

Lars Oxelheim:

Företagens utlandslån: Valuta och redovisningsaspekter

Internationell redovisning och finansiering har länge varit ett dåligt uppmärksammat område i Sverige. Detta har gällt såväl forskningen som undervisningen vid de företagsekonomiska och nationalekonomiska institutionerna. En följd av denna försummelse har varit de stora valutaförluster som många svenska företag har uppvisat under 1970-talet. Trots de svenska företa-

gens stora beroende av utrikeshandel och därmed av de internationella valutamarknaderna, finns det faktiskt endast två tidigare studier över företagens beteende i detta avseende. Den mer systematiska av dessa, Uggla [1971] har blott föga intresse för 80-talet, eftersom den omfattar perioden med fasta växelkurser. Den andra studien, Elvestedt [1980], är också av begränsat intresse

eftersom den med utgångspunkt från företagsintervjuer huvudsakligen inskränker sig till att beskriva hur valutafrågor handläggs i olika svenska företag.

En anledning till den styvmoderliga behandlingen av ämnesområdet kan vara att det ligger på gränsen mellan företags- och nationalekonomi. En person som arbetar inom området måste vara väl hemma i redovisning och finansiering men måste samtidigt behärska den alltmer komplicerade nationalekonomiska teorin för öppna ekonomier. Det förefaller i varje fall mig som om det ganska stelbenta svenska sättet att dela in ämnen i institutioner med bristande kontakter mellan institutionerna givit oss klara nackdelar i jämförelse med andra länder, främst USA, för sådana gränsområdesämnen. Ett annat exempel är "industrial organization", som också hamnat i kläm.

Det är därför med stora förväntningar och spant intresse som man öppnar Lars Oxelheims bok *Företagens utlandslån: Valuta och redovisningsaspekter*. (LiberLäromedel 1981, 250 kr, 370 s.) Dessa förväntningar blir i stort sett infriade. Med vissa undantag, som jag skall redovisa nedan, visar Oxelheim på en avsevärd beläsenhet inom de relevanta företagsekonomiska och nationalekonomiska delarna. Han har även förmått integrera dem på ett mycket förtjänstfullt sätt. Däremot har integrationen av bokens olika syften inte gått lika smidigt. Boken är uppenbarligen en avhandling med allt vad det betyder av en tungrodd begreppsapparat och många citat. Samtidigt försöker den också vara en lärobok (obs förläggare). I den senare rollen tror jag att boken kommer att få svårt att klara sig, eftersom den förutsätter rätt gedigna tidigare kunskaper. För en C-student i redovisning och finansiering, som har B-nivå (2-betyg) i företagsekonomi och na-

tionalekonomi kan boken däremot väl fylla sitt syfte.

"Syftet med undersökningen är att utifrån ekonomisk teori föreslå och empiriskt utvärdera alternativa principer för redovisning av kapitalkostnader för medel- och långfristiga lån i utländsk valuta. Speciell uppmärksamhet ägnas problemet med den kostnadsdel som orsakats av valutakursändringar" (sid 70).

Kapitalkostnaden för ett lån i utländsk valuta utgörs inte bara av låneräntan utan även av växelkursförändringen fram till lånets förfallodag. Frågan är bara hur denna valutakursändring skall upptagas år efter år i företagets balansräkning. Skall lånet värderas till ursprungliga växelkursen eller till växelkursen på dagen för balansräkningens upprättande eller till någon beräknad växelkurs vid lånets förfallotid? Bokföringslagen ger här ingen hjälp alls. Föreningen Auktoriserade Revisorer (FAR) har emellertid rekommenderat att skulder i utländsk valuta skall omräknas efter balansdagens kurs, om denna är högre än kursen vid skuldens uppkomst. Bokföringsnämnden (BFN) har emellertid givit företagen möjligheten att vara ännu försiktigare för det fall man tror att skulden kommer att stiga ytterligare i kurs. BFN föreskriver därför att en skuld får tas upp till högre värde än värdet på balansdagen, men då skall skillnaden tagas upp som en valutakursreserv i balansräkningen.

