθορισμένο χρόνο στο μέλλον. Ενώ το ποσό της συναλλαγής, η ημερομηνία συναλλαγής, η διαδικασία πληρωμών και η συναλλαγματική ισοτιμία καθορίζονται εκ των προτέρων, καμία ανταλλαγή χρημάτων δεν πραγματοποιείται μέχρι την πραγματική ημερομηνία της συναλλαγής. Αυτή η δέσμευση για τα νομίσματα που ανταλλάσσονται σε μια προηγουμένως συμφωνηθείσα συναλλαγματική ισοτιμία αναφέρεται συνήθως ως προθεσμιακή σύμβαση.

Οι προθεσμιακές συμβάσεις είναι τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα μέσα για την αντιστάθμιση του Συναλλαγματικού Κινδύνου. Το πρόβλημα με τις προθεσμιακές συμβάσεις, εντούτοις, είναι ότι απαιτούν μελλοντική ανταπόκριση των συμβαλλόμενων μερών, και μερικές φορές το ένα από τα συμβαλλόμενα μέρη είναι ανίκανο να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις της σύμβασης. Όταν αυτό συμβαίνει, η αντιστάθμιση δεν υφίσταται και μερικές φορές το κόστος είναι πολύ μεγάλο για εκείνον που επιθυμεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο. Επίσης, πολλές επιχειρήσεις δεν έχουν πρόσβαση στην προθεσμιακή αγορά σε επαρκή ποσότητα για να προστατεύσουν πλήρως την έκθεσή τους στο Συναλλαγματικό Κίνδυνο. Για τέτοιες καταστάσεις, τα Futures μπορεί να είναι καταλληλότερα.

Παράδειγμα:

Η Janet Fredericks, υπεύθυνη διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου στην αμερικανική χημική εταιρεία Murray, ενημερώθηκε ότι η Murray θα πωλούσε 25.000 τόνους του χημικού προϊόντος A στον Καναδά σε μια συνολική τιμή C\$11,500,000, που θα καταβάλλονταν κατά την παράδοση του προϊόντος μετά δηλαδή από χρονικό διάστημα δύο μηνών. Για να προστατεύσει την επιχείρησή της, συμφώνησε να πωλήσει 11.5 εκατομμύριο καναδικά δολάρια προθεσμιακά στη Royal Bank του Μόντρεαλ (RMB). Η προθεσμιακή ισοτιμία ήταν US\$0.8785 ανά καναδικό δολάριο. Δύο μήνες και δύο ημέρες αργότερα, η Fredericks έλαβε US\$10,102,750 από την RBM και πλήρωσε στην RBM C\$11,500,000 (δηλαδή το ποσό που παραλήφθηκε από τον πελάτη της Murray).

4.7.2.2 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures)

Σε γενικές γραμμές, τα Futures είναι παρόμοια με Προθεσμιακά Συμβόλαια δεδομένου ότι είναι συμβάσεις για την παράδοση ενός συγκεκριμένου ποσού ενός ξένου νομίσματος σε κάποια μελλοντική ημερομηνία και σε μια γνωστή τιμή.

Στην πράξη, τα Futures διαφέρουν από τα Forwards ως εξής:

- Μια διαφορά μεταξύ των Forwards και Futures είναι η τυποποίηση. Τα Forwards αφορούν οποιοδήποτε ποσό, εφ' όσον είναι αρκετά μεγάλο ώστε να αξίζει το χρόνο του του διαπραγματευτή του συμβολαίου, ενώ τα Futuresπραγματεύονται τυποποιημένα ποσά, με κάθε συμβόλαιο να είναι πολύ μικρότερο σε μέγεθος από μια μέση συναλλαγή σε Forward. Τα Futures είναι επίσης τυποποιημένα από την άποψη της ημερομηνίας παράδοσης. Οι κανονικές ημερομηνίες μελλοντικής παράδοσης νομίσματος είναι οι μήνες Μάρτιος, Ιούνιος, Σεπτέμβριος και Δεκέμβριος, ενώ τα

Forwards είναι ιδιωτικές συμφωνίες που μπορούν να καθορίσουν οποιαδήποτε ημερομηνία παράδοσης την οποία τα συμβαλλόμενα μέρη θα επιλέξουν. Όλα τα παραπάνω χαρακτηριστικά γνώρισμα επιτρέπουν στα Futures να έχουν μεγάλη εμπορικότητα.

- Μια άλλη διαφορά μεταξύ των δύο εργαλείων είναι ότι τα Forwards διαπραγματεύονται τηλεφωνικά και είναι απολύτως ανεξάρτητα από την τοποθεσία ή το χρόνο, ενώ τα Futures διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές όπως το LIFFE στο Λονδίνο, το SIMEX στη Σιγκαπούρη και το IMM στο Σικάγο.
- Το σημαντικότερο όμως χαρακτηριστικό γνώρισμα των Futures δεν είναι η τυποποίηση ή ο χώρος διαπραγμάτευσής τους αλλά οι χρόνοι στους οποίους πραγματοποιούνται οι ταμειακές ροές μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών στη συναλλαγή. Σε ένα Forward η μεταφορά των κεφαλαίων πραγματοποιείται μια φορά: στη λήξη του συμβολαίου. Με τα Futures, τα χρήματα αλλάζουν τα χέρια καθημερινά κατά τη διάρκεια της ζωής της σύμβασης, ή τουλάχιστον κάθε μέρα όπου υπάρχει κάποια αλλαγή στην τιμή της σύμβασης. Αυτό το καθημερινό χαρακτηριστικό γνώρισμα εκκαθάρισης μετρητών μειώνει κατά ένα μεγάλο μέρος τον κίνδυνο.

Κατά συνέπεια, τα Forwards και Futures εξυπηρετούν παρόμοιους σκοπούς, και τείνουν να έχουν τις ίδιες ισοτιμίες νομισμάτων, αλλά διαφέρουν στη δυνατότητα εφαρμογής τους. Οι περισσότερες μεγάλες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν Forwards. Τα Futures τείνουν να χρησιμοποιούνται όταν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν Πιστωτικούς Κινδύνους.

4.7.2.3 Δανεισμός

Ο δανεισμός της επιχείρησης στο νόμισμα στο οποίο εκτίθεται ή η επένδυση σε τοκοφόρα περιουσιακά στοιχεία για την αντιστάθμιση μιας πληρωμής ξένου νομίσματος είναι μια ευρέως χρησιμοποιημένη τεχνική αντιστάθμισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου που εξυπηρετεί τον ίδιο σχεδόν σκοπό με τις προθεσμιακές συμβάσεις.

Παράδειγμα.

Στο προηγούμενο παράδειγμα η Fredericks πούλησε καναδικά δολάρια προς προθεσμιακά. Εναλλακτικά, θα μπορούσε να έχει χρησιμοποιήσει την αγορά ευρωνομισμάτων για να επιτύχει τον ίδιο στόχο. Θα δανειζόταν τα καναδικά δολάρια, που θα μετέτρεπε στη συνέχεια σε ευρώ στην τρέχουσα αγορά, και θα τα κρατούσε σε μια κατάθεση αμερικανικών δολαρίων για δύο μήνες. Όταν η πληρωμή σε καναδικά δολάρια παραλαμβάνονταν από τον πελάτη, θα χρησιμοποιούσε τις εισπράξεις για να αποπληρώσει το χρέος καναδικών δολαρίων.

Το κόστος αυτής της αντιστάθμισης είναι η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου καναδικών δολαρίων που πληρώνεται και του επιτοκίου αμερικανικών δολαρίων που εισπράττεται. Σύμφωνα με την Ισοδυναμία των Επιτοκίων, το διαφορικό επιτόκιο είναι ίσο με το forward premium, δηλαδή το ποσοστό από το οποίο το προθεσμιακό επιτόκιο διαφέρει από την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία.

Ο τρόπος αυτός αντιστάθμισης του κινδύνου ταιριάζει σε πολλές επιχειρήσεις επειδή πρέπει ούτως ή άλλως να δανειστούν. Κατά συνέπεια, πρόκειται απλά για ένα θέμα που αφορά στο νόμισμα στο οποίο η επιχείρηση εκτίθεται. Αν όμως η αντιστάθμιση πρόκειται να γίνει για το καλό της επιχείρησης, όπως στο παράδειγμα που δόθηκε προηγουμένως, η εταιρία καταλήγει να δανείζεται από μια τράπεζα και να δανείζει μια άλλη τράπεζα,

χάνοντας κατά συνέπεια μέρος του περιθωρίου κέρδους. Αυτό είναι δαπανηρό και συνεπώς μια τέτοια αντιστάθμιση είναι πιθανώς πιο συμφέρουσα όταν η επιχείρηση δε δανείζεται για επιπλέον λόγους.

