

Kari Nars

Yrityksen valuuttastrategia

**Tutkimus suomalaisyritysten
käyttäytymisestä valuutta-
epävarmuuden vallitessa 1970-77**

Suomen Pankki

Helsinki 1980

Kari Nars

Yrityksen valuuttastrategia

Tutkimus suomalaisyritysten käyttäytymisestä
valuuttaepävarmuuden vallitessa 1970–77

ISBN 951-686-063-X

Suomen Pankin julkaisuja, Sarja B:32

ISSN 0357-4776

SISÄLLYS

ALKUSANAT	5
1. JOHDANTO	7
11. Ongelma-alue	7
12. Tutkimuksen tavoite	8
2. YRITYKSEN VALUUTTAPROBLEMATIIKAN PERIAATTEISTA	9
21. Liiketaloudellisia perusteita ja tavoitteita	9
22. Valuuttaposition määrittäminen	9
23. Valuuttaposition ohjaaminen	13
24. Tiivistelmä	20
3. TUTKIMUSTEHTÄVÄN RAJAAMINEN JA TUTKIMUKSEN PERUS- AINEISTO	21
31. Luvun sisältö ja tarkoitus	21
32. Tutkimustehtävä	21
33. Tutkimuksen tietopohja	22
331. Otoksen yleisluonne	22
332. Kirjallinen kysely	27
333. Haastattelut	28
34. Analyysistrategia	28
35. Tiivistelmä	29
4. YRITYSTEN VALUUTTAEMPÄRISTÖ	31
41. Luvun sisältö ja tarkoitus	31
42. Yritysten valuuttakurssiympäristö	31
43. Valuuttamääräykset ja pääomanliikkeet	35
44. Valuuttastrategian keinot: muotoutuminen, käyttömahdollisuudet ja valin- tatilanteet	39
45. Tiivistelmä	46
5. YRITYSTEN VALUUTTASTRATEGISET TAVOITTEET JA VALUUT- TAORGANISAATIO	98
51. Luvun sisältö ja tarkoitus	48
52. Yritysten valuuttastrategiset tavoitteet	48
53. Yrityksen valuuttaorganisaatio	52
54. Valuuttakurssikehityksen seuranta	58
55. Valuuttaposition seuranta	60
56. Tiivistelmä	64
6. YRITYSTEN SOVELTAMA VALUUTTASTRATEGIA	65
61. Luvun sisältö ja tarkoitus	65
62. Yleiskatsaus yritysten valuuttastrategiaan	65
621. Yritysten positiokäyttäytyminen	65
622. Valuuttastrategiset keinot: käyttöiheys ja käyttömahdollisuudet ..	68
63. Yritysten valuuttastrategisten menetelmien käyttö	72
631. Tulojen ja menojen yhteensovittaminen (matching)	73
632. Termiinitransaktiot	75
633. Maksurytmin muuttaminen tai terminointi	83
634. Portfolion hajauttaminen ml. sopimusvaluutan vaihto ja valuutta- cocktailit	87

635. FIM-pohjaiset sopimukset	91
636. Valuuttaklausuulit	95
637. Muut keinot	97
64. Tiivistelmä	98
7. YRITYSTEN VALUUTTATULOKSET	100
71. Luvun sisältö ja tarkoitus	100
72. Valuuttatuloksen kirjaus ja määrittely	100
73. Havaitut valuuttatulokset vuosina 1970—77	106
74. Havaitun ja estimoidun valuuttatuloksen vertailu	115
75. Vertailutulosten tulkinta	120
76. Tiivistelmä	121
8. ESIMERKKITAPAUKSIA VALUUTTASTRATEGIOISTA	123
81. Luvun sisältö ja tarkoitus	123
82. Finnfine	123
83. Finnpride	129
84. Finnsale	132
85. Johtopäätöksiä	137
9. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	139
91. Otosyrityksiä koskevia johtopäätöksiä	139
92. Tutkimustulosten yleistettävyydestä	144
93. Eräitä mikro- ja makrotaloudellisia seuraamuksia	146
LIITTEET	
1. Suomen valuuttajärjestelmän kehitys	150
2. Yhteensovittamisen, terminoinnin ja maksurytmin muuttamisen välinen valintatilanne: esimerkkitapaus	151
3. Yritysten valuuttamääräinen velkautuneisuusaste	154
4. Yritysten ajankäyttö valuuttastrategisiin tarkoituksiin	154
5. Yritysten termiinkaupat yritysryhmittäin 1970—77	155
6. Yritysten termiinkauppojen valuuttajakautuma 1973—77	156
7. Yritysten vientivaluuttajakautuma	156
8. Yritysten tuontivaluuttajakautuma	157
9. Yritysten valuuttavelkojen jakautuma valuutoittain	157
10. Yritysten vientivaluuttajakautuma yritysryhmittäin	157
11. Yritysten tuontivaluuttajakautuma yritysryhmittäin	159
12. Yritysten valuuttamääräisten velkojen jakautuma yritysryhmittäin	161
13. Kuukausittaisten avistakurssimuutosten korrelaatio 1970—77	163
14. Yritysten quick ratio	164
15. Keskimääräiset avistamyntikurssit vuosina 1970—77	164
KIRJALLISUUS	165
SYMBOLILUETTELO	170

Alkusanat

Virike esillä olevaan tutkimukseen syntyi vuonna 1974. Kelluvat valuuttakurssit olivat aiheuttaneet melkoisia ongelmia suomalaisillekin yrityksille ja aktiivisimmat yritykset etsivät suojautumiskeinoja kasvavia kurssiriskejä vastaan. Varsinaisen tutkimustyöni aloitin vuonna 1976, mutta pääosiltaan työ valmistui Suomen Pankista saamani osittaisen virkavapauden aikana, joka kesti toukokuusta 1978 huhtikuuhun 1979, sekä vapaa-aikanani.

Tämä teos on käännös Ruotsalaisessa Kauppakorkeakoulussa esitetystä ruotsinkielisestä väitöskirjasta, joka julkaistiin Suomen Pankin toimesta kesällä 1979. Käännöksen laati fil. kand. Jaakko Railo. Suomenkielistä versiota on muokattu ja lyhennetty eräiltä vähemmän oleellisilta osiltaan, lähinnä valuuttakurssien muodostumisen mikro- ja makroteoreettisen taustan sekä portfolioteorian käsittelyä. Myös laajat kyselylomakkeet samoin kuin englanninkielinen yhteenveto on jätetty pois.

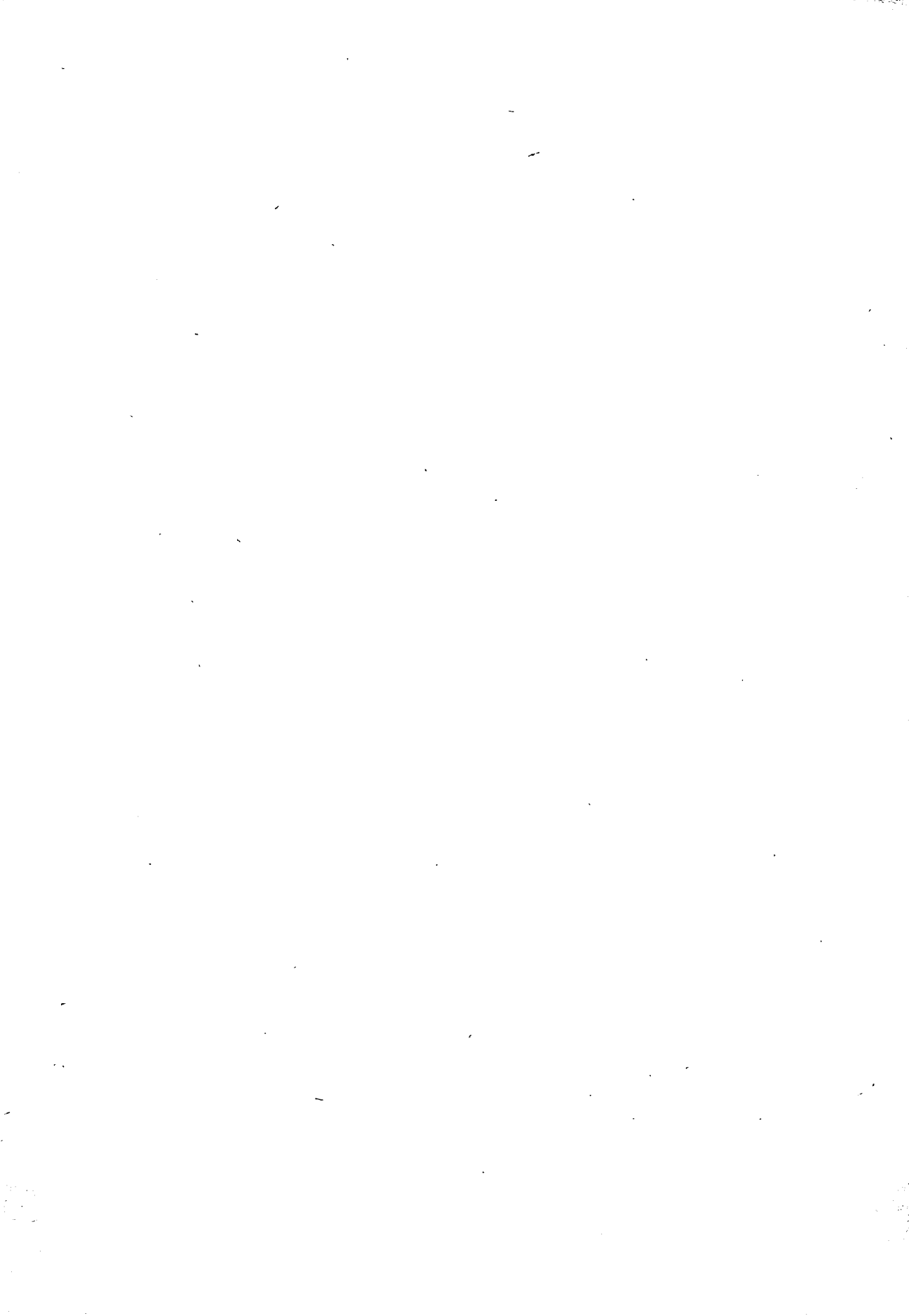
Tutkimustyön aikana sain arvokasta apua erityisesti rehtori Lars Wahlbeckilta sekä tutkimuksen tarkastajilta kansleri Klaus Warikselta ja vt. professori Bo-Göran Ekholmilta. Ratkaisevaa tukea olen saanut myös valtiot.lis. Heikki Koskenkylältä ja valtiot.lis. Juhani Hirvoselta. Suomenkielisen version viimeistelyssä ovat avustaneet erityisesti tal.kand. Antti Juusela sekä valtiot.lis. Hannu Halttunen ja valtiot.kand. Heikki Elonen. Julkaisun on toimittanut fil.kand. Annikki Leukkunen ja konekirjoitustehtävät on hoitanut toimistovirkailija Seija Leino.