Båda dessa auktoriteter avvisar emellertid möjligheten att uppskatta den framtida kursen. De ställer sig också negativa till att en uppkommen men icke realiserad kursförlust får periodiseras. Detta innebär att efter en svensk devalvering såsom 1977 eller 1981 måste företagen bära hela smällen i årets balansräkning, trots att skulden kanske förfaller först efter flera år, snarare än att periodisera den över flera år.

Oxelheim visar, att vid omräkning med balansdagens kurs erhålles en stor och slumpmässig variation i kapitalkostnaderna. Detta måste försvåra företagens möjligheter att följa upp och prognosticera växelkursvinster och -förluster. Studien inriktas därför mot frågan om man ur nationalekonomisk teori kan hämta teorier som kan ge så goda prognoser över de kommande växelkursförändringarna att dessa prognoser kan användas för att periodisera de kostnader som följer med upplåning i utländsk valuta.

Oxelheim diskuterar och analyserar tre olika alternativa teorier:

- *Köpkraftsparitetsteoremet.* Enligt detta kommer växelkursen att utveckla sig på så sätt att realvärdet av olika valutor hålls konstant. Ett land med snabbare inflation kommer, förr eller senare, att få undergå en depreciering eller devalvering av valutan.
- *Fishers öppna relation.* Enligt den vanliga Fisher-ekvationen är den nominella räntan lika med realräntan (som är konstant?) plus ett tillägg för förväntad inflation. I sin internationella variant föreskriver teoremet att en finansiell placering skall ge samma avkastning, oavsett i vilket land den placeras. Skillnader i räntenivåer avspeglar därför förväntningar om uppskrivningar eller nedskrivningar av växelkurserna. I Schweiz t ex är räntan låg, emedan alla förväntar sig att schweizerfrancen successivt skall appreciera. Skillnaden mellan räntesatser kan därför enligt teorin användas för att prognosticera kommande växelkursförändringar.
- *Ränteparitetsteoremet.* Även detta bygger på att finansiella placeringar skall ge samma avkastning oavsett i vilket land de sker. Men i ränteparitetsteoremet kommer även terminsmarknaden in i bilden. Ränteparitet råder när skillnaden mellan de nominella räntorna även avspeglar sig i skillnaden mellan termins- och à vista-växelkurs. Vid en viss skillnad mellan räntenivåerna kan därvid terminskursen användas som en indikator på den framtida à vista-kursen.

I kapitel 5, som är det för en nationalekonom mest intressanta, genomförs en analys av dessa tre teorier. Oxelheim redovisar korrekt de olika problem som man kan finna när det gäller att använda köpkraftspariteten, t ex val av startpunkt och val av index. Han underskattar dock svårigheterna att använda köpkraftspariteter och hade kunnat dra stor nytta av att läsa Artus [1978]. Oxelheim redovisar inga regressioner för köpkraftspariteter utan nöjer sig med att visa för olika valutor hur valutakurserna korrigerade för inflationstakter har utvecklats. Han finner där, i likhet med många bedömare, att köpkraftsparitetsteoremet är en teori för lång sikt. Över hans sexårsperiod finns kraftiga avvikelser från köpkraftspariteter, medan utvecklingen tenderar att komma tillbaka till jämviktspunkten.

Däremot visar det sig att ränteparitetsteoremet ger stora fel. Terminskursen ger således ganska ringa information om den kommande utvecklingen av avista-kurserna. Den troliga anledningen är givetvis att den svenska terminsmarknaden vid denna studies början, 1974, var mycket tunn och först under slutet på 1970-talet har utvecklats. Men samtidigt är terminstäckningen i allmänhet av mycket kortfristig karaktär, medan vad Oxelheim egentligen är ute efter är terminssäkring på väsentligt längre tider, som gäller för utländsk upplåning. Däremot finner han att den öppna Fisher-relationen, som bygger på relativa räntor, har en viss förmåga att prognosticera den kommande växelkursutvecklingen.

Dessa utvärderingar av de tre teorierna kompletteras av ARIMA-modeller över såväl à vista- som terminsväxelkurser för samtliga de valutor som ingår i den svenska valutakorgen. I stort sett bekräftar resultaten de utländska erfarenheter som finns och som säger att växelkurserna utgör en "random walk".