4.7.2.2.4 Δικαιώματα Προαίρεσης σε Συνάλλαγμα (Currency Options)

Πολλές επιχειρήσεις, τράπεζες και κυβερνήσεις έχουν εκτενή εμπειρία στη χρήση των προθεσμιακών συμβάσεων. Με μια προθεσμιακή σύμβαση μπορεί κανείς να κλειδώσει ένα ποσό σε μια συγκεκριμένη συναλλαγματική ισοτιμία σε μια μελλοντική στιγμή. Υπάρχουν διάφορες περιστάσεις, εντούτοις, όπου μπορεί να είναι επιθυμητό να υπάρξει περισσότερη ευελιξία από εκείνη που μια προθεσμιακή σύμβαση παρέχει.

Παραδείγματος χάριν, ένας κατασκευαστής υπολογιστών στην Καλιφόρνια μπορεί να έχει πωλήσεις σε αμερικανικά δολάρια στις Ηνωμένες Πολιτείες καθώς επίσης και σε ευρώ στην Ευρώπη. Ανάλογα με τη σχετική δύναμη των δύο νομισμάτων, τα εισοδήματα μπορούν να πραγματοποιηθούν είτε σε ευρώ είτε σε δολάρια. Σε μια τέτοια κατάσταση η χρήση Forwards ή Futures θα ήταν ακατάλληλη: δεν υπάρχει νόημα στο να αντισταθμίσει κανείς ένα πράγμα που δεν έχει στην κατοχή του. Αυτό που απαιτείται στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι ένα option συναλλάγματος: δηλαδή το δικαίωμα (option), αλλά όχι η υποχρέωση, ανταλλαγής ενός νομίσματος σε μια καθορισμένη συναλλαγματική ισοτιμία.

Ένα option είναι μια σύμβαση για τη μελλοντική παράδοση ενός νομίσματος σε αντάλλαγμα άλλου, όπου ο κάτοχος του option έχει το δικαίωμα να αγοράσει (ή να πωλήσει) το νόμισμα σε μια συμφωνηθείσα τιμή, την τιμή άσκησης (strike ή exercise price), αλλά δεν υπάρχει απαίτηση να προχωρήσει στην αγορά ή πώληση του νομίσματος. Το δικαίωμα αγοράς ονομάζεται call και το δικαίωμα πώλησης ονομάζεται put. Το κόστος του δικαιώματος ονομάζεται option premium. Ο πωλητής του δικαιώματος λαμβάνει το option premium και είναι υποχρεωμένος να κάνει την παράδοση ή την παραλαβή στη συμφωνημένη τιμή εάν ο αγοραστής ασκήσει το δικαίωμά

του. Σε μερικές περιπτώσεις, το προϊόν της παράδοσης που παραδίδεται είναι το ίδιο το νόμισμα ενώ σε άλλες περιπτώσεις παραδίδονται Futures στο συγκεκριμένο νόμισμα. Τα αμερικανικά option επιτρέπουν στον κάτοχο να τα ασκήσει οποιαδήποτε στιγμή πριν από την ημερομηνία λήξης ενώ τα ευρωπαϊκά option ασκούνται μόνο κατά την ημερομηνία λήξης.

Παράδειγμα:

Ο Steve Yamamoto της εταιρείας Frito-Lay έχει μόλις συμφωνήσει να αγοράσει πατάτες αξία 15 εκατομμυρίων € από τον προμηθευτή του στην Ιρλανδία. Η πληρωμή των 5 εκατομμυρίων € πρόκειται να γίνει σε 245 ημέρες.

Το δολάριο είχε πέσει κατακόρυφα πρόσφατα έναντι του ευρώ και ο Yamamoto θέλει να αποφύγει την περαιτέρω άνοδο στο κόστος των εισαγωγών του. Εκτιμά ότι το δολάριο είναι εξαιρετικά ασταθές στο τρέχον περιβάλλον των οικονομικών εντάσεων. Αποφασίζοντας να προστατεύσει την πληρωμή του, λαμβάνει τρέχουσα τιμή \$0,71 και προθεσμιακή τιμή \$0,68 για χρονικό ορίζοντα 245 ημέρες. Η άποψή του, εντούτοις, είναι ότι το δολάριο θα έχει άνοδο κατά τους επόμενους μήνες και για το λόγο αυτό σκέφτεται να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς ευρώ αντί να αγοράσει προθεσμιακά ευρώ. Στην τιμή άσκησης \$0,69 ο Yamamoto χρεώνεται κόστος δικαιώματος 0,85% επί του συνολικού ποσού.

Ο Yamamoto αποφάσισε να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς. Στην πραγματικότητα σκέφτηκε ότι πληρώνει για την προστασία από μία πτώση του δολαρίου χωρίς να περιορίζει την πιθανή αποταμίευση που θα μπορούσε να συγκεντρώσει εάν το δολάριο επανέλθει σε ένα ρεαλιστικότερο επίπεδο. Σε μια ιδιαίτερα ευμετάβλητη αγορά όπου απροσδόκητες τιμές νομισμάτων μπορούν να επιτευχθούν, τα options έχουν περισσότερο νόημα από το να δοκιμάζει κανείς την τύχη του στην αγορά ή να κλειδώνει συγκεκριμένα ποσά με προθεσμιακές συμβάσεις.

Τα Futures και τα Forwards είναι συμβάσεις στις οποίες δύο συμβαλλόμενα μέρη υποχρεώνονται να ανταλλάξουν κάτι σε μια μελλοντική

στιγμή. Είναι έτσι χρήσιμα στο να προστατεύουν ή να μετατρέπουν τις γνωστές εκθέσεις στο Συναλλαγματικό Κίνδυνο ή στον Κίνδυνο Επιτοκίου. Ένα option, αντίθετα, δίνει στο ένα συμβαλλόμενο μέρος το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πωλήσει την υποκείμενη αξία υπό συγκεκριμένους όρους ενώ το άλλο συμβαλλόμενο μέρος αναλαμβάνει μια υποχρέωση να πωλήσει ή να αγοράσει εκείνη την αξία εφόσον το δικαίωμα ασκείται.

Πότε θα πρέπει μια επιχείρηση όπως η Frito να προτιμήσει τα options έναντι των Futures και Forwards;

Στο παράδειγμα, ο Yamamoto είχε μια άποψη σχετικά την κατεύθυνση του δολαρίου που διέφερε από την προθεσμιακή ισοτιμία. Αν λάβουμε υπόψη μόνο αυτό το γεγονός, έχουμε την πρόταση μόνο της θέσης που θα πρέπει να πάρει ο Yamamoto. Ο Yamamoto όμως είχε και άποψη σχετικά με τη μεταβλητότητα του δολαρίου. Τα options παρέχουν τα μόνα κατάλληλα μέσα για την αντιστάθμιση ενός τέτοιου είδους κινδύνου (volatility risk). Πράγματι η τιμή ενός option επηρεάζεται άμεσα από την προοπτική για αστάθεια ενός νομίσματος. Όσο μεγαλύτερη είναι η αστάθεια, όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δικαιώματος. Για το Yamamoto, η τιμή του δικαιώματος ήταν αποδεκτή. Με άλλα λόγια ο Yamamoto σκέφτηκε ότι η αληθινή μεταβλητότητα του νομίσματος είναι μεγαλύτερη από αυτή που απεικονίζεται στην τιμή του option.

Αυτό το παράδειγμα δίνει έμφαση σε ένα σύνολο περιστάσεων κάτω από το οποίο μια επιχείρηση πρέπει να εξετάσει τη χρήση των δικαιωμάτων. Η αξία ενός δικαιώματος επηρεάζεται τόσο από την κατεύθυνση του νομίσματος όσο και από την αστάθεια του νομίσματος, και η τιμή ενός τέτοιου δικαιώματος θα είναι υψηλότερη όσο περισσότερο οι προσδοκίες της αγοράς (όπως απεικονίζεται στην προθεσμιακή ισοτιμία) ευνοούν την άσκηση του δικαιώματος και όσο μεγαλύτερη είναι η προσδοκώμενη αστάθεια του νομίσματος.