Tutkimuksen toteuttaminen ei olisi ollut mahdollista ilman sitä kiinnostusta ja kärsivällisyyttä, jota lukuisat korkean tason henkilöt 32 otosyrityksessä osoittivat tutkimusprojektia kohtaan. Esitän tässä kiitokseni, vaikka he kuten heidän edustamansa yrityksetkin jäävät tutkimuksen luonteen vuoksi anonyymeiksi. Samalla kiitän perhettäni uhrautuvuudesta tutkimustyöni aikana.

Suomen Pankkia kiitän virkavapaudesta sekä teoksen julkaisemisesta.

Helsingissä toukokuussa 1980

Kari Nars



i. Johdanto

11. Ongelma-alue

Markkinatalousmaiden valuuttajärjestelmä koki perusteellisen muutoksen vuosina 1971–73 lähes kaksi vuosikymmentä kestäneen suhteellisen vakaan kauden jälkeen. Kiinteisiin valuuttakursseihin perustunut pariarvojärjestelmä eli Bretton Woods -järjestelmä väistyi vähitellen kelluvien kurssien tieltä. Uudessa järjestelmässä markkinat vaikuttivat entistä voimakkaammin valuuttakursseihin, joilla ei nyt ollut mitään yleisesti noudatettuja vaihtelurajoja. Kurssit vaihtelivat käytännöllisesti katsoen päivittäin, ja eri valuuttojen kurssimuutokset olivat usein suunnaltaan ja suuruudeltaan erilaisia.

Valuuttakurssien heilahtelut ovat aiheuttaneet sekä liiketaloudellisia että kansantaloudellisia ongelmia. Kansantaloudellisista ongelmista voidaan mainita kurssivaihteluiden vaikutukset valuuttavarantoon, tuotantoon, hintatasoon ja työllisyyteen. Tämä tutkimus rajoittuu liiketaloudellisiin ongelmiin. Kelluviin kurssihin siirtyminen on lisännyt ulkomaankauppaa käyvien ja valuuttavelkaa ottaneiden yritysten kurssiriskejä sekä mutkistanut niiden valuuttatransaktioita ja valuuttastrategiaa. Valuuttariskit muodostavat yrityksissä uuden laajan epävarmuusalueen normaalien toiminnallisten ja rahoituksellisten riskien lisäksi. Yritys on sitä alttiimpi kurssiriskeille, mitä suurempi sen valuuttapositio¹ on. Ajan myötä monien suomalaisyritysten riskialttius on lisääntynyt myös rakenteellisista syistä, kun yritykset ovat tulleet yhä riippuvaisemmiksi viennistä ja tuonnista ja varsinkin kun niiden ulkomaiset velat ovat lisääntyneet voimakkaasti. Yritysten kurssiriskejä on kasvattanut lisäksi se, että markkaan on vuosina 1970–77 kohdistunut devalvaatio-odotuksia ja että yritykset pitivät tuolloin markkaa erityisen ”heikkona” valuuttana.

Valuuttariskien liiketaloudellinen merkitys on entisestäänkin korostunut, koska useimpien suomalaisyritysten kannattavuus on ollut heikko pääosan tutkimusajanjaksoa. Monien suomalaisyritysten tuloslaskelmat ja taseet ovat näyttäneet huomattavia kirjanpidollisia kurssitappioita, erityisesti devalvaatiovuodelta 1977. Markkaan kohdistuneiden devalvaatio-odotusten aikaan-

¹ Valuuttapositio, ks. luku 22.

saamat yritysten valuuttaoperaatiot ovat ajoittain aiheuttaneet voimakkaita paineita valuuttavarantoa kohtaan.

Valuutta- ja maksutaseteorian pääpaino on perinteisesti ollut valuuttamarkkinoiden kysyntä- ja tarjontatekijöissä sekä pankkien/keskuspankkien liike-toimissa ja interventioissa. Vasta 1960-luvulla alettiin kirjallisuudessa¹ ottaa huomioon se, että vienti- ja tuontiyritysten osuus valuuttamarkkinoiden transaktiovolyymista on hyvin määräävä, ja valuuttateoriaan pyrittiin sisällyttämään myös liikeyritykset. Puutetta on myös ollut empiirisistä tutkimuksista, joissa olisi käsitelty mikrotason valuuttateorian olettamusten paikkansapitävyyttä. Erityisen vähän on tutkittu yritysten käyttäytymistä valuuttaepävarmuuden vallitessa. Tehdyissä tutkimuksissa lähtökohtana on yleensä pidetty joko valuuttamarkkinoita tai hyvin suppeaa empiiristä yritysaineistoa.

12. Tutkimuksen tavoite

Valuuttakurssien vaihtelujen, ulkomaankaupasta riippuvuuden lisääntymisen ja ennen kaikkea nopeasti kasvaneiden valuuttavelkojen yrityksille aiheuttamat ongelmat ovat luonteeltaan luultavasti pysyviä. Tämä käsitys perustuu arvioon, ettei kiinteisiin valuuttakursseihin ole paluuta, että yritysten ulkomaankauppa laajenee edelleen ja että yritysten valuuttavelat eivät vähene aivan mitättömiksi. Yritysten valuuttastrategisiin toimenpiteisiin olisikin kiinnitettävä entistä enemmän huomiota yritysten toiminnan suunnittelussa.

Tämän tutkimuksen taustana ovat yrityssektorin valuuttaongelmien lisääntyminen, normatiivisen valuuttateorian laajeneminen myös yritykset kattavaksi sekä yritysten valuuttakäyttäytymistä koskevien empiiristen tutkimusten puute. Yleisenä päämääränä on uuden tiedon hankkiminen siitä, miten yritykset tosiasiallisesti käyttäytyvät valuuttaepävarmuuden vallitessa. Tarkoituksena oli löytää sellaisia valuuttateorian ainesosia, jotka olisivat valuuttakurssien kelluessa relevantteja yritys- ja keskuspankkitasolla.

Asetetun päämäärän saavuttamiseksi muodostettiin 32 suomalaisyritystä käsittävä otos. Näiden yritysten valuuttakäyttäytymisestä vuosina 1970–77 tehtiin kyselytutkimus, joka sisälsi sekä kirjallisen kyselyn että suullisen haastattelun. Otosyritykset harjoittivat suhteellisen huomattavaa vienti- ja tuonti-toimintaa ja/tai niillä oli suhteellisen suuret valuuttavelat. Kyselykierroksen avulla pyrittiin saamaan mahdollisimman selvä kuva kunkin yrityksen valuuttastrategisista tavoitteista, valuuttaorganisaatioista, valuuttavirroista, valuuttastrategiasta ja valuuttatuloksesta kelluvien valuuttakurssien vallitessa.

¹ Ks. UGGLA (1971, s. 285). Mainittuun transaktiovolyymiin ei sisällytetä pankkien laajoja valuutta-arbitraasitoimia.

2. Yrityksen valuuttaproblematiikan periaatteista

21. Liiketaloudellisia perusteita ja tavoitteita

Valuuttateoria on pohjautunut suurelta osin uusklassisiin olettamuksiin. Yrityksiä koskevilta osiltaan se on lähtenyt rationaalisen käyttäytymisen postulaatista, mm. voiton maksimoinnista.¹ Yritysten käyttäytyminen on oletettu homogeeniseksi ilman yritysten välisiä käyttäytymiseroja (edustava yritys).

Moderni behavioristinen eli käyttäytymistieteellinen lähestymistapa on asettanut eräät näistä otaksumista kyseenalaisiksi. Se on vastakohta uusklassisen teorianmuodostuksen mekanistiselle lähestymistavalle. Eri alueisiin (mm. yritysten investointikäyttäytymiseen) kohdistuneet empiiriset tutkimukset viittaavat siihen, että teorian normatiivisten suositusten ja yritysten tosiasiallisesti soveltamien menettelytapojen välillä on laaja kuilu.²

Valuuttateorian oletukset herättävät kysymyksen, mitä käytännössä kätkeytyy teorian ”edustavan” yrityksen taakse. Sen sijaan että päätöksenteko käsitettäisiin a priori täysin rationaaliseksi mekanismiksi, selvitetään tässä tutkimuksessa empiirisesti ennen kaikkea yrityksen sisäisiä päätöksentekoprosesseja sekä niiden homogeenisuutta/heterogeenisuutta yrityksen organisaation, strategian ja tuloksen kannalta. Tutkimuksessa sovelletaan siis behavioristista tarkastelutapaa, ja saatuja tuloksia verrataan luvussa 9 valuuttateoriaan. Päämielenkiinto kohdistuu yrityksen valuuttastrategiaan sisältyviin prosesseihin ja niihin vaikuttavaan ympäristöön.

22. Valuuttaposition määrittäminen

Valuuttapositiona tarkoitetaan yrityksen tietyn valuutan määräistä, kotimaanvaluuttana ilmaistua nettosaamista (tai nettovelkaa); positionalaskelmaan

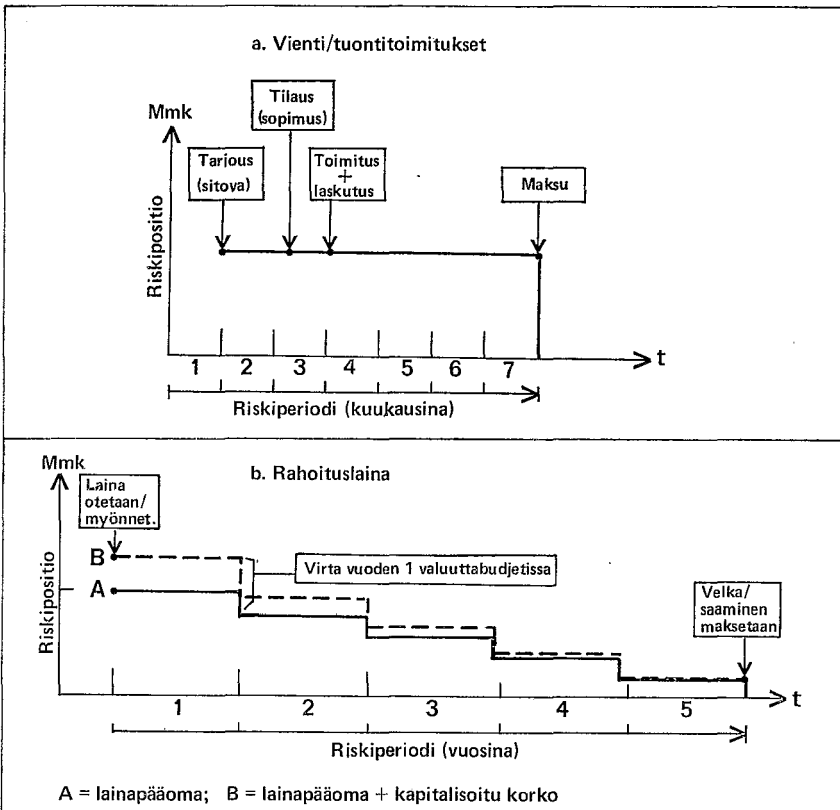
¹ Ks. esim. ARTTO (1968, s. 11); CYERT—MARCH (1963, s. 5); EKHOLM (1978, s. 60).