Detta innebär att den nuvarande åvistä-kursen innehåller *all* information om den framtida kursutvecklingen; marknaden är effektiv. Varken tidigare växelkurser eller annan information kan tillföra ytterligare möjligheter till bättre prognoser. För åvistä-kurserna visade det sig att "random walk"-modellen uppfylldes för samtliga växelkurser utom pund och schweizerfranc. För terminskurserna var det bara schweizerfranc som inte lät sig beskrivas perfekt av en "random walk"-modell.

Så till en sammanfattande utvärdering av boken. På den positiva sidan står de faktorer som jag nämnde inledningsvis, nämligen att boken är mycket kunnigt skriven på ett gränsområde mellan företagsekonomi och nationalekonomi, att den grundligt behandlar ett utomordentligt intressant datamaterial och detta med god pedagogik. Men det finns vissa problem med boken. Det kanske viktigaste är en övertro på förmågan att prognosticera de kommande växelkursförändringarna. Samtliga tre analyserade teorier visar stora avvikelser från väntevärdet. ARIMA-modellerna visar att de flesta växelkurser beskriver en "random walk", dvs de kan inte prognosticeras. Oxelheim har också en mycket intressant redogörelse för hur väl olika prognosinstitut lyckats med att prognosticera den kommande växelkursutvecklingen över ett års sikt. Resultaten bekräftar ens värsta pessimism. Oxelheim skriver också att "insikten om köpkraftsparitetsteoremet kan användas för att ge en ungefärlig uppskattning av graden av över- eller underskattning av valutan". Men trots detta slutar boken med en rekommendation att företagen *skall* använda ekonomisk teori för att räkna om väntevärdet av sina utländska skulder. "Sammanfattningsvis bör sålunda den köpkraftsbaserade metoden användas när

prediktionskravet och betalningsbalansberedskapskravet står i centrum och metoden baserad på Fishers öppna relation användas när kravet på möjligheter till utvärdering av företagets finansiella dispositioner och till utvärdering av alternativkostnadsbasis står i centrum" (sid 301).

Jag ställer mig skeptisk till en så pass skarp rekommendation. För det första visar redan Oxelheims egna resultat på svårigheten att använda de tre teorierna med någon grad av precision. För det andra måste man komma ihåg att hans utvärderingar görs på basis av kända priser och räntedifferenser. Som han själv mycket riktigt påpekar, kräver köpkraftsparitetsmetoden prognoser över kommande inflationstakter. Även om de ekvationer som beskriver köpkraftspariteter på historiska data lyckas väl (och Oxelheim har vänligheten att karakterisera mitt arbete inom ramen för STEP-modellen med köpkraftspariteter som "en lyckad ansats") bereder möjligheten att göra en god prognos över växelkursförändringar mot basis på köpkraftspariteter på väsentligt större svårigheter. Tyvärr håller nog Meese och Rogoff's [1981] slutsatser även för Sverige, dvs att strukturella modeller för växelkursbedömningar brakar samman utanför prognosperioden.

En mindre anmärkning faller också på Oxelheims klassifikationer av olika nationalekonomiska teorier. Jag tror inte att herrar Mussa och Kouri skulle uppskatta att klassificeras som keynesianer, även om det står klart att den Keynes som åsyftas är Keynes [1923]. Här hade det klassifikationschema som presenteras i Frankel [1981] kommit till god användning. Trots dessa invändningar hoppas jag det står klart att jag är i grunden positiv till boken och tycker att den bör användas som lärobok inte bara i kurser i redovisning och finansiering utan även gärna i interna-

tionell ekonomi. Men den kritik jag har riktat mot boken gör att läsaren måste ha en stabil grund att stå på först, så att han blir varse de svårigheter som finns att använda bokens rekommendationer.

Johan A Lybeck

Referenser

- Artus, P, [1978], "Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate," *Journal of International Economics*, Maj.
- Elvestedt, U, [1980], *Valutafrågor i svenska företag*, EFI.
- Frankel, J A, [1981], "Monetary and Portfolio Balance Models of Exchange Rate Determination", presenterat vid Econometric Society's möte i Aix-en-Provence.
- Keynes, J M, [1923], *A Tract on Monetary Reform*, MacMillan.
- Meese, R och Rogoff, K, [1981], "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Are Any Fit to Survive?", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 184.
- Ugglå, C, [1971], *Valutaproblem och valutapositioner i exportföretag och importföretag*, EFI.