Παραδείγματος χάριν, κατά τη διάρκεια της κρίσης στο ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα στα μέσα του 1993, τα δικαιώματα πώλησης στο

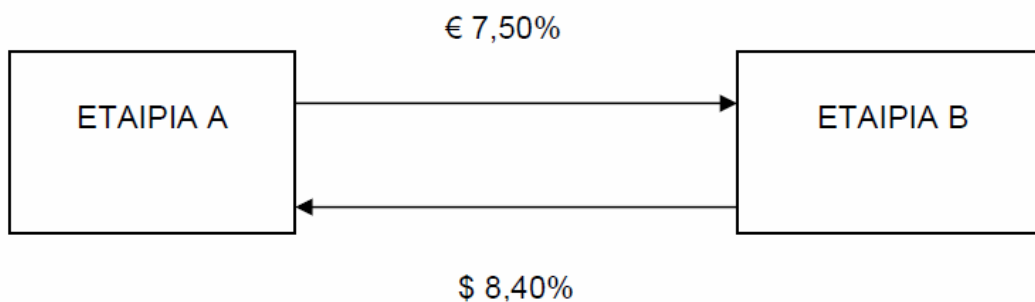
γαλλικό φράγκο έγιναν πολύ ακριβά για δύο λόγους. Κατ' αρχάς, τα υψηλά γαλλικά επιτόκια με σκοπό να υποστηρίξουν το φράγκο οδήγησαν την προθεσμιακή ισοτιμία του φράγκου έναντι του γερμανικού μάρκου πτωτικά. Δεύτερον, η προσδοκώμενη αστάθεια της συναλλαγματικής ισοτιμίας DM/FF επιδεινώθηκε ραγδαία όταν πιθανολογήθηκε η αποσύνθεση του EMS (Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα). Με μετακινήσεις των νομισμάτων πολύ μεγαλύτερες από τις πιθανές επίσημες ζώνες EMS, το αναμενόμενο κέρδος από την άσκηση έγινε πολύ μεγαλύτερο. Ήταν η κατάλληλη περίοδος για τις επιχειρήσεις με έκθεση στις μεταβολές του φράγκου να αγοράσουν δικαιώματα πώλησης, αλλά το κόστος θα υπερέβαινε το αναμενόμενο κέρδος εκτός αν η επιχείρηση προσδοκούσε μια μεγαλύτερη αλλαγή, ή μια ακόμα υψηλότερη αστάθεια, από εκείνη που απεικονιζόταν στη τιμή αγοράς των δικαιωμάτων.

Τέλος, κάποιος μπορεί να δικαιολογήσει τη χρήση (έστω και περιορισμένη) των δικαιωμάτων αναφορικά με την επιβλαβή επίδραση της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Ο κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας που δεν αντισταθμίζεται μπορεί να προκαλέσει σημαντικές διακυμάνσεις στα κέρδη και την αγοραία αξία μιας πολυεθνικής εταιρίας. Μια πολύ μεγάλη μετακίνηση συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να προκαλέσει πρόσθετα προβλήματα για μια επιχείρηση, ίσως επειδή φέρνει μια ανταγωνιστική απειλή από μια διαφορετική χώρα. Σε κάποιο επίπεδο, η αλλαγή νομίσματος μπορεί να απειλήσει τη βιωσιμότητα της επιχείρησης, φέρνοντας δαπάνες πτώχευσης στις οποίες η επιχείρηση θα πρέπει να ανταποκριθεί. Για να αποτρέψει τη δημιουργία της παραπάνω κατάστασης, ίσως θα ήταν καλό η επιχείρηση να αγοράσει μερικά χαμηλού κόστους δικαιώματα που ασκούνταν μόνο κάτω από τις ασυνήθιστες περιστάσεις, τέτοιες που θα έβλαπταν ιδιαίτερα την εταιρία. (Ian H, Giddy, Gunter Dufey)

4.7.2.2.5 Συμφωνίες Ανταλλαγής Συναλλάγματος (Cross-currency Swaps)

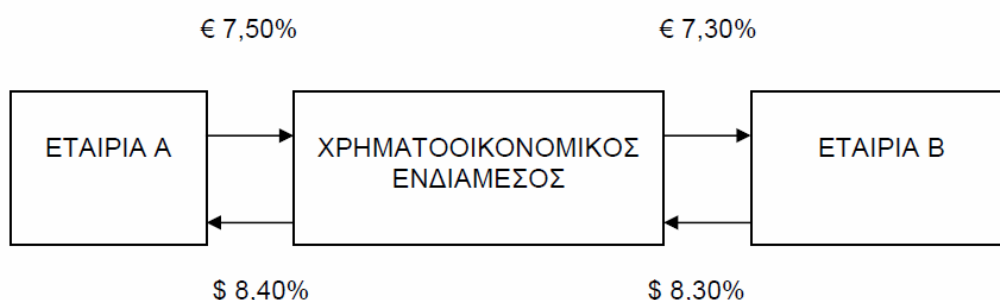
Μια Συμφωνία Ανταλλαγής Συναλλάγματος αποτελεί μια συμφωνία ανάμεσα σε δύο μέλη κατά την οποία το κάθε μέλος πραγματοποιεί περιοδικές πληρωμές στο άλλο, βάσει κάποιου επιτοκίου, σε προκαθορισμένες χρονικές στιγμές, οι οποίες πληρωμές όμως γίνονται σε διαφορετικά νομίσματα και όπου, τουλάχιστον στην λήξη, υπάρχει πάντα ανταλλαγή κεφαλαίου αν όχι και κατά την ημέρα ενεργοποίησης. Επιπλέον, τα κεφάλαια που ανταλλάσσονται αρχικά είναι περίπου ίσα, βάση της ισοτιμίας κατά τη έναρξη της συμφωνίας. Τα κεφάλαια όμως που ανταλλάσσονται κατά τη λήξη της συμφωνίας δεν είναι απαραίτητο να έχουν την ίδια αξία. Σε μια τέτοια συμφωνία οι πληρωμές και από τα δύο μέλη μπορεί να είναι βάσει σταθερού επιτοκίου (fixed-to-fixed ή straight currency swap), βάσει κυμαινόμενου επιτοκίου (floating-to-floating ή currency basis swap) ή μπορεί το ένα μέλος να πραγματοποιεί πληρωμές βάσει σταθερού επιτοκίου και το άλλο μέλος βάσει κυμαινόμενου επιτοκίου (fixed-to-floating ή currency interest rate swap).

Παρακάτω, έχουμε μια σχηματική απεικόνιση μιας συμφωνίας ανταλλαγής συναλλάγματος, όπου η εταιρία A αρχικά πληρώνει στην εταιρία B το ποσό των 150 χιλιάδων δολαρίων ενώ η εταιρία B στην A το ποσό των 100 χιλιάδων ευρώ (υποθέτοντας ότι η τρέχουσα ισοτιμία στην αρχή της συμφωνίας είναι 1,5\$/€). Έστω ακόμη ότι οι πληρωμές είναι ετήσιες και η συμφωνία λήγει σε πέντε έτη. Κάθε χρόνο η εταιρία A θα πληρώνει στην B το ποσό των 7.500,00€(100χιλ€*7,5%) ενώ η B στην A το ποσό των 12.600,00\$(150χιλ\$*8,4%). Στο τέλος του πέμπτου έτους η εταιρία A θα δώσει στην B 107.500,00€(100.000,00+7.500,00) ενώ η B στην A ποσό ίσο με 162.600,00\$.



Έτσι, μια συμφωνία ανταλλαγής συναλλάγματος αποτελεί μια σύνθετη διαδικασία όπου στην πράξη είναι δυσκολότερο να βρεθεί κάποιος αντισυμβαλλόμενος ο οποίος να επιθυμεί ακριβώς το αντίστροφο. Βέβαια οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν κάποιον ενδιάμεσο για να βρει τον αντίστοιχο αντισυμβαλλόμενο (όπως μπορούμε να δούμε στο παρακάτω σχήμα). Από την άλλη όμως, μέσω μιας τέτοιας συμφωνίας μια επιχείρηση έχει την δυνατότητα να βρει κεφάλαια σε ξένες αγορές, τα οποία θα έχουν χαμηλότερο κόστος και επιπλέον να αντισταθμίσει τον κίνδυνο συναλλαγματικών ισοτιμιών στον οποίο υπόκειται.

Ο χρηματοοικονομικός ενδιάμεσος φυσικά πραγματοποιεί κάποιο κέρδος από την συναλλαγή, όπως διακρίνουμε και παρακάτω:

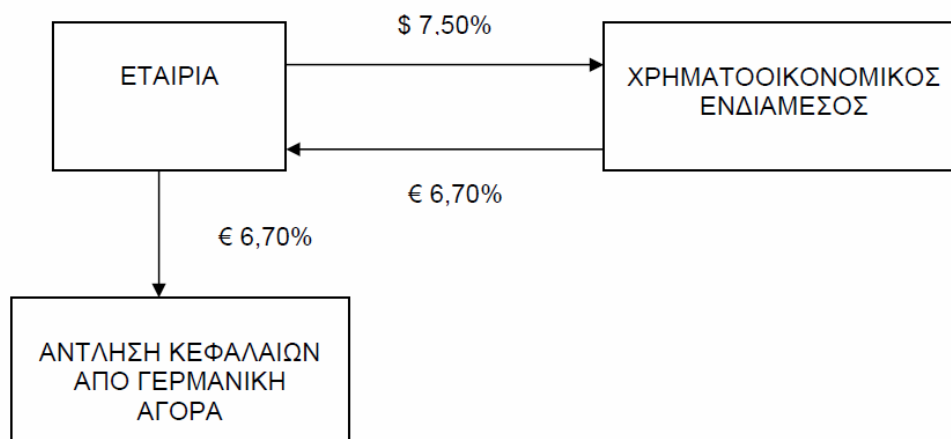


Μέσω μιας συμφωνίας ανταλλαγής συναλλάγματος, μια επιχείρηση

μπορεί να βρει κεφάλαια χαμηλότερου κόστους χωρίς να υφίσταται κάποιον κίνδυνο από μια ενδεχόμενη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας τη στιγμή που θα πρέπει να πραγματοποιήσει κάποια πληρωμή.