² Ks. esim. AHARONI (1976); SIMON (1971); MARCH—SIMON (1964); EKHOLM (ibid.); CYERT—MARCH (ibid); POEL—TEMPELAAR (1978); SCHMIDT (1978).

voidaan sisällyttää myös kirjanpidon ulkopuolisia, tiedossa olevia tulo- ja menoeriä. Jos velat ovat saamia suuremmat, valuuttapositiota nimitetään usein lyhyeksi. Jos taas saamiset ylittävät velat, sitä nimitetään pitkäksi. Usein puhutaan myös avoimesta positiosta, kun positio on joko lyhyt tai pitkä, ja katetusta positiosta saamisten ja velkojen ollessa yhtä suuret, so. tapauksissa, joissa yrityksellä ei ole ko. valuutan määräistä nettosaamista eikä nettovelkaa.

Eri valuutoista koostuvien positioiden tarkka määrittäminen muodostaa yrityksen valuuttastrategian tärkeimmän lähtökohdan. Valuuttapositioiden määrittäminen ei ole kuitenkaan metodisesti ongelmattonta, sillä määrittämismenetelmien valinnalla on valuuttastrategian kannalta ratkaiseva merkitys. Tämä johtuu siitä, että käytetty laskentamenetelmä vaikuttaa havaittujen valuuttapositioiden suuruuteen, ja nämä taas toimivat signaalina valuuttastrategiaa sovellettaessa.

Kuvio 221.
VALUUTTAPOSITION AJALLINEN ULOTTUVUUS JA SUURUUS



Valuuttariski on avoimien valuuttapositionien yritykselle aiheuttama riski. Katettujen positionien valuutta- eli kurssiriski on nolla.

Valuuttapositionien suuruuteen vaikuttavia tekijöitä ovat mm. sopimuksen, tavarantoimituksen ja maksutapahtuman välisten ajanjaksojen pituudet, tavaroista ja palveluksista suoritettavien maksujen volyyymi, pääomanliikkeiden volyyymi sekä käytetyt laskentamenetelmät. Valuuttapositioniin voidaan periaatteessa sisällyttää valuuttavirtoja sitovan tarjouksen, tehdyn sopimuksen tai tapahtuneen tavarantoimituksen ajankohdasta lähtien. Siihen voidaan mahdollisesti sisällyttää myös säännöllisesti toistuvia tai muita odotettavissa olevia valuuttatuloja ja -menoja jo ennen näitä koskevien sopimusten solmimista.

Valuuttapositionien aikadimensiota ja suuruutta havainnollistetaan kuviossa 221. Valuuttaposition (samoin kuin riski) muuttuu aikaisemmaksi tai myöhäisemmäksi sen mukaan, sisällytetäänkö vienti- tai tuontitoimitus valuuttapositioniin tarjouksen, tilauksen vai toimituksen ajankohtana. Ajankohdan valinta vaikuttaa myös riskiperiodin pituuteen, joka viennin/tuonnin keskimääräisen maksusuoritusrytmin mukaisesti ilmaistaan kuukausina. Maksun tapahtuessa ko. riskipositioni purkautuu.

Riskiperiodia voidaan lyhentää pienentämällä sitovan tarjouksen tai solmitun sopimuksen ja toimituksen välistä aikaeroa sekä supistamalla tavarantoimituksen ja maksusuorituksen aikaväliä maksurytmin muutosten avulla.

Valuuttamääräisten rahoituslainojen (kuvio 221 b) riskiperiodi on tavallisesti ollut melko pitkä (käytännössä keskimäärin 4–6 vuotta). Riskipositioni pienenee kuoletusten ja korkosuoritusten tahdissa ja eliminoituu, kun laina on kokonaisuudessaan maksettu. Vienti/tuontisopimuksissa maksuaikoja voidaan pitää korottomina; sen sijaan rahoituslainoissa on alkuperäiseen riskipositioniin lisättävä korkosuoritusten kapitalisoitu arvo.

Valuuttapositionien laskentamenetelmiä¹ on kehitelty lähinnä anglosaksisessa maailmassa. Menetelmissä on ollut lukuisia metodologisia epäselvyyksiä. Ero tehdään tavallisesti konvertointiposition (translation exposure) ja transaktioposition (transaction exposure) välillä. Konvertointipositionilla tarkoitetaan yleensä positionia, joka syntyy, kun kirjatut historialliset valuutta-

¹ Luokittelutyyppejä ovat käsitelleet ANKROM (1974); PRINDL (1976, s. 9–14); BARNETT (1976); ROSENWALD (1976); LIEBERMAN (1976); HAGEMANN (1977); International Currency Review (1978, s. 61–62); ALIBER (1978, s. 102); RODRIGUEZ—CARTER (ibid., s. 197 seur.); HEMMING—PIGOTT—SCOTT (ibid., s. 382); NORGRÉN—UGGLA (ibid., s. 134).

erät muunnetaan kotimaanvaluutan määräisiksi ajankohtana t . Transaktiopoistio taas viittaa yleensä positioon, joka syntyy tulevasta, ehkä vielä kirjaimattomista mutta sovitusta/suunnitelluista valuuttatransaktioista (veloista/saamisista). Nämä sisältyvät ajankohdan $t + 1$ valuuttaposition. Konvertointi- ja transaktiopoistion summaa nimitetään usein taloudelliseksi riskipositiksi (economic exposure — ks. esim. Ankrom, Barnett). Toisinaan käytetään myös nimityksiä accounting exposure/economic exposure. Laajemmin määriteltynä voidaan taloudellisella positioilla tarkoittaa myös yrityksen eimonaarisen omaisuuden, monetaaristen saamisten ja velkojen sekä enna-koitujen valuuttavirtojen summaa.

Konvertointiperiaatteen mukaisesti laskettu valuuttaposition on kirjanpidollinen, staattinen ja historiallinen. Sen laskeminen on helppoa, koska se suoritetaan standardikäsitteitä käyttäen. Konvertointiposition antaa kuitenkin vain suppean kuvan yrityksen riskipositioista.

Transaktiopoistioon sisältyvät "taseen ja tulostaseen ulkopuoliset" tulevaisuuden valuuttavirratt, esim. sovitut mutta vielä laskuttamattomat valuuttamääräiset vientitilaukset sekä valuuttamääräiset jo sovitut tai ajanjakson $t + 1$ kuluessa tehtävät ostot. Kun transaktiopoistiotä pyritään arvioimaan, on valuuttariskin määrittäminen huomattavasti mutkallisempaa verrattuna siihen suhteellisen yksinkertaiseen ja mekaaniseen menettelyyn, jossa taseen ja tuloslaskelman valuuttamääräiset erät muunnetaan kotimaan valuutan määräisiksi.

Transaktiopoistio on määrältään usein konvertointipositionä suurempi. Suunnitellusta tai sovitusta myynnistä tulevaisuudessa saatavat tulot ylittävät monessa yrityksessä kirjatut, vielä perimättömät myyntisaatat. ¹ Samoin ylittävät suunnitellut ostot tehdyistä ostoista syntyneet, vielä maksamattomat lyhytaikaiset velat. Näin ollen monessa yrityksessä konvertointiposition edustaa vain pienehköä taloudellisen riskiposition osaa.

Transaktiopoistiotä määritettäessä aiheutuu arviointiongelmia tulevaisuuden tulo- ja menovirtojen suuruudesta sekä aikajakautumasta ja erityisesti valuuttajakautumasta. Lähes kaikissa yrityksissä, lukuun ottamatta pitkäaikaisin sopimuksin ja kiintein maksuaikatauluin tapahtuvaa pääomatavaroiden vientiä harjoittavia yrityksiä, arviointeihin liittyy huomattavia virhemarginaaleja. Raportointijakson pituden valinta on myös tärkeä.

Taloudellisessa riskipositioissa yhdistyvät valuuttariskeille alttiit, sekä men-

¹ Esim. erään metalliteollisuusyrityksen valuuttamääräinen tilauskanta oli 31. 12. 1977 lähes 2 mrd. mk ja valuuttasaamiset vajaat 700 mmk.

neisyyteen että tulevaisuuteen liittyvät erät suunnitteluun, budjetointiin ja maksuvalmiuden ohjailuun. Näiden alueiden raportointitarpeet ovat osittain sekä rakenteeltaan että tavoitteiltaan yhteneväisiä, koska valuuttastrategia liittyy läheisesti yrityksen maksuvalmiuden hoitoon.

23. Valuuttaposition ohjaaminen

Valuuttaposition ohjaamisen tärkeimmät tavoitemuuttujat ovat odotettu tuotto, riski sekä kustannukset. Seuraavassa tehdään selkoa valuuttaposition ohjaamisen päämenetelmistä; yksittäisiä keinoja ja niiden käyttöön liittyviä rajoituksia tarkastellaan institutionaaliselta kannalta luvussa 44, ja yritysten soveltamia valuuttastrategisia keinoja käsitellään luvussa 6.

Valuuttastrategia voidaan määritellä järjestelmälliseksi lähestymistavaksi, jolla osoitetaan, milloin ja miten valuuttaposition tulee säilyttää ennallaan ja milloin sitä tulee lisätä tai vähentää. Valuuttaposition voidaan periaatteessa vaikuttaa lukuisin valuuttastrategisin keinoin, jotka ajallisesti muuttavat yrityksen saamisten ja velkojen volyymin ja valuuttajakautumaa. Riskinkarttamispreferenssinsä mukaisesti yritys pyrkii positiotaan muuttamalla joko suurempaan tai pienempään riskien neutralointiin. Kuten luvussa 22 todetaan, valuuttariski aiheutuu avoimista valuuttapositioneista. Tiettyyn valuuttaposition liittyvä riski määritellään ko. valuuttasaatava- tai -velkaerän odotetun tuoton sekä yrityksen kaikkien portfolioerien keskimääräisen tuoton väliseksi riippuvuudeksi.¹

Yrityksen *kurssiriski* liittyy valuuttakurssien vaihtelun aiheuttamaan yrityksen tulevien kassavirtojen lisääntyneeseen vaihtelevuuteen.² Kurssiriski koskee siis vaihteluita yrityksen reaalityaloudellisessa arvossa.

Erilaisia strategioita, joilla vaikutetaan position, voidaan periaatteessa valottaa Aliberin (ibid., s. 121 seur.) neljän strategiavaihtoehdon avulla. Näissä vaihtoehdoissa huomion pääkohteena ovat

- a) pitkät positiot (nettovaluuttasaamiset)
- b) lyhyet positiot (nettovaluuttavelat)
- c) riskin täydellinen neutralointi
- d) positiot huomiotta jättävä "antaa mennä" -politiikka.

Valuuttaposition ohjauksen lähtökohtana ja edellytyksenä on riittävän yksi-

¹ ALIBER (ibid., s. 133).

² Vrt. esim. ALIBER (ibid., s. 130 seur.) ja GIDDY (ibid.).

tyiskohtainen ja riittävän pitkälle tulevaisuuteen ulottuva positiolaskelma. Position valinnassa lähdetään yrityksen riskipreferensseistä ja karkeista (eksplisiittisistä tai implisiittisistä) arvioista, jotka koskevat vastaisia avistakursseja ja pohjautuvat korkopariteettiteoriaan. Näiden näkökohtien mukaan voidaan ryhmitellä strategiavaihtoehdot ja niiden perustelut (taulukko 231).

Taulukko 231. Yrityksen strategian valinta, valinnan perustelut ja riskipreferenssi

	Valittu positio	Perustelut Valuuttojen 1, ..., n termiinikurssit (ja korkoogiot)
Yrityksen riskipreferenssi ↑ Korkea ↓ Matala	Pitkä	yliarvioivat avistakurssien laskun (tai aliarvioivat niiden nousun)
	Lyhyt	aliarvioivat avistakurssien laskun (tai yliarvioivat niiden nousun)
	Riskin neutralointi (ja antaa-mennä-strategia)	heijastavat avistakurssien kehityksen oikein

Strategialla 1 pyritään mahdollisimman pitkiin valuuttapositioihin joko bruttovaluuttasaamaisia lisäämällä tai bruttovaluuttavelkoja vähentämällä. Strategia perustuu siihen käsitykseen, että korkoerot järjestelmällisesti liioittelevat potentiaalisia kurssitappioita. Ulkomaanvaluuttojen kurssien oletetaan laskevan vähemmän (tai kohoavan enemmän) kuin ulkomaisten korkojen kotimaisia korkeampi taso viittaa. Näin ollen ei kannata kattaa riskiä tai pitää kotimaanvaluuttaa, josta saa alemman koron. Korkoeron välityksellä termiinikurssit yliarvioivat avistakurssien tulevan laskun ja kurssitappiot tai aliarvioivat kurssivoitot. Strategiaa 1 noudattavat yritykset eivät siis usko korkoerojen kuvastavan kurssiodotuksia oikealla tavalla, minkä takia ne suosivat suurempaa riskiä kuin esimerkiksi yritykset, jotka kattavat valuuttapositionsa.

Strategia 2 noudattaa vastakkaista linjaa. Se pyrkii mahdollisimman lyhyisiin valuuttapositioihin. Termiinikurssien ja korkoerojen katsotaan aliarvioivan ulkomaanvaluuttojen heikentymisen kotimaanvaluuttaan verrattuna. Valuuttariskin katsotaan olevan alihinnoitettu termiinikustannuksiin ja korkoeroon (so. korkopariteettiin) verrattuna, minkä takia esimerkiksi termiinimyynnin katsotaan kannattavan.

Strategiassa 3 pyritään neutraloimaan riski täydellisesti ja saavuttamaan saamisten ja velkojen tasapaino. Aliber (ibid., s. 121) perustelee tätä strategiaa

mm. toteamalla, että positioiden tasapainottamisen taloudelliset kustannukset ovat alhaiset. Yritys voi esimerkiksi terminoinnin avulla saavuttaa samat kurssit, jotka avistamarkkinoilla syntyvät myöhemmin. Lähtökohtana on otaksuma, että korkopariteetti pätee pitkällä tähtäyksellä ja että riskin täydellinen neutralointi ei ajan oloon heikennä yrityksen kilpailukykyä. Riskin neutralointia harjoittavat yritykset poistavat valuuttaepävarmuuden ja keskittyvät varsinaiseen tehtäväänsä, markkinointiin ja/tai tuotantoon. Ne välttävät valuuttatappioita ja niiden riskipreferenssi on nolla tai lähellä nollaa (täydellinen riskinvälttäminen).

Strategiassa 4, "antaa mennä" -strategia, ei oteta huomioon valuuttapositioneja. Paradoksaalista on, että strategioiden 3 ja 4 valinta saattaa perustua käsitykseen, että positionmuuttamiskustannukset (esim. termiinikurssit) ovat korkopariteetin mukaisia ja heijastelevat odotettuja kurssimuutoksia. Yleensä ja etenkin pitkällä tähtäyksellä ei odoteta olevan hyväksikäyttämättömiä voiton-saantimahdollisuuksia, ja vaikka sellaisia ilmaantuisikin, kustannukset ovat liian suuret, jotta aktiivinen valuuttastrategia ja position muutokset olisivat kannattavia. Strategiassa 4 yrityksen valuuttamääräisten saamisten ja velkojen koostumus on suunnittelematon tulos monista eri valuuttoja koskevista operaatioista. Voittojen ja tappioiden odotetaan kuitenkin aikaa myöten ta-soittavan toisensa.

Aliberin perusmalleja mutkallisemmat ja vaativammat strategiat edellyttävät jatkuvia muutoksia yrityksen valuuttamääräisten saamisten ja velkojen koostumuksessa, kun uutta informaatiota saadaan kurssikehityksestä, korkoeroista sekä suojautumiskustannuksista. Pääkysymykset ovat samat kuin edellä, ts. milloin yrityksen tulee ylläpitää pitkiä tai lyhyitä yhden tai useamman valuutan määräisiä positioita tai milloin sen nettopositioiden tulee olla nollan vaiheilla. Esimerkiksi moniperiodimalleissa tulevien ajankohtien valuuttastrategiset kustannukset ovat epävarmuustekijä. Näissä malleissa yritys ottaa huomioon strategianpohdinnoissaan sekä käyvät suojautumiskustannukset (esimerkiksi termiinipremio ajankohtana t_1) että odotettavissa olevat kustannukset vastaavanlaisista transaktioista ajankohtina t_2, \dots, t_n . Position muutosajankohtaa koskevat päätökset ja päätökset siitä, miten kauan muutettua positioita on ylläpidettävä, riippuvat kiinteästi toisistaan.

Lisäksi on muunnelmia, joissa yritys soveltaa erilaisia strategioita eri ajankohtina valuuttasalkkunsu eri osiin. Pitkiä valuuttapositioneja pidetään silloin, kun kyseisten valuuttojen ei odoteta heikkenevän, ja lyhyitä positioita silloin, kun näiden valuuttojen heikkenemisen todennäköisyys kasvaa. Perusteena olisi tällöin käsitys, että termiinikurssit yliarvioivat kurssin odotettavissa olevan laskun todennäköisyyden ollessa pieni ja aliarvioivat sen todennäköi-

syyden ollessa suuri. Kuvio 6323 sekä tietyt tutkimustulokset (esim. Aliber, *ibid.*, s. 65–81) viittaavat siihen, että termiinikurssit todella pyrkivät aliarvioimaan suuria avistakurssimuutoksia, vaikka suhteellisen vakaiden kurssien vallitessa niiden avulla on voitu usein ennustaa hyvin tulevat avistakurssit.

Käsitellyillä strategioilla on mm. se etu, etteivät ne vaadi yksityiskohtaisia ennusteita avistakurssien muutosten suunnasta, suuruudesta ja ajankohdasta. Riskien täydellisen neutraloinnin strategia ja ”antaa mennä” -strategia eivät tietenkään edellytä minkäänlaisia ennusteita. Tehtäessä valintaa pitkien ja lyhyiden positioiden suosinnan välillä on kuitenkin muodostettava summittainen käsitys siitä, aliarvioivatko vai yliarvioivatko termiinikurssit tulevia avistakurssimuutoksia.

Aliberin malli valottaa selkeästi vaihtoehtoisia strategioita ja on valuuttastrategiselta kannalta perinteistä portfolioteoriaa realistisempi, koska se ottaa lukuun myös position muuttamiskustannukset. Muutoin Aliberin malli onkin yhtä ”täydellinen” kuin portfolioteoreettinen malli ja sen soveltaminen käytäntöön on siten ongelmallista.

Positioiden ohjauksen kannalta on Makinin (1978) MARP-malli (Management of Account Receivable and Payable) mielenkiintoinen. Sen avulla saatetaan yksinkertaistaa position tasapainottamisstrategiaa ja alentaa suojauskustannuksia. Mallin lähtökohtana on portfoliokehikko, jossa otetaan huomioon odotetut valuuttakurssimuutokset ja niiden keskinäinen riippuvuus.¹ Makinin mukaan mallin antamat tulokset ovat huomattavasti parempia kuin tulokset, jotka saadaan käytettäessä valuuttakurssiennusteita ad hoc-kattamisen/kattamattomuuden strategiassa. Viimeksi mainittu osittaisstrategia, joka keskittyy yksittäisiin valuuttoihin, jättää ennen kaikkea valuuttakurssien keskinäisiin riippuvuuksiin sisältyvän informaation arvon huomiotta.

MARP-mallin käyttöä voidaan havainnollistaa seuraavasti. Oletetaan, että tiettyjen valuuttojen muutosten välillä vallitsee voimakas positiivinen riippuvuus (esim. DEM/NLG, DEM/DKK ja DEM/CHF, ks. taulukko 6341). Oletetaan lisäksi, että yrityksellä, jolla on lyhyt DEM-posiitio, on suunnilleen samansuuruinen pitkä NLG-posiitio. Vaikka yrityksen pitkä NLG-posiitio kattaisi lähes täysin sen lyhyen DEM-position, yrityksen valuuttakohtainen strategia johtaisi ylimääräisiin, esim. DEM-termiinistöjen aiheuttamiin kustannuksiin. Tällöin yritykselle on edullista odottaa, kunnes sen DEM-velka lankeaa maksettavaksi, ja ostaa sitten tarvittavan DEM-määrän NLG:llä avistakurssiin.