Αναλυτικότερα, έστω ότι μια επιχείρηση στις Ηνωμένες Πολιτείες μπορεί να δανειστεί από την αγορά της Γερμανίας φθηνότερα (έστω ότι το επιτόκιο δανεισμού στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών είναι ίσο με 7,80% ενώ στην Γερμανία είναι ίσο με 6,70%).

Αν προχωρήσει σε άμεσο δανεισμό, κάθε φορά που θα πραγματοποιεί κάποια πληρωμή σε ευρώ θα υπόκειται στον κίνδυνο να υποτιμηθεί το δολάριο έναντι του ευρώ και να πρέπει να πληρώσει περισσότερα δολάρια. Αν όμως προχωρήσει στην πραγματοποίηση μιας συμφωνίας ανταλλαγής συναλλάγματος τότε μπορεί να εκμεταλλευτεί τα χαμηλότερα επιτόκια της ευρωπαϊκής αγοράς αντισταθμίζοντας ταυτόχρονα τον κίνδυνο των συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Μέσω της συμφωνίας αυτής η εταιρία ουσιαστικά δανείζεται με επιτόκιο χαμηλότερο από το τρέχον της αγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών και οι καθαρές τελικές πληρωμές που πραγματοποιεί είναι σε δολάρια. Βέβαια θα πρέπει το ποσό που αντλήθηκε από την Γερμανική αγορά να είναι ίσο με αυτό της συμφωνίας ανταλλαγής, αν φυσικά επιθυμούμε πλήρη αντιστάθμιση.

Άλλος ένας λόγος που κάποιος θα μπορούσε να προχωρήσει σε μια συμφωνία είναι για να εκμεταλλευτεί την υψηλότερη απόδοση κάποιων

επενδύσεων στην ξένη αγορά χωρίς πάλι να αντιμετωπίζει τον κίνδυνο διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Έτσι, μια επιχείρηση θα μπορούσε να επενδύσει σε μια ξένη αγορά και επιπλέον να πραγματοποιήσει μια συμφωνία ανταλλαγής συναλλάγματος έτσι ώστε να αντισταθμίσει τον κίνδυνο που προέρχεται από τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Υποθέτουμε πάλι ότι έχουμε μια επιχείρηση στις Ηνωμένες Πολιτείες η οποία αν επενδύσει σε ομόλογα της χώρας της θα έχει απόδοση 6,50%(\$). Αν πάλι επενδύσει σε ομόλογα της ευρωπαϊκής αγοράς θα επιτύχει απόδοση ίση με 6,70%(€) αντιμετωπίζοντας όμως τον κίνδυνο το ευρώ να υποτιμηθεί έναντι του δολαρίου και έτσι να μην επιτύχει υψηλότερη απόδοση. Πραγματοποιώντας όμως μια συμφωνία ανταλλαγής συναλλάγματος η επιχείρηση μπορεί να επιτύχει και υψηλότερες αποδόσεις και να μην αντιμετωπίσει τον κίνδυνο υποτίμησης του ευρώ. Ουσιαστικά, η επιχείρηση θα είναι σαν να έχει πραγματοποιήσει μια επένδυση η οποία θα της αποφέρει απόδοση ίση με 6,90% σε δολάρια.

Πέραν της αντιστάθμισης, κάποια εταιρία θα μπορούσε να πραγματοποιήσει μια συμφωνία ανταλλαγής συναλλάγματος για να αντλήσει κεφάλαια σε ξένο νόμισμα τα οποία και θα επενδύσει στην ξένη αυτή χώρα. Η εταιρία θα μπορούσε να δανειστεί από τη χώρα της και έπειτα να πραγματοποιήσει μια συμφωνία όπου θα πραγματοποιεί πληρωμές στο δικό της νόμισμα ενώ θα λαμβάνει στο ξένο.

Παραδείγματος χάριν, αν μια ευρωπαϊκή επιχείρηση θέλει να πραγματοποιήσει μια επένδυση στην Ιαπωνία και ο δανεισμός από τη χώρα αυτή είναι αρκετά υψηλού κόστους τότε μπορεί να δανειστεί σε ευρώ από μια ευρωπαϊκή τράπεζα και συγχρόνως να πραγματοποιήσει μια συμφωνία ανταλλαγής συναλλάγματος όπου θα πραγματοποιεί πληρωμές σε ευρώ και θα λαμβάνει σε γεν Ιαπωνίας. Βέβαια, θα πρέπει να βρει κάποιον αντισυμβαλλόμενο ο οποίος θέλει το ακριβώς αντίθετο.

Έτσι, ουσιαστικά για την ευρωπαϊκή επιχείρηση θα είναι σαν να έχει δανειστεί σε ιαπωνικό γεν ενώ αντίστοιχα για την ιαπωνική σαν να έχει δανειστεί σε ευρώ.

4.8 Τελικά ποιοι αποφασίζουν για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου;

Σύμφωνα με μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε στη Μεγάλη Βρετανία σχετικά με τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου (David Edelshain, British Times 1991), βρέθηκε ότι η συμμετοχή στη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου σε πολλές εταιρείες είναι κατά ένα μεγάλο μέρος περιορισμένη στη χρηματοοικονομική λειτουργία και στη γενική διεύθυνση.

Με εξαίρεση το τμήμα χρηματοοικονομικής διαχείρισης, του γενικού διευθυντή και των επιμέρους διευθυντών, η συμμετοχή άλλου εργαζομένου ή υποκαταστήματος στη μητρική εταιρεία συναντήθηκε σε μια σε κάθε επτά εταιρίες. Επίσημες επιτροπές διευθυντών που εξετάζουν τα ζητήματα συναλλάγματος αναφέρθηκαν να υπάρχουν μόνο σε μια στις δέκα επιχειρήσεις και άτυπες επιτροπές μόνο σε μια στις επτά επιχειρήσεις.

Όσον αφορά στα υποκαταστήματα, οι ερωτώμενοι ανέφεραν ότι η πλειοψηφία των ανώτατων στελεχών, των διευθυντών και ακόμη και των χρηματοοικονομικών τμημάτων δεν είχε καμία συμμετοχή όσον αφορά στα ζητήματα συναλλάγματος. Κανένα άλλο λειτουργικό τμήμα στα υποκαταστήματα δεν ειπώθηκε να σχετίζεται με τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου σε περισσότερες από μια εταιρία στις πέντε. Αυτό μπορεί να οφείλεται εν μέρει στο γεγονός ότι η τοπική διοίκηση έχει λίγα κίνητρα για να εξετάσει το ζήτημα. Οι εναγόμενοι παρατήρησαν ότι η πλειοψηφία των εταιριών τους έθεσε τους στόχους απόδοσης των ξένων υποκαταστημάτων εκφρασμένους στο τοπικό νόμισμα μόνο, και όχι αυτό της μητρικής εταιρείας, και ότι η αμοιβή της διοίκησης συνδέθηκε με τα μέτρα απόδοσης στο τοπικό νόμισμα μόνο. Λίγη προσοχή εμφανίζεται να δίνεται στην ευθυγράμμιση των ενδιαφερόντων της μητρικής εταιρίας με εκείνα της τοπικής διοίκησης (υποκαταστήματα).

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης δίνει έμφαση στις διαφορές μεταξύ των ενδιαφερόντων των μετόχων και των διευθυντών. Εάν οι διευθυντές αντιμετωπίζουν μεγαλύτερες κυρώσεις όταν αποτυγχάνουν να διαχειριστούν την έκθεση του νομίσματός τους στον κίνδυνο, από τις ανταμοιβές όταν τη διαχειρίζονται καλά, υποθέτοντας ότι είναι σε θέση να επηρεάσουν εκείνη την απόδοση, ο κίνδυνος οι διευθυντές να ενεργούν περισσότερο προς το άμεσο όφελός τους και λιγότερο προς τα μακροπρόθεσμα οφέλη της εταιρίας θα αυξηθεί.