¹ Mittarina käytetään tavallisesti toteutuneiden kurssimuutosten varianssi/kovarianssimatriisiä.

MARP-mallia soveltavan yrityksen on muunnettava kaikki positionsa valuuttavirroiksi aikayksikköä kohden, mikä voi tapahtua esimerkiksi luvussa 55 käsiteltävien, jaksotettujen valuuttabudjettien avulla. Lisäksi tarvitaan karkeita tietoja yrityksen preferensseistä, odotetun tuoton ja riskin välisestä suhteesta sekä valuuttakurssimuutosten varianssi/kovarianssimatriisi. Valuuttapositiona koskevia päätöksiä voidaan tehdä näin pitämällä valuuttapositiona kokonaisportfoliona, joka sisältää pitkiä ja lyhyitä positioita sekä eri valuuttaryhmiä. MARP-mallin käyttö voi poistaa kattamista tai kattamisesta luopumista koskevia valuuttakohtaisia päätöksiä ja johtaa siten kustannussäästöihin. Tällaisen menettelyn edut ovat sitä suuremmat, mitä useampia valuuttoja yritys käyttää.

MARP edustaa yrityksen valuuttapositionien "aktiivisen epätasapainon" strategiaa. Tulosten kannalta sitä tulee verrata "aktiivisen tasapainon" ja "passiivisen epätasapainon" strategioihin. Makinin tutkimustulokset viittaavat siihen, että MARP-mallia sovellettaessa tuotto on huomattavasti suurempi ja/tai kustannukset huomattavasti pienemmät kuin kahdessa muussa strategiassa. MARP ei vaadi perustukseen laajoja ennusteita eikä korkeata teknistä know how'ta. Sen soveltaminen saattaa edistää yrityksen valuuttasiain hoidon systematisointia ja integrointia. Ilmeistä kuitenkin on, että mallin soveltamiseen liittyy joitakin vaikeuksia, esimerkiksi sen käyttö edellyttää kurssien riippuvuuksien tiettyä vakaisuutta.¹

Se, miten yritys pystyy käytännössä ohjaamaan valuutta-asemaansa, riippuu mm. yrityksen valuuttastrategisesta päämääränasettelusta, rakenteesta, voimavaroista, positionohjauksenkustannuksista ja kurssiodotuksista. Potentiaaliset positionohjauksen välineet voidaan luokitella esimerkiksi välineiden kohdannon, lajin, vaikutuksen tai organisaatioon sijoittumisen mukaan. Tavallisin luokittelu on keinojen lajin mukainen (esim. termiinkaupat, valuuttaklausulit, laskutusvaluutan vaihtaminen). Kohdannon mukainen luokittelu voitaisiin tehdä esimerkiksi sen mukaan, mihin valuuttaposition elementtiin (vientii, tuontii, valuuttalainat jne.) pyritään vaikuttamaan. Vaikutuksen mukainen luokittelu voisi perustua vaikutuksen voimaan, suuntaan ja nopeuteen. Organisaatioon suhteutettu luokittelu taas jakaisi keinot lähinnä yrityksen sisäisiin ja sen ulkopuolisiin (markkinakeinoihin). Tässä tutkimuksessa käytetään yleensä perinnäistä keinojen lajin mukaista luokittelua.

Tärkeimmät position ohjaukskeinot luokitellaan lajin mukaan ja jaetaan samalla yrityksen sisäisiin ja yrityksen ulkopuolisiin suojautumismenetelmiin

¹ Esimerkiksi amerikkalaispankki Morgan Guaranty Trust (1971) on suosittelut tämän-tapaista menetelmää asiakkailleen.

(vrt. Prindl, *ibid.*, s. 58). Yrityksen sisäisiä keinoja käytettäessä vaikutetaan yrityksen nykyisiin ja tuleviin valuuttapositioneihin lähinnä yrityksen valuuttavelkojen ja -saamisten valuutta- ja maksurakennetta ja ajoitusta muuttamalla ulkopuolisia rahoitusmarkkinoita ensisijaisesti hyväksi käyttämättä. Yrityksen ulkopuoliset keinot liittyvät suoraan rahoitusmarkkinoihin ja niiden kustannukset voidaan yleensä määrittää helposti etukäteen.

Edellä luetelluista menetelmistä käytetään yleisesti velkojen ja saamisten tasapainottamista (*matching*), termiinkauppoja, sopimusvaluutan vaihtamista, sopimuksia kotimaanvaluutassa, maksurytmin muutoksia, valuuttaklausuuleja, valuuttacocktaileja ja valuuttatilejä.¹ Näistä menetelmistä käytetyimpiä käsitellään yksityiskohtaisesti luvussa 44. Tavaravirtojen suoranaisen muuttamisen avulla (esim. markkinoita vaihtamalla tai varastoonostoin) tapahtuvaa valuuttapositionien ohjausta ei tässä käsitellä.

Position muuttuminen tapahtuu jonkinasteisella viiveellä päätöksenteon jälkeen. Jotkut keinot (usein yrityksen ulkopuolisia) voidaan ottaa nopeasti käyttöön ja ne vaikuttavat miltei välittömästi, kun taas joidenkin vaikutus on hidasta ja näkyy valuuttasaamisten ja -velkojen rakenteessa sekä riskipositiossa vasta tulevaisuudessa. Helppokäyttöisyys ja nopeatehoisuus ovat yrityksen kannalta erityisen tärkeitä seikkoja, koska valuuttastrategisen aktiiviteetin tehostamiseen usein ryhdytään lyhyin varoituserin, etenkin kun kyseksessä ovat kurssimuutoksia koskevat odotukset.

Taulukossa 232 mainituista keinoista erityisesti termiinitransaktiot voivat tapahtua nopeasti, sillä ne voidaan suorittaa puhelimitse valuuttapankin kanssa. Myös maksurytmin muutokset voivat tapahtua nopeasti, mutta ne edellyttävät usein hyvää maksuvalmiutta tai hyviä rahoitusmahdollisuuksia. Valuuttasaatavien diskonttauskin voi usein tapahtua nopeasti samoin kuin valuuttatilimuutokset. Sen sijaan "hidasvaikutteisten" keinojen käyttö (esim. kotimaanvaluutan määräiset sopimukset, valuuttaklausuulit) edellyttää yleensä aikaa vieviä neuvotteluja ulkomaisen myyjän tai ostajan kanssa sekä tälle

¹ Teknisistä erityissovellutuksista mainittakoon lisäksi swap-transaktiot sekä factoring- ja "à forfait"-operaatiot. Swap-transaktioissa yhdistyvät toisiinsa valuutan avistaosto (tai -myynti) ja saman valuutan termiinimyynti (tai -osto). Swap-tyyppisin tasapainottavin toimenpitein kurssiriski eliminoiduu. Kahtena valuuttana suoritetuin laina/talletusjärjestelyin voidaan valuutariski eliminoida esim. ottamalla kotimaanvaluutan määräistä lainaa, käyttämällä laina valuutan avistaostoon ja tallettamalla ostettu valuutta valuuttatilille valuuttavelan lankeamisajankohtaan saakka. Factoring- tai "à forfait"-operaatioiden avulla valuutariski myydään edelleen factoring-yhtiölle tai pankille. Leasingia käyttäen myydään tuote suoraan ulkomaiselle leasing-yhtiölle, joka suorittaa maksun viejäyritykselle. Näin myös lopullinen käyttäjä välttyy kurssiriskiltä. Vientiluottojärjestelyin voidaan viejän saamiset tasapainottaa samana valuuttana tapahtuvan lainanoton avulla.

Taulukko 232. Yrityksen valuuttaposition ohjauskeinot

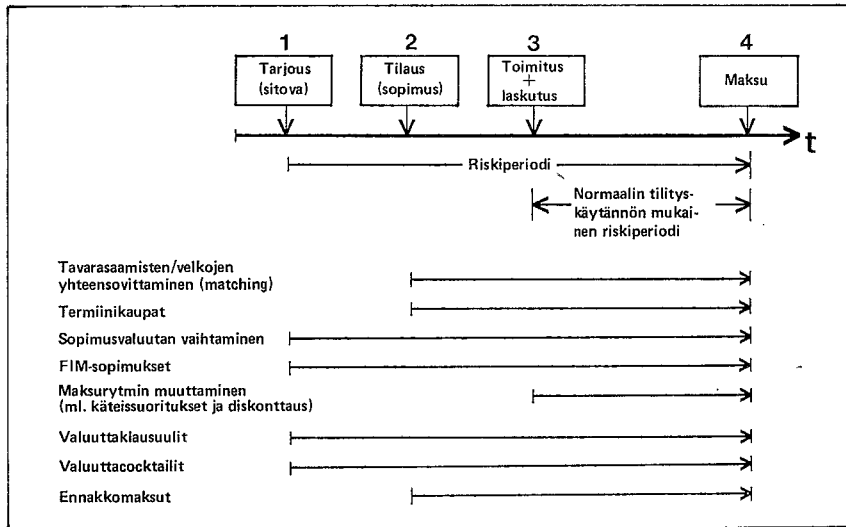
Yrityksen sisäiset	Yrityksen ulkopuoliset
— saamisten ja velkojen yhteensovittaminen valuutoittain (matching)	— termiinkaupat
— sopimusvaluutan vaihtaminen	— valuuttalainamuutokset (volyyymi/rakenne)
— sopimus kotimaanvaluuttana	— valuuttasaamisten diskonttaus
— maksurytmin muuttaminen ulkopuolisiin nähden (tulevat/menevät maksut)	— valuuttatilit
— maksurytmin muuttaminen (emoyhtiö/tytäryhtiö)	— swap-operaatiot
— valuuttaklausuulit	— laina/talletusjärjestelyt kahtena valuuttana
— hintojen ja maksuvaluutan muutokset (emoyhtiö/tytäryhtiö)	— factoring/à forfait
— valuuttacocktailit	— leasing
— velkojen/saamisten valuuttarakenteen muuttaminen (heikot/vahvat valuutat)	— vientiluottojärjestelyt
— ennakkomaksut	
— viennin rahoituksen muutokset (esim. rahoitusyhtiöt)	

tehtäviä vastasuorituksia, ennen kuin niiden soveltaminen voidaan aloittaa ja ennen kuin ne alkavat vaikuttaa.