Ο βαθμός στον οποίο τα οικονομικά εργαλεία αναφέρονται να υιοθετούνται στη διαχείριση της έκθεσης στο συναλλαγματικό κίνδυνο, όταν οι εταιρικές στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου έχουν λίγη χρησιμότητα για τους μετόχους, στρέφει την προσοχή στο ερώτημα ποιου τα ενδιαφέροντα εξυπηρετούνται. Εάν το μόνο κίνητρο για τη διαχείριση της έκθεσης στο συναλλαγματικό κίνδυνο νομίματος είναι η βραχυπρόθεσμη αποδοτικότητα, οι manager θα δώσουν λιγότερη προσοχή στη χρησιμοποίηση των μεθόδων διαχείρισης των κινδύνων συναλλάγματος που εξασφαλίζουν μόνο το μακροπρόθεσμο όφελος. Για να ενθαρρυνθούν οι manager να λειτουργήσουν προς όφελος της εταιρίας, τα μέτρα απόδοσης πρέπει να έχουν ως σκοπό να τους ανταμείψουν για τις εκβάσεις που λειτουργούν περισσότερο προς το όφελος της εταιρίας.

Η Griffiths (1990) θεώρησε ότι πρέπει να γίνεται μια συνεταιριστική προσπάθεια μεταξύ των διαφόρων εμπορικών περιοχών, της κεντρικής διοίκησης της εταιρίας και της τοπικής οικονομικής διαχείρισης των εκάστοτε υποκαταστημάτων. Διαπίστωσε ότι υπήρξαν διάφοροι κεντρικοί διοικητικοί φορείς στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για να συγκεντρώσουν την έκθεση στον κίνδυνο συναλλάγματος, να συγκεντρώσουν τις στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου και να μειώσουν τις ροές και τις δαπάνες συναλλαγής που συνδέονται με τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των εταιρειών.

Οι Lessard και Lightstone (1986) έχουν τονίσει ότι η ανοικτή και συνεχής επικοινωνία μεταξύ των ανώτατων στελεχών και των manager 1^{ης} γραμμής είναι απαραίτητη για την αποτελεσματική διαχείριση της έκθεσης στον κίνδυνο.

Ο Morsicato (1980) παρατήρησε ότι το πού βρίσκεται η ευθύνη για τη διαχείριση του κινδύνου μέσα στην επιχείρηση θα μπορούσε να καθορίσει τη μέθοδο αντιμετώπισης του κινδύνου. Επίσης ο βαθμός συγκέντρωσης ή διοικητικής αποκέντρωσης της διαχείρισης κινδύνων συναλλάγματος αποτελεί σημαντική επιρροή για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τον κίνδυνο.

Το αποτέλεσμα από την έκθεση στο συναλλαγματικό κίνδυνο είναι μια από πολλές επιρροές του περιβάλλοντος που αντιμετωπίζουν οι manager σε μια επιχείρηση. Το κατά πόσο όμως όντως επιδρά στην επιχείρηση είναι γεγονός αμφισβητήσιμο. Σαφώς πολλοί διευθυντές δεν έχουν ποτέ επίγνωση των ζητημάτων συναλλάγματος και δεν καλούνται να εξετάσουν τέτοιου είδους κινδύνους. Πολλοί από αυτούς που ασχολούνται με την έκθεση στο συναλλαγματικό κίνδυνο, σπάνια ασχολούνται σε κανονική βάση με τα παραπάνω ζητήματα. Πολύ λίγοι αντιμετωπίζουν τον αντίκτυπο της έκθεσης στο συναλλαγματικό κίνδυνο σε συνεχή βάση και διευθυντές με συγκεκριμένες αρμοδιότητες μπορούν να αναγνωρίσουν ή να ασχοληθούν με ορισμένες πτυχές της έκθεσης. Παραδείγματος χάριν, οι λογιστές μπορούν να ασχοληθούν μόνο με την έκθεση μετάφρασης (Kemp 1984).

Ο Soenen (1986) διαμόρφωσε την άποψη ότι η διαχείριση των κινδύνων συναλλάγματος έχει βασιστεί συχνά στις ad hoc απόψεις και όχι αποτέλεσμα συστηματικού συλλογισμού. Το Soenen (1983) επίσης παρατήρησε ότι ο μικρός αριθμός προσωπικού και οι μικροί προϋπολογισμοί μπορούν να απαγορεύσουν στις μικρές εταιρίες την ανάπτυξη μιας συνεπούς προσέγγισης στη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου. Επίσης, στις μεγάλες επιχειρήσεις ένα ειδικευμένο τμήμα αρμόδιο για τα ζητήματα

νομίσματος μπορεί να απομονώσει τη διοίκηση από τη διαχείριση του προβλήματος.

Συμπερασματικά, πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις καθορίζουν τη δομή τους προκειμένου να διαχειριστούν την έκθεση στον κίνδυνο συναλλάγματος. Η μεταβίβαση της ευθύνης μόνο στο τμήμα χρηματοοικονομικών ή η συμμετοχή ενός περιορισμένου αριθμού διευθυντών δεν είναι πιθανό να παράγει μια ικανοποιητική έκβαση.

5. Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης και Διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου

Όπως ισχύει για όλους τους τομείς της οικονομικής διαχείρισης, η διοίκηση του Κεφαλαίου είναι πιο σύνθετη για μια πολυεθνική εταιρία από ότι για τις εταιρίες που δεσμεύονται μόνο σε εσωτερικές διαδικασίες. Αυτή η πολυπλοκότητα οφείλεται σε διάφορους λόγους σχετικούς με τη λειτουργία σε διαφορετικά οικονομικοπολιτικά και φορολογικά περιβάλλοντα.

Η σύνδεση της Διοίκησης Κεφαλαίου Κίνησης με τη Διαχείριση του Συναλλαγματικού Κινδύνου περιλαμβάνει δύο βασικά στοιχεία.

- Η πρώτη πτυχή είναι ότι μέρος της επίδρασης μιας αλλαγής συναλλαγματικής ισοτιμίας σε μια πολυεθνική εταιρία επηρεάζεται από το μέγεθος και τη σύνθεση του Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης.
- Κατά δεύτερο λόγο η Διοίκηση του Κεφαλαίου Κίνησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προστατεύσει την εταιρία από τα πιθανά δυσμενή αποτελέσματα της έκθεσης στο Συναλλαγματικό Κίνδυνο (Λειτουργικές Στρατηγικές Αντιστάθμισης του Κινδύνου).

5.1 Λειτουργικές Τεχνικές διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου που σχετίζονται με τη Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης

Παρακάτω παρατίθενται επτά λειτουργικές τεχνικές που αφορούν το Κεφάλαιο Κίνησης όπως θα υιοθετούνταν αν αναμενόταν υποτίμηση του τοπικού νομίσματος (K.Cooper).

1) Μείωση των ταμειακών διαθεσίμων στο τοπικό νόμισμα και αντικατάσταση αυτών με ταμειακά διαθέσιμα σε ισχυρά νομίσματα.

2) Μείωση των εισπρακτέων λογαριασμών στο τοπικό νόμισμα μέσω " carrot actions", δηλαδή ενεργειών όπως εισαγωγή εκπτώσεων για πρόωρες πληρωμές ή αύξηση των τρεχουσών εκπτώσεων για πρόωρες πληρωμές, " stick actions", δηλαδή ενέργειες που αφορούν τη σκλήρυνση της πιστωτικής πολιτικής, ή κάποιο συνδυασμό των παραπάνω.

3) Καθυστέρηση είσπραξης ποσών που εκφράζονται σε δυνατά νομίσματα.

4) Αύξηση του βραχυπρόθεσμου χρέους στο τοπικό νόμισμα LC και άλλων πληρωτέων ποσών σε LC.

5) Επιτάχυνση της καταβολής μερισμάτων και αμοιβών στη μητρική εταιρεία, Επίσης, επιτάχυνση της πληρωμή των υποχρεώσεων στη μητρική εταιρεία και στα υπόλοιπα υποκαταστήματα.

6) Καθυστέρηση της συλλογής των εισπρακτέων λογαριασμών από τα υποκαταστήματα και τη μητρική εταιρεία.

7) Αύξηση των αποθεμάτων των εισαγόμενων α' υλών και ετοιμών προϊόντων και μείωση των αποθεμάτων σε εγχώρια υλικά.

Όλες οι παραπάνω τεχνικές έχουν κόστη για την επιχείρηση. Για να αξιολογήσουμε τα κόστη αλλά και τα οφέλη, θα πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι

το Κεφάλαιο Κίνησης αποτελείται από εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία (Απαιτήσεις, Χρεόγραφα, Διαθέσιμα), Αποθέματα που λόγω της φύσης τους δε μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά και Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Κάθε ένα από τα παραπάνω στοιχεία έχει ως επίπτωση στην εταιρεία την έκθεση στο Συναλλαγματικό κίνδυνο.

5.1.1 Χρηματικά Διαθέσιμα, Εισπρακτέοι Λογαριασμοί και Χρεόγραφα

Η υποτίμηση (ανατίμηση) ενός ξένου νομίσματος στο οποίο εκφράζονται τα χρηματικά διαθέσιμα, οι εισπρακτέοι λογαριασμοί και τα χρεόγραφα οδηγεί σε μια μείωση (αύξηση) της ισοδύναμης αξίας των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων στο νόμισμα της μητρικής εταιρείας. Το αντίστροφο ισχύει για τα εύκολα μετατρέψιμα σε μετρητά στοιχεία του παθητικού.

Οι συμβατικές υποχρεώσεις για αγορές σε ξένο νόμισμα οδηγούν ομοίως σε κέρδη από την υποτίμηση του ξένου νομίσματος ενώ οι υποχρεώσεις για πώληση προϊόντων οδηγούν σε ζημίες.

Οι λειτουργικές τεχνικές που χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση του κινδύνου στις παραπάνω περιπτώσεις είναι οι ακόλουθες:

1. Εξίσωση των ισοδύναμων μετρητών και των απαιτήσεων που απορρέουν από συμβάσεις με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και τις υποχρεώσεις πληρωμής που απορρέουν από συμβάσεις στο ξένο νόμισμα.
2. Αυξήσεις στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και μειώσεις στα ισοδύναμα μετρητών μειώνουν την καθαρή έκθεση λόγω της υποτίμησης του τοπικού νομίσματος LC και κατά συνέπεια μειώνουν τις απώλειες της έκθεσης μετάφρασης όταν μια δυσμενής αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας εμφανίζεται. Το αντίστροφο ισχύει σε μια ανατίμηση του τοπικού νομίσματος. Οι επιπτώσεις επί των καθαρών ταμειακών ροών τόσο για την τρέχουσα

περίοδο όσο και για την επόμενη είναι λιγότερο προβλέψιμες καθώς εξαρτώνται κατά ένα μεγάλο μέρος από το βαθμό στον οποίο τα αποτελέσματα της υποτίμησης του τοπικού νομίσματος απεικονίζονται, εκ των προτέρων, στα επιτόκια και στις συνθήκες λειτουργίας της αγοράς.

Οι παραπάνω δύο λειτουργικές τεχνικές αντανακλούν τις έξι από τις επτά λειτουργικές τεχνικές αντιστάθμισης που αναφέρθηκαν αρχικά. Η αποτελεσματικότητα αυτών των ενεργειών στη ενίσχυση ή διατήρηση της αξίας της επιχείρησης όταν αυτή επηρεάζεται από τις αλλαγές της συναλλαγματικής ισοτιμίας αμφισβητείται.

Αρχικά, ως μέρος της γενικής πολιτικής κεφαλαίου κίνησης, τα χρηματικά διαθέσιμα της επιχείρησης θα πρέπει να είναι ελάχιστα. Εάν κάτι τέτοιο συμβαίνει, υπάρχει μικρή δυνατότητα για μείωση της έκθεσης στο Συναλλαγματικό Κίνδυνο όταν αναμένεται υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Περαιτέρω, οι τοπικές βραχυπρόθεσμες επενδύσεις προσφέρουν συχνά απολαβές που ισούνται τουλάχιστον με την αναμενόμενη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος (International Fisher Effect). Στην αντίθετη περίπτωση, όπου έχουμε μια αναμενόμενη ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος με τάση για αύξηση της αξίας των χρηματικών διαθεσίμων, παρόμοιες σκέψεις αμφισβητούν την αξία της αντιστάθμισης του κινδύνου μέσω του Κεφαλαίου Κίνησης.

Οι τεχνικές " leading" και " lagging" (επιτάχυνση και καθυστέρηση) στους εισπρακτέους και πληρωτέους λογαριασμούς, στις διάφορες αμοιβές και στα μερίσματα είναι ουσιαστικά τεχνικές διαχείρισης μετρητών που στοχεύουν στη μείωση της έκθεσης σε ένα αδύνατο νόμισμα ή στην ενίσχυση της έκθεσης σε ένα ισχυρό νόμισμα. Οι τεχνικές αυτές υπόκεινται και αυτές στους περιορισμούς των τεχνικών που αναφέρθηκαν προηγουμένως. Η τεχνική "netting" μεταξύ των θυγατρικών (δημιουργία δικτύου πληρωμών) είναι μια αποδοτικότερη τεχνική για τη διαχείριση των υποχρεώσεων μιας πολυεθνικής εταιρείας.

Οι τεχνικές " leading" και " lagging" όσον αφορά στις πληρωμές των θυγατρικών εταιρειών δεν έχουν κάποια ωφέλεια όσον αφορά στη διαχείριση της έκθεσης μετάφρασης καθώς οι υποχρεώσεις των θυγατρικών μέσα στην πολυεθνική εταιρεία εξαλείφονται κατά την ενοποίησή τους. Επίσης, οι παραπάνω τεχνικές δεν προσφέρουν κάποιο μέσο που δε θα ήταν διαφορετικά διαθέσιμο στην επιχείρηση για την αποτροπή των αρνητικών αποτελεσμάτων ή την αύξηση των θετικών αποτελεσμάτων στις ταμειακές ροές της τρέχουσας περιόδου λόγω μιας αλλαγής της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Μακροπρόθεσμα, τα συστήματα δικτύωσης των θυγατρικών εταιρειών μιας πολυεθνικής και η δημιουργία ενός δικτύου πληρωμών μεταξύ τους (netting systems) μπορούν να λειτουργήσουν για να κάνουν τις τεχνικές " leading" και " lagging" μεταξύ των θυγατρικών κατά ένα μεγάλο μέρος περιττές και ειδάλλως κατώτερες από τα εναλλακτικά μέσα για τη διαχείριση της έκθεσης στο Συναλλαγματικό Κίνδυνο.

Οι τεχνικές " leading" και " lagging" μεταξύ ανεξάρτητων εταιριών γενικά υπονοούν ζημία για την επιχείρηση στην οποία θα εφαρμοστούν. Αυτό το γεγονός σημαίνει ότι η επιτυχία τέτοιων ενεργειών θα περιοριστεί κατά ένα μεγάλο μέρος στις συναλλαγές με εταιρίες που είναι είτε ανενημέρωτες είτε λειτουργούν με διαφορετικές προβλέψεις συναλλαγματικών ισοτιμιών. Επιπλέον, η επιβολή μιας τέτοιας ζημίας στους πελάτες ή στους προμηθευτές θα ανταποδοθεί από τους παραπάνω στην επιχείρηση μελλοντικά.

Ακόμη, μια καθυστέρηση είσπραξης λογαριασμών εισπρακτέων έχει ως αποτέλεσμα συμπληρωματικές δαπάνες χρηματοδότησης στην εταιρία ή εναλλακτικά προκαλεί τη δημιουργία ενός κόστους ευκαιρίας για καθυστερημένη παραλαβή των κεφαλαίων. Η προσπάθεια να μειωθούν τα εισπρακτέα ποσά στο εγχώριο νόμισμα όταν αναμένεται υποτίμηση αυτού προκαλεί επίσης κόστος. Πρόκειται για μειωμένα καθαρά έσοδα που προέρχονται από αυξανόμενες εκπτώσεις για την πρόωρη πληρωμή, μειωμένες πωλήσεις λόγω αυστηρότερης πιστωτικής πολιτικής, ή ένα συνδυασμό των δύο παραπάνω. Κατά συνέπεια, τα ισοδύναμα μετρητών δεν προσφέρουν ιδιαίτερα γερές βάσεις για τη διαχείριση της έκθεσης στον Κίνδυνο Συναλλάγματος.

Η συνετή χρήση του βραχυπρόθεσμου χρέους σε εγχώριο νόμισμα είναι μια ενδεχομένως πιο χρήσιμη λειτουργική τεχνική προστασίας της επιχείρησης από την έκθεση στο Συναλλαγματικό Κίνδυνο. Βεβαίως η εμπορική πίστωση από εγχώρια ιδρύματα στο τοπικό νόμισμα (εάν βέβαια οι όροι είναι ελκυστικοί) πρέπει να χρησιμοποιηθεί αξιοποιώντας όλα της τα πλεονεκτήματα. Επιπλέον, ο δανεισμός από τοπικές τράπεζες μπορεί να είναι επιθυμητό μέσο για τη χρηματοδότηση των εισπρακτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων. Ενώ τα δάνεια σε αδύναμα νομίσματα μπορούν να φέρουν πολύ υψηλά ονομαστικά επιτόκια, το πραγματικό επιτόκιο (εξετάζοντας την υποτίμηση νομίσματος και τα αποτελέσματα του πληθωρισμού) μπορεί να είναι αρκετά ελκυστικό. Επιπλέον, από καιρό σε καιρό, παρουσιάζονται ευκαιρίες (λόγω των ατελειών αγοράς με συνέπεια τις αποκλίσεις από το IRP και το IFE) για δανεισμό σε σχετικά χαμηλά επιτόκια στο εγχώριο νόμισμα.

Γενικά, η χρήση του δανεισμού σε εγχώριο νόμισμα προκειμένου να γίνει αντιστάθμιση του Συναλλαγματικού Κινδύνου θα πρέπει να βοηθά στην επιδίωξη του στόχου της επιχείρησης για τη μείωση του κόστους κεφαλαίου της.