Riskinkattamisajanjakson pituus vaihtelee osittain sovelletun position ohjauskeinon mukaan (kuviot 231). Lähtökohtana on samantapainen, relevanttien ajankohtien mukainen jako kuin on esitetty kuviossa 221 a. Osa luetelluista keinoista on sellaisia, että niitä voidaan haluttaessa käyttää riskin kattamiseen jo tarjouksentekohetkellä (edellyttäen, että tarjous on sitova ja todennäköisesti johtaa kauppaan). Tällaisia keinoja ovat uuden, ”edullisemmän” sopimusvaluutan valinta, FIM-määräisten sopimusten solmiminen, valuuttaklausuulit ja sopimusten sitominen valuuttacocktaileihin. Termiinkaupat edellyttävät Suomessa konkreettisia ulkomaisia liiketoimia ja niihin voidaan yleensä ryhtyä vasta tilauksen teon jälkeen. Myös saamisten ja velkojen tasapainottaminen edellyttää konkreettista tilausta tai sopimusta, jopa laskutus-takin. Maksurytmin muutokset esim. vientivekseleiden diskonttauksen muodossa voivat eliminoida riskin täydellisesti laskutusajankohdasta alkaen. Viennistä tai tuonnista suoritettavat ennakkomaksut voivat olla ajankohtaisia tilausajankohdasta lähtien.

Riskien kattaminen on käytännössä vaikeinta tarjouksen esittämisen ja sopimuksen solmimisen välisenä aikana, sillä mitään edellä mainituista menettelyistä ei silloin voida useinkaan käyttää. Sopimusajanjakson alusta lähtien

Kuvio 231.
RISKINKATTAMISAJANJAKSON PITUUS



voidaan sen sijaan aina käyttää tavanomaisia keinoja (esim. termiinkauppoja).

24. Tiivistelmä

Tutkimuksessa kohdistetaan päämielenkiinto yritysten käytännön valuutta-problematiikkaan, jonka peruselementtejä ovat valuuttapositiodien määrittäminen ja positiodien ohjaus. Valuuttastrategia on järjestelmällinen tapa lähestyä kysymystä, milloin ja miten valuuttapositioita on pienennettävä tai suurennettava tai pidettävä ennallaan pyrittäessä vaikuttamaan yrityksen valuuttaposition. Kurssiriski liittyy yrityksen kassavirtojen lisääntyneeseen, valuuttakurssimuutosten aiheuttamaan vaihteluun. Yrityksen valuuttastrategiaa on käsitelty yhä enemmän teoreettisessa kirjallisuudessa, mutta empiirisiä tutkimuksia on vähän. Näistä laajin, Ugglan tutkimus (1971), käsittelee tilannetta kiinteiden valuuttakurssien vallitessa.

3. Tutkimustehtävän rajaaminen ja tutkimuksen perusaineisto

31. Luvun sisältö ja tarkoitus

Aluksi rajataan esillä oleva tutkimustehtävä. Sen jälkeen esitellään tutkimuksen perusaineisto: yritysotos sekä kyselylomake ja haastattelujen rakenne. Lopuksi hahmotellaan empiirisen osan analyysistrategia. Luvun tarkoituksena on tutkimustehtävän täsmentämisen ohella syventää tutkimuksen taustan ja sen kokonaissuunnitelman kuvausta. Jotta tutkimustulosten arviointi helpottuisi, tehdään lisäksi selkoa otokseen kuuluvien yritysten ominaisuuksista.

32. Tutkimustehtävä

Mikrotaloustieteellisessä, normatiivisiin käyttäytymisolettamuksiin perustuvassa valuuttateoriassa on tehty tiettyjä pitkälle meneviä otaksumia yrityksen valuuttakäyttäytymisestä. Yksityiskohdittain ei tiettävästi ole kuitenkaan tutkittu sitä, miten yritykset de facto käyttäytyvät varsinkin silloin, kun valuuttakurssit kelluvat. Tässä tutkimuksessa otetaan lähtökohdaksi yleiset behavioristiset olettamukset ja sovelletaan induktiivista lähestymistapaa. Päämääränä on yritysten käyttäytymistä valuuttaepävarmuuden vallitessa koskevan uuden tiedon ja tätä käyttäytymistä koskevien jatkohypoteesien tuottaminen.

Ongelma-alueen alustavassa tarkastelussa kävi ilmi, että yritykset olivat olleet alttiita valuuttariskeille lukuisista eri syistä, joista toiset olivat yritysten sisäisiä ja toiset ulkopuolisia. Ulkoisia (eksogeenisia) muuttujia ovat valuuttajärjestelmä, valuuttakurssien muutokset, valuuttamääräykset ja muut institutionaaliset tekijät. Sisäisiä (endogeenisia) taas ovat yrityksen valuuttastrategiset päämääränasettelut, sen valuuttaorganisaatio, muut resurssit sekä valuuttastrategian soveltaminen.

Tutkimuksen tavoitteeksi asetettiin toisaalta tutkia yritysten valuuttakäyttäytymiseen liittyvää yleistä ympäristöä ja toisaalta analysoida järjestelmällisesti

yritysten sisäisiä, valuuttakäyttäytymiseen liittyviä päätöksentekoprosesseja liukuvien valuuttakurssien vallitessa. Näiden ympäristöä ja rajoitettua yrityso-
tosta koskevien täsmennysten ja systematisointien puitteissa pyritään tekemään yritysten valuuttakäyttäytymistä koskevia yleisiä päätelmiä. Tutkimuksessa pyritään lisäksi analysoimaan keinoja ja strategioita, joiden avulla suomalaisyritysten valuuttatappioita voitaisiin vähentää ja Suomen viranomais-
ten valuuttapolitiikkaa helpottaa.

Yrityksen valuuttakäyttäytymistä ei pyritä suhteuttamaan sen käyttäytymiseen muilla päätöksenteon alueilla, vaan tutkimus rajataan yrityksen valuuttakäyttäytymistä koskevaksi. Yrityksen valuuttastrategisen käyttäytymisen ja muun käyttäytymisen suhdetta edelleen tutkittaessa voitaneen tässä tutkimuksessa tehtyä kartoitusta käyttää hyväksi.

33. Tutkimuksen tietopohja

331. Otoksen yleisluonne

Tutkimusta varten kerättiin empiiristä aineistoa lähinnä vuosilta 1970—77 suomalaisyrityksistä muodostetusta otoksesta, joka oli harkintaotos.¹ Sen tarkoituksena oli kattaa huomattava osa merkittävää ulkomaankauppaa käyvistä valuuttastrategisesti aktiivisista yrityksistä. Otokseen valittiin yrityksiä, jotka olivat otantakriteerien mukaan edustavimpia. Tärkein kriteeri oli valuuttastrateginen aktiivisuus. Tämän aktiviteetin astetta arvioitiin lähinnä eri pankkien valuuttaosastojen johtohenkilöiltä saatujen haastattelutietojen mukaan, mikä perustuu käsitykseen, että valuuttastrategisesti aktiiviset yritykset ovat kiinteässä yhteydessä pankkien valuuttaosastoihin. Toisena valintakriteerinä olivat viennin ja tuonnin osuus yritysten liikevaihdosta ja yritysten ulkomaisten pääomatransaktioiden mittavuus. Otoksen katsottiin edustavan valuuttakurssiheilahteluille erityisen alttiita yrityksiä, jotka olivat pyrkineet aktiivisesti analysoimaan valuuttaepävarmuuden vaikutuksia yritykseen ja mukauttamaan valuuttakäyttäytymisensä tämän mukaisesti. Empiirisen aineiston otaksuttiin tarjoavan relevantteja esimerkkejä yrityssektorissa harjoitetusta valuuttastrategiasta sekä luovan parhaassa tapauksessa perustan sellaisten keinojen ja strategioiden analyysille, joiden avulla kurssitappioita voitaisiin yleisesti pienentää. Muiden yritysten erityisproblematiikkaa olisi tutkittava kokonaan erikseen, sillä ne ehkä tarjoaisivat esimerkkejä vähemmän kehittyneestä valuuttastrategiasta.

¹ Tässä käytetään termiä harkintaotos harkintänäytteen sijasta, vaikka termiä otos usein käytetään suppeammassa merkityksessä tarkoittamaan satunnaisotosta. Ks. ARBNOR — BJERKE, s. 206—208.

Alustavalla kyselykierroksella tiedusteltiin kaikkiaan 45 vienti- ja tuontiyritykseltä suullisesti, olisivatko ne valmiita osallistumaan tutkimukseen. Näiden yritysten osuus Suomen koko tavaraviennistä ja -tuonnista oli 35–40 %. Kaikki yritykset olivat melko kiinnostuneita ja niille toimitettiin kirjallinen kyselylomakeaineisto.¹ 13 yritystä 45:stä jätti kuitenkin vastaamatta kyselyyn, joten tutkimukseen osallistuvien yritysten lukumääräksi tuli 32.

Sekä vienti- että tuontisektori jaettiin yritysten pääasiallisen toimialan mukaan kolmeen pääryhmään taulukon 3311 mukaisesti.

Taulukko 3311. Otsoryitysten ryhmittely

Vientiyritysryhmät	Yritysten lukumäärä	Tuontiyitysryhmät	Yritysten lukumäärä
Ryhmä 1 Metsäteollisuus	7	Ryhmä 4 Raaka-aineiden ja investointitavaroiden tuonti omaan käyttöön	3
Ryhmä 2 Metalliteollisuus	7	Ryhmä 5 Kulutustavaratuonti	6
Ryhmä 3 Uusvientiteollisuus	5	Ryhmä 6 Raaka-aineiden ja investointitavaroiden kaupallinen tuonti	4
Yhteensä	19	Yhteensä	13

Vientiyrityksiä ryhmiteltäessä noudatettiin perinnäistä jakoa metsä-, metalli- ja uusvientiteollisuuteen. Metsäteollisuusryhmään kuuluu muutamia yhtiöitä, jotka harjoittavat huomattavaa teollista toimintaa muillakin toimialoilla, mutta painopiste näissäkin yhtymissä oli metsäteollisuudessa. Uusviennin ryhmään kuuluu kaksi tekstiili- ja vaatetusteollisuusyritystä, kaksi elintarvike/makeisalan yritystä ja yksi laitteistoja vievä yritys. Tuontiyritysten ryhmäjako suoritettiin tuotujen tavaroiden käyttötarkoituksen mukaan. Ryhmä 5 sisältää lähinnä kulutustavaroita tuovia yrityksiä. Loput tuontiyrityksistä jaettiin kahteen ryhmään: raaka-aineita ja investointitavaroita omia tuotantoprosesseja varten tuovat yritykset (ryhmä 4) sekä em. tavaroita jälleennyyntiä varten tuovat yritykset (ryhmä 6). Yrityskoodit on sisällytetty myös symboliluetteloon.

Koska tutkimus rajattiin koskemaan 32 teollisuus- ja kauppaa harjoittavaa yritystä, ulkopuolelle jäivät mm. pankki- ja vakuutuslaitokset sekä muut palvelusektorin alat (esimerkiksi merenkulku, matkailuelinkeino).

¹ Kyselylomake on painetussa muodossa teoksen ruotsinkielisessä versiossa.

Taulukossa 3312 sekä kuvioissa 3311 ja 3312 on eräitä tunnuslukuja, jotka luonnehtivat yleisesti otokseen kuuluvia yrityksiä. Tutkimuksen luottamuksellisen luonteen vuoksi yrityksiä ei voida kuitenkaan käsitellä yksityiskohtaisesti.

Taulukko 3312. Otosyritysten tunnuslukuja vuodelta 1977, mmk

	Liikevaihto	Vienti-ryhmän vienti	Tuonti-ryhmän tuonti	Työvoima ¹	Valuuttavelat ² (lyhyt- ja pitkäaikaiset)	Näytetty tulos ³
Keskimäärin	1 540.0	492.3	608.0	5 310	456.8	— 3.0
Yhteensä	49 281.6	9 354.6	7 903.5	169 960	14 618.7	—95.6
Osuus koko maan vastaavista luvuista, % ..		30.2	25.7	8.2	31.6	..

¹ Henkeä, luvut pyöristetty.

² 31. 12. 1977.

³ Nettovoitto tai -tappio virallisten tuloslaskelmatietojen mukaan.

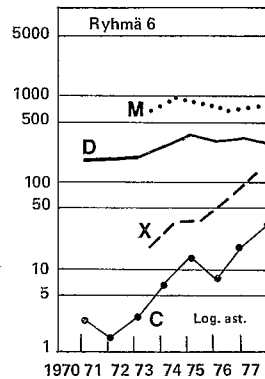
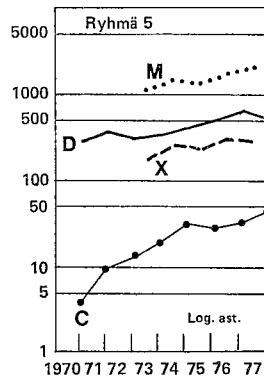
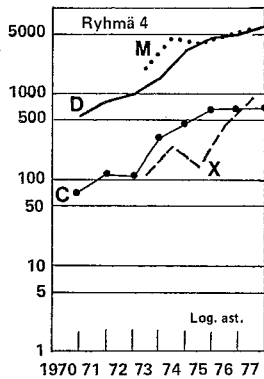
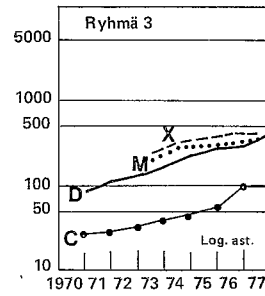
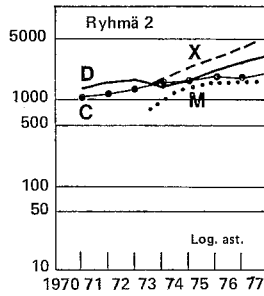
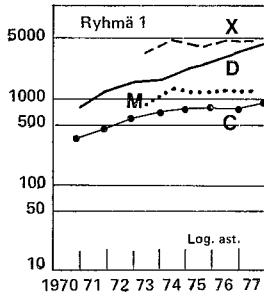
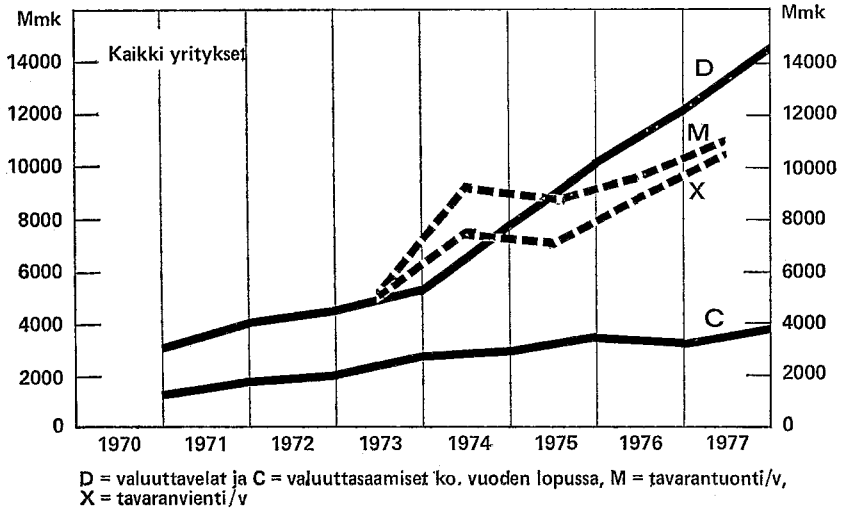
Taulukossa 3312 esitetyistä liikevaihtoa ja työntekijämääriä kuvaavista keskiarvoista ilmenee, että tutkimuksen painopiste oli eri alojen suuryrityksissä.¹ Kyselyyn vastanneista yrityksistä yli puolet kuului vuoden 1977 liikevaihdon mukaan 30 suurimman suomalaisyrityksen joukkoon (pankki- ja vakuutuslaitoksia lukuun ottamatta). Vain yksi yrityksistä ei kuulunut 120 suurimman suomalaisyrityksen joukkoon (liikevaihto vähintään 200 mmk). Yritysten suurta aktiiviteettia ulkomaankaupan ja ulkomaisten luottojen alueilla osoittaa se, että vientiryhmän 19 yrityksen osuus Suomen kokonaisviennistä oli 30 % ja tuontiryhmän 13 yrityksen osuus kokonaistuonnista 26 %. Yritysten osuus Suomen yhteenlasketuista valuuttaveloista oli 32 % eli em. osuuksia vielä jonkin verran suurempi.

Samoin kuin valuuttavelkojen määrä myös vuoden 1977 tulos vaihteli suuresti eri yrityksillä. Suurin virallisen tuloslaskelman mukainen näytetty tappio oli yli 100 mmk ja suurin voitto 20 mmk. Keskimääräinen tulos oli —3 mmk. 18 yrityksellä tulos oli positiivinen. Yritysten maksuvalmiuskehitystä analysoidaan liitteessä 14.

¹ Pienin kyselyyn vastanneista yrityksistä (joka edusti uusvientiiä) on luokiteltavissa keskiarvoksi yritykseksi; sen vuosivaihto oli vuonna 1977 runsaat 50 mmk, josta yli 20 % oli vientiä. Suurimman yrityksen vuosivaihto tytäryhtiöt mukaan luettuna oli useita miljardeja markkoja.

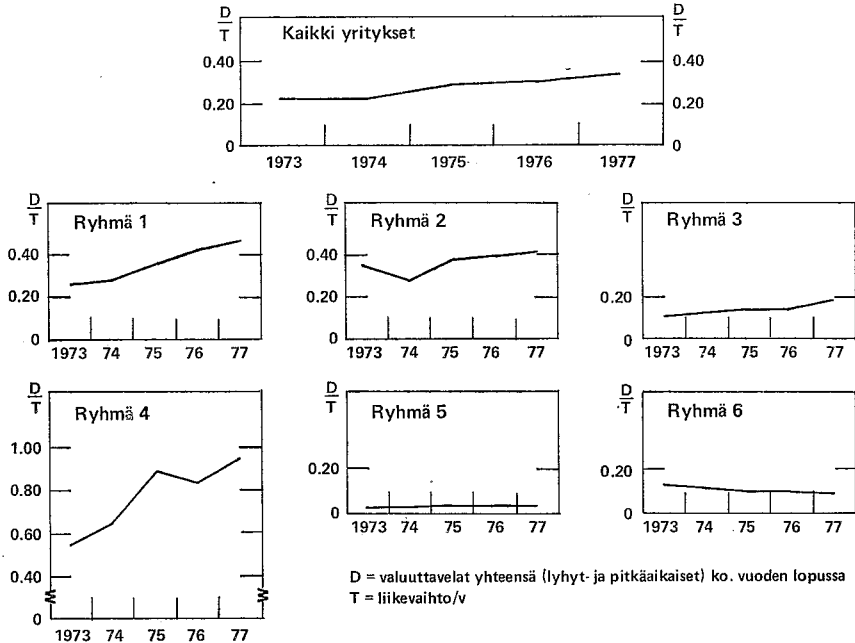
Kuvio 3311.

OTOSYRITYSTEN VALUUTTAKOMPONENTIT 1970—77, MMK



Kuvio 3312.

OTOSYRITYSTEN VALUUTTAVELKAIKUISUUSASTE 1973—77



Yritysten pääasiallisten valuuttakomponenttien kehitys tutkimusajanjaksona¹ ilmenee kuviosta 3311. Absoluuttinen valuuttavelka kasvoi jyrkästi vuosina 1974—76 voimakkaan investointitoiminnan johdosta ja vuonna 1977 lähinnä käyttöpääoman hankintaa palvelleen lainanoton vuoksi. Tutkittujen yritysten valuuttavelat lisääntyivät vuosina 1971—77 noin 4.6-kertaisiksi eli 3.2 mrd. markasta 14.6 mrd. markkaan. Suurin osa valuuttavelan absoluuttisesta kasvusta tuli metsä- ja metalliteollisuusyritysten sekä tuontiyhtyritysryhmän 4 osalle. Valuuttasaamiset kaksinkertaistuivat tutkimusajanjakson kuluessa. Siitä huolimatta niiden taso ajanjakson lopussa oli alhainen verrattuna vastaaviin velkoihin eli 3.8 mrd. mk.

Valuuttavelkojen suhteellinen taso ilmenee kuviosta 3312. Velkaisuusaste (valuuttavelat/vuosivaihto) kohosi runsaat 50 % vuodesta 1973 vuoteen 1977. Suhdeluvut olivat erityisen korkeita tuontiyhtyritysten ryhmässä 4, mutta huomattavan korkeita myös metsäteollisuus- ja metalliteollisuusryhmässä. Velkaisuusaste oli alhainen uusvientiyhtyritysten ryhmässä 3 ja erityisesti tuontiyhtyritysryhmissä 5 ja 6.