Επιπλέον, οι εταιρίες επιδιώκουν γενικά να μειώσουν τη μεταβλητότητα στις δαπάνες χρηματοδότησης και ο δανεισμός σε εγχώριο νόμισμα μπορεί να λειτουργήσει αντίθετα σε αυτόν τον στόχο. Τα δάνεια σε αδύναμα νομίσματα είναι πιθανό να έχουν κυμαινόμενα επιτόκια εκτός εάν είναι πολύ βραχυπρόθεσμα, και τα μελλοντικά επιτόκια σε τέτοια δάνεια δεν μπορούν εύκολο να προβλεφθούν με κάποιο βαθμό αξιοπιστίας.

Τέλος, οποιαδήποτε αύξηση στο χρέος σε εγχώριο νόμισμα η οποία στοχεύει στην αντιστάθμιση του κινδύνου μπορεί να χρησιμεύσει μόνο να καταστήσει χρήσιμα αποτελέσματα στις πρώτες δύο περιπτώσεις. Η μακροπρόθεσμη οικονομική έκθεση δεν επηρεάζεται από τέτοιες τεχνικές.

5.1.2 Αποθέματα

Τα αποθέματα είναι τα λιγότερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Κεφαλαίου Κίνησης και δημιουργούν έκθεση μετάφρασης. Η υποτίμηση του ξένου νομίσματος στο οποίο τα αποθέματα εκφράζονται οδηγεί σε έκθεση μεταφράσεων ενώ η ανατίμηση οδηγεί σε κέρδος. Ενώ τα λογιστικά αποτελέσματα μιας αλλαγής μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι δεδομένα για την επιχείρηση, τα αποτελέσματα επί των καθαρών ταμειακών ροών λόγω της υποτίμησης ή ανατίμησης ενός ξένου νομίσματος δεν είναι εκ των προτέρων γνωστά. Μια αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας είτε ανοδικά είτε καθοδικά μπορεί να οδηγήσει σε μειωμένες ή αυξημένες καθαρές ταμειακές ροές ή ακόμη να μην έχει καμία επίδραση και αυτό εξαρτάται από τις εκάστοτε περιστάσεις.

Έτσι, στην περίπτωση των ετοιμών προϊόντων και των ημικατεργασμένων, τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα επί των ταμειακών ροών μπορούν να διαφέρουν.

Οι κρίσιμοι παράγοντες όσον αφορά τις επιπτώσεις της έκθεσης στον κίνδυνο είναι:

- 1) Σε ποιο νόμισμα εκφράζονται τα αποθέματα και από ποια αγορά προέρχονται;

Οι πρώτες ύλες μπορούν α) να αγοράζονται στις τοπικές αγορές και να πληρώνονται στο τοπικό νόμισμα, β) να εισάγονται από τη μητρική χώρα και να πληρώνονται στο νόμισμα της χώρας αυτής, γ) να εισάγονται από μια τρίτη (ή περισσότερες) χώρα και να πληρώνονται στο νόμισμα της χώρας προέλευσης(ή των χωρών), ή δ) να υπάρχει κάποιος συνδυασμός των τριών παραπάνω μεθόδων.

Στην πρώτη περίπτωση, η υποτίμηση του τοπικού νομίσματος θα οδηγήσει σε φτηνότερες (στοιχασμό) νομίσματος της μητρικής εταιρείας) α' ύλες.

Στη δεύτερη περίπτωση οι αλλαγές της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν έχουν επιπτώσεις στο κόστος όσον αφορά στις α' ύλες (στο νόμισμα της μητρικής εταιρείας).

Στην τρίτη περίπτωση οι αλλαγές στην αξία του τοπικού νομίσματος δεν επηρεάζουν τα κόστη στο νόμισμα της μητρικής εταιρείας καθώς η οικονομική έκθεση επηρεάζει το νόμισμα της τρίτης χώρας.

2) Σε ποιο νόμισμα τιμολογούνται οι πωλήσεις των ετοιμών προϊόντων και ποια είναι τα αγοραία χαρακτηριστικά (ελαστικότητα τιμής ως προς τη ζήτηση) του προϊόντος;

Εάν τα έτοιμα προϊόντα πωλούνται στην εγχώρια αγορά και οι τιμές είναι αμετάβλητες, το εισόδημα από τις πωλήσεις μειώνεται σε όρους νομίσματος της μητρικής εταιρείας.

Εάν οι αυξήσεις τιμών είναι ή δεν είναι επιθυμητές, εξαρτάται από τις συνθήκες στην εκάστοτε αγορά (και από την απουσία ελέγχων τιμών).

Εάν τα αγαθά εξάγονται στη μητρική χώρα ή σε άλλες χώρες, τα εισοδήματα στο νόμισμα της μητρικής χώρας είναι απρόσβλητα από την υποτίμηση ή ανατίμηση του τοπικού νομίσματος του υποκαταστήματος που παράγει τα υλικά.

Ο συνδυασμός των διαφόρων παραγόντων της αγοράς είναι απαραίτητος προκειμένου να αξιολογηθούν τα πιθανά αποτελέσματα της υποτίμησης ή ανατίμησης του τοπικού νομίσματος στις καθαρές ταμειακές ροές.

Παράδειγμα:

Ας εξετάσουμε ένα προϊόν που παράγεται και πωλείται τοπικά στο εγχώριο νόμισμα του υποκαταστήματος στην περίπτωση υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος, υποθέτοντας ότι δεν υπάρχουν άλλες πιθανές αλλαγές

εκτός από την αλλαγή στη συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ του εγχώριου νομίσματος και του νομίσματος της μητρικής εταιρείας.

Σε αυτήν την περίπτωση, οι αντίστοιχες δαπάνες παραγωγής (κόστος των αγαθών που πωλούνται) και τα εισοδήματα στο νόμισμα της μητρικής εταιρείας μειώνονται σε ένα ποσοστό ίσο με την υποτίμηση και το ίδιο συμβαίνει και στο μικτό περιθώριο κέρδους. Όπως οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο που εκφράζεται σε ένα ξένο νόμισμα, μια θετική καθαρή ταμειακή ροή σε ένα ξένο νόμισμα μειώνεται σε όρους νομίσματος της μητρικής χώρας όταν το τοπικό νόμισμα υποτιμάται σε σχέση με το νόμισμα της μητρικής εταιρείας. Επιπλέον, ακολουθούν οι μειώσεις του μικτού περιθωρίου κέρδους όταν μερικά ή όλα τα κόστη των προϊόντων αναλαμβάνονται στο νόμισμα μιας τρίτης χώρας (το οποίο δεν υποτιμάται) ή στο νόμισμα της μητρικής χώρας. Στην περίπτωση της υποτίμησης του τοπικού νομίσματος, είναι προτιμητέο να παράγονται τα αγαθά τοπικά και να πωλούνται στη μητρική χώρα ή σε χώρες με ισχυρά νομίσματα. Στην περίπτωση αυτή το μικτό περιθώριο κέρδους αυξάνεται στη μητρική χώρα καθώς τα εισοδήματα σε όρους νομίσματος της μητρικής εταιρείας παραμένουν σταθερά και τα κόστη πωλήσεων των αγαθών μειώνονται.

Επιπλέον, αναλύοντας λίγο παραπάνω, θα πρέπει να σκεφτούμε τόσο τα κόστη διατήρησης των αποθεμάτων όσο και τα κόστη αντικατάστασής τους. Στην περίπτωση υποτίμησης του τοπικού νομίσματος όταν τα αποθέματα παράγονται στο χώρο του υποκαταστήματος της μητρικής εταιρείας, τα αποθέματα αξίζουν λιγότερο σε όρους νομίσματος της μητρικής εταιρείας (τα κόστη αντικατάστασης και αναπαραγωγής των αποθεμάτων θα είναι μικρότερα από τα ιστορικά κόστη που ενσωματώνονται στα αποθέματα) . Έτσι, δεν υπάρχει κανένα κέρδος από να πωλήσει η θυγατρική εταιρεία τα υπάρχοντα αποθέματα στο εξωτερικό στην περίπτωση υποτίμησης του τοπικού νομίσματος ενώ στην περίπτωση πωλήσεων των αγαθών στην τοπική αγορά, η εταιρεία επιβαρύνεται με κόστη διατήρησης των αποθεμάτων και συνακόλουθη μείωση στο μικτό περιθώριο κέρδους (όλα τα παραπάνω εκφρασμένα στους όρους νομίσματος της μητρικής εταιρείας).

➤ *Εφαρμογές Λειτουργικών Μεθόδων Αντιστάθμισης που περιλαμβάνουν Αποθέματα*

Μια μέθοδος αντιστάθμισης που περιλαμβάνει τα διοίκηση αποθεμάτων αναφέρεται στην περίπτωση όπου τα αποθέματα εισάγονται. Όταν αναμένεται υποτίμηση του τοπικού νομίσματος, η στρατηγική αντιστάθμισης είναι η αύξηση των αποθεμάτων που εισάγονται από τη μητρική χώρα και τις χώρες με ισχυρά νομίσματα. (Το κόστος της αντιστάθμισης του κινδύνου είναι οι επαυξητικές δαπάνες χρηματοδότησης και μεταφοράς των αποθεμάτων.) Η αντίστροφη στρατηγική ισχύει για την περίπτωση ανατίμησης του τοπικού νομίσματος.

Αξιολογώντας αυτές τις τεχνικές αντιστάθμισης, πρέπει αρχικά να αναγνωρισθεί ότι η επίδρασή τους περιορίζεται στα βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα της υποτίμησης ή ανατίμησης επί των αποθεμάτων. Επιπλέον, οι αυξήσεις στα αποθέματα που μετρώνται στο τοπικό νόμισμα, αυξάνουν τα κέρδη (απώλειες) από την έκθεση μετάφρασης όταν εμφανίζεται ανατίμηση (υποτίμηση). Οι μειώσεις στα αποθέματα έχουν την αντίθετη επίδραση. Κατά συνέπεια, οι τεχνικές αντιστάθμισης λειτουργούν αντίθετα προς το θεωρητικώς τους χρήση για λογιστικούς σκοπούς και κατά συνέπεια οι απώλειες από της έκθεση συναλλαγής αυξάνονται και τα κέρδη από την έκθεση μετάφρασης μειώνονται.

Η αντιστάθμιση χρησιμεύει μόνο στο να αποφεύγονται υψηλότερα μετά την υποτίμηση κόστη αντικατάστασης ή αναπαραγωγής των αποθεμάτων που παράχθηκαν πριν την υποτίμηση. Έπειτα, η αντιστάθμιση ισχύει μόνο μέχρι το σημείο που η προσδοκώμενη υποτίμηση δεν εσωκλείεται στις τιμές (στο τοπικό νόμισμα) των εισαγόμενων στοιχείων. Η τελευταία εκτίμηση είναι σημαντική. Ο πωλητής των εισαγόμενων αποθεμάτων είναι πιθανό να είναι ενήμερος και προετοιμασμένος για την υποτίμηση του τοπικού του νομίσματος και έτσι να αποκτήσει την προστασία που χρειάζεται έναντι της αλλαγής της συναλλαγματικής ισοτιμίας μέσω της αύξησης τιμών ή της επιβολής αυστηρών όρων πιστώσεων κοκ. Καθώς αυτό συμβαίνει συνήθως, αυτού του είδους η αντιστάθμιση παρέχει γενικά προστασία μόνο ενάντια σε

μια απροσδόκητη αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας και κατά συνέπεια, μόνο για την τρέχουσα περίοδο.

Στην περίπτωση των αποθεμάτων που προέρχονται από την τοπική αγορά, η αντιστάθμιση του κινδύνου ολοκληρώνεται με τη μείωση των αποθεμάτων εάν αναμένεται υποτίμηση του τοπικού νομίσματος και με την αύξησή τους εάν αναμένεται ανατίμηση του τοπικού νομίσματος. Στην προηγούμενη περίπτωση, οι απώλειες μεταφράσεων από την υποτίμηση θα μειωθούν. Το κατά πόσο τα κόστη παραγωγής της τρέχουσας περιόδου θα εξοικονομηθούν εξαρτάται από το πόσο γρήγορα τα κόστη των εισροών αυξάνονται για να αντισταθμίσουν τη μείωση των τοπικών αμοιβών και του κόστους των τοπικών υλικών (στο νόμισμα της μητρικής εταιρείας). Εάν τα προηγούμενα επίπεδα αποθεμάτων ήταν τα βέλτιστα, η μείωση θα οδηγήσει σε μια καθαρή αύξηση στις δαπάνες που σχετίζονται με τα αποθέματα, και αυτό είναι το κόστος της αντιστάθμισης. Το τελευταίο συμπέρασμα ισχύει και για την περίπτωση ανατίμησης, στην οποία η συγκέντρωση αποθεμάτων θα αύξανε τα κέρδη μεταφράσεων και θα οδηγούσε ενδεχομένως σε μια εξοικονόμηση του κόστους παραγωγής της τρέχουσας περιόδου.

6. Παρατηρήσεις-Προβληματισμοί

Η μέτρηση της έκθεσης στο συναλλαγματικό κίνδυνο και η διαχείριση της έκθεσης αυτής πρέπει να είναι συντονισμένη και ενσωματωμένη μέσα σε ένα εσωτερικά συνεπές σύνολο κατευθυντήριων γραμμών που να είναι αποδεκτό τόσο από τη μητρική εταιρεία όσο και από τις θυγατρικές της. Πρωτίστης σημασίας είναι το θέμα της διαχείρισης του κινδύνου αναλογικά από τα διάφορα τμήματα της πολυεθνικής επιχείρησης χωρίς διαστρέβλωση της διαδικασίας ελέγχου/ αξιολόγησης των ξένων διαδικασιών(Korth).

Οι Lessard και Lorange εξετάζουν το δίλημμα που αντιμετωπίζεται από τις πολυεθνικές στην προσπάθειά τους να συνδυάσουν την οργανωτική διοικητική αποκέντρωση (που είναι απαραίτητη για έναν αποτελεσματικό προγραμματισμό/ σύστημα ελέγχου σε μια μεγάλη πολυεθνική και πολυτμηματική εταιρία) και την ανάγκη για συγκέντρωση που βρίσκεται στον πυρήνα της Διαχείρισης του Συναλλαγματικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς εξετάζουν τον πιθανό συνδυασμό συναλλαγματικών ισοτιμιών ο οποίος χρησιμοποιείται (1) στον καθορισμό του λειτουργικού προϋπολογισμού για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και (2) στον έλεγχο της πραγματοποιούμενης απόδοσης σε σχέση με τον προϋπολογισμό. Οι συγγραφείς προτείνουν τη χρήση " εσωτερικών μελλοντικών ισοτιμιών" δηλαδή καθορισμένων ισοτιμιών ανεξάρτητων από τις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Οι οργανωτικοί και ελεγκτικοί μηχανισμοί της επιχείρησης διαδραματίζουν αναμφισβήτητα έναν κρίσιμο ρόλο στην καθιέρωση του προγράμματος διαχείρισης κινδύνων συναλλάγματος που θα κατορθώσει να εκμεταλλευτεί τα οφέλη της πολυεθνικής ταυτότητας της επιχείρησης (Ankrom, Jilling).

Μια εκκρεμής ερώτηση παραμένει: Πώς να ασφαλίσει η επιχείρηση μια συνεπή στάση απέναντι στον κίνδυνο (ανεξάρτητα από την πάροδο του χρόνου και τις μεταβολές στις ισοτιμίες) που να μην απεικονίζει αποκλειστικά τις προτιμήσεις της οικονομικής διαχείρισης της επιχείρησης του αλλά θα

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

στηρίζεται στην προοπτική της ανώτερης διοίκησης (senior management) για τον κίνδυνο. (Laurent L Jacque, 1981)

7. Βιβλιογραφία

- Options, Futures and Other Derivatives, John C. Hull, Sixth Edition, Prentice Hall, 2006
- Foreign Exchange Risk, A.R.Prindl, John Wiley & Sons, 1976
- The handbook of Currency and Interest Rate Risk Management, Robert J.Schwartz, Clifford W.Smith,Jr. New York Institute of Finance,1990.
- Πανεπιστημιακές παραδόσεις του μαθήματος Τεχνικές Πρόβλεψης και Διαχείρισης Κινδύνου, Ζαπράνης Αχιλλέας, 2002
- The Management of Foreign Exchange Risk, Ian H. Giddy and Gunter Dufey,John Wiley & Sons,1992
- Working Capital Management and The Management of Foreign Exchange Risk, Kerry Cooper, Emerald Backfiles 2007
- Management of Foreign Exchange Risk: A review article, L.Jacque, Journal of International Business Studies, Spring/ Summer 1981
- Economic Exposure and Integrated Risk Management, Kent D.Miller, John Wiley & Sons Ltd, 30/6/1997
- Who Manages Foreign Exchange Risk?,David Edelshain, Managerial Finance Volume 23 Number 7 1997
- On the use of value at risk for managing foreign-exchange exposure in large portfolios,Mazin A.M. Al Janabi, The Journal of Risk Finance Vol. 8 No. 3, 2007
- Foreign Exchange Risk Management - A Balanced Portfolio,J.B. Holland, Managerial Finance Volume 18 Number 3/4 1992
- EXCHANGE RATE RISK MEASUREMENT AND MANAGEMENT: ISSUES AND APPROACHES FOR FIRMS, MICHAEL G. PAPAIOANNOU, Ph.D. South-Eastern Europe Journal of Economics 2 (2006) 129-146