¹ Yritysten vienti- ja tuontiluvut kattavat vain vuodet 1973—77, sillä niiden valuuttakohtaista koostumusta ei ollut saatavissa vuosilta 1970—72.

Kahdellakymmenellä otoksen 32 yrityksestä oli yksi tai useampia ulkomaisia tytäryhtiöitä. Yleensä olivat yritysten ja niiden tytäryritysten väliset tavaravaihtovirrat sangen vähäisiä otosyritysten yhteenlaskettuun ulkomaankauppaan verrattuna. Tutkituista tapauksista siinäkin, jossa ulkomaisten tytäryhtiöiden merkitys oli huomattavin, näiden osuus yrityksen koko viennistä¹ ei ylittänyt 20 prosenttia. Muissa tapauksissa, joissa yhtiöllä oli ulkomaisia tytäryhtiöitä, vastaavat osuudet olivat tuntuvasti pienempiä siitä huolimatta, että otoksessa olivat mukana useimmat laajinta tytäryhtiötoimintaa harjoittavat suomalaisyritykset.² Yritysten ja niiden tytäryhtiöiden välisiä valuuttasuhteita käsitellään luvussa 53.

332. Kirjallinen kysely

Laajan empiirisen aineiston keruu tapahtui kahdessa osassa: kirjallisesti kyselylomakkeen avulla sekä suullisin haastatteluin. Kirjallinen kysely oli kaksivaiheinen. Marraskuussa 1976 annettiin yritysten täytettäväksi kyselylomake. Tietoja pyydettiin mm. liikevaihdosta, tytäryhtiöistä, viennin ja tuonin maittaisesta ja valuutoittaisesta jakautumasta, kurssivoitoista ja -tappioista eri kirjanpitoerien osalta, valuuttaveloista ja -saamisista sekä termiinkaupoista. Ensi vaiheessa kerätyt tiedot koskivat vuosia 1970–75, mutta toukokuussa 1978 pyydettiin yrityksiltä tietoja myös vuosilta 1976–77; erityisesti devalvaatiovuotta 1977 pidettiin tutkimuksen kannalta mielenkiintoisena. Tutkimusajanjakso kattoi koko sen kauden, jolloin valuutat olivat kelvonneet.

Kyselytietojen täydentämiseksi hankittiin kaikkien yritysten vuosikertomukset vuosilta 1970–77. Kyselyssä otettiin huomioon erikseen 11 valuuttaa sekä Suomen markka, kun taas muut Suomen kannalta vähempimerkityksiset valuutat sisällytettiin kokoomaryhmään OC (muut valuutat). Yksittäin tarkasteltiin niitä valuuttoja, joiden painokerroin Suomen Pankin ulkomaankauppaosuuksiin perustuvassa valuuttaindeksissä ylitti 1.5 %.

Ehtona tietojen saannille oli yritysten nimien pitäminen luottamuksellisina. Kyselylomakkeen täyttäminen näytti olleen useimmille yrityksille hankalaa, minkä vuoksi vastausten saamiseksi jouduttiin monessa tapauksessa käymään erillisiä neuvotteluja.

¹ Kokonaistuonti oli pientä, noin 16 %, vientiin verrattuna; tytäryhtiöiden osuus kokonaistuonnista oli 48 %.

² Komiteanmietintö (1979), s. 12.

333. Haastattelut

Aineiston keruun toinen osa, haastattelukierros, toteutettiin kesällä 1978 yrityksittäin yksityiskohtaisen kyselykaavion mukaisesti.¹ Haastattelujen tarkoituksena oli toisaalta kirjallisten kyselyvastausten luotettavuuden kontrollointi ja toisaalta kvalitatiivisen ja osittain kvantitatiivisen lisäinformaation saaminen yritysten

- valuuttastrategisista tavoitteista
- valuuttaorganisaatiosta ja
- sovelletusta valuuttastrategiasta sekä sen rajoituksista.

Tietoja kerättiin pääasiallisesti haastatteluajankohdalta (kesä 1978) ja sitä välittömästi edeltäneiltä vuosilta. Yleensä haastateltiin yrityksen talousjohtajaa, rahoitusjohtajaa ja/tai toimitusjohtajaa.

34. Analyysistrategia

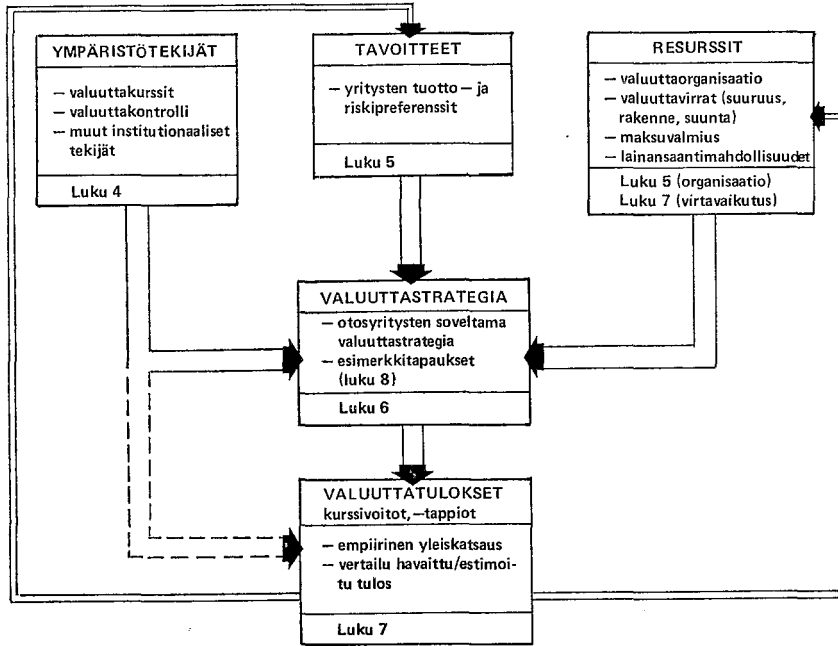
Tutkimuksessa sovellettu analyysistrategia ilmenee kuvioista 341. Seuraavassa selonteossa noudatetaan kuvion esitystapaa. Koska tutkimus kohdistuu tiettyyn, rajoitettuun ajanjaksoon, jolle olivat ominaisia huomattavat ympäristömuutokset, tarkastellaan aluksi luvussa 4 yritysten valuuttaympäristöä. Keskeinen asema tässä eksogeenisten tekijäin tausta-analyysissä on valuuttakurssijärjestelmän ja valuuttakurssien muutoksilla.

Yritysten käyttäytymisen empiirinen analyysi aloitetaan luvussa 5 selvittämällä haastattelujen perusteella yritysten valuuttastrategisia tavoitteita. Luvun 5 loppuosassa käsitellään yritysten valuuttaorganisaation ja siihen liittyvien resurssien luonnetta, ennen kaikkea päätöksentekoprosesseja sekä valuuttakurssien ja valuutta-aseman seurannan tasoa. Erityisesti viimeksi mainittuja voidaan pitää tärkeinä valuuttastrategian lähtökohtina.

Luvussa 6 analysoidaan yritysten soveltamaa valuuttastrategiaa, joka on suuressa määrin riippuvainen ympäristötekijöistä, tavoitteista ja käytettävissä olevista resursseista. Yritysten ympäristön, tavoitteiden, resurssien, strategian ja niiden käyttämien keinojen käsittelyn jälkeen tarkastellaan luvussa 7 niiden valuuttatuloksia. Empiirinen analyysi päätetään analysoimalla tiettyjä käytännön esimerkkitapauksia luvussa 8, joka on tarkoitettu tavoitteiden, keinojen ja tulosten välisten suhteiden operationalisoimiseksi. Lu-

¹ Suullisessa haastattelussa käytetty yksityiskohtainen lomake on painetussa muodossa teoksen ruotsinkielisessä versiossa; suomenkielinen versio on saatavana Suomen Pan-
kista.

Kuvio 341.
TUTKIMUKSEN ANALYYSISTRATEGIA



vussa 8 pyritään esittämään myös perusteellinen kuvaus muutamien onnistunutta valuuttastrategiaa soveltaneiden yritysten valuuttakäyttäytymisestä.

Luvussa 9 esitetään aluksi eräitä päätelmiä, joita tutkimustuloksista voidaan saada tehtävänasettelun muodostamaa taustaa vasten tarkasteltuna. Sen jälkeen pohditaan tiettyjä yritysten käyttäytymistä koskevia hypoteeseja sekä esitetään laajempia, tutkimustuloksiin pohjautuvia näkökohtia.

35. Tiivistelmä

Siitä huolimatta että yritysten osuus Suomen valuuttavirroista on yli 90 %, yritysten valuuttakäyttäytymistä ei ole mainittavassa määrin tutkittu empiirisesti. Tutkimustehtävä kohdistuu yritysten valuuttakäyttäytymiseen vaikuttavien tekijöiden joukkoon. Tärkeimpiä analyttisiä suhteita ja näitä suhteita noudattelevaa tutkimuksen kulkua havainnollistetaan kuviossa 341. Tutkimus on luonteeltaan osittaistutkimus. Pyrkimyksenä ei ole kokonais selvityksen tekeminen yrityksen yleisstrategiaan sisältyvästä valuuttastrategiasta,

vaan tutkimuksessa rajoitetaan tarkastelemaan yrityksen valuuttakäyttäytymiseen sisältyviä prosesseja ja suhteita sekä saavutettuja tuloksia. Solowin¹ mukaan yhden ainoankin komplisoidun yrityksen (kokonais)käyttäytymisen ymmärtämiseen tähtäävä selvitys edellyttäisi monen tutkimuksen haaran — kuten taloustieteiden, sosiologian ja psykiatrian — yhteistyötä, ja siitäkään huolimatta johtopäätökset eivät ehkä olisi yleistettävissä. Tätä tutkimusta varten muodostettuun otokseen kuuluvat yritykset kattoivat kolmanneksen maan viennistä, tuonnista ja valuuttaveloista. Näiden yritysten katsottiin olevan valuuttastrategialtaan valveutuneimpia, joten niiden voitiin odottaa tarjoavan vankan perustan pyrittäessä löytämään menestyksellisen valuuttakäyttäytymisen lähtökohtia.

¹ SOLOW (1971), s. 318—319.

4. Yritysten valuuttaympäristö

41. Luvun sisältö ja tarkoitus

Tässä luvussa analysoidaan ympäristöä, jossa yritykset ovat joutuneet tutkimusajanjaksona toimimaan. Yritysten valuuttaympäristön muodostavat eksogeeniset muuttujat (ks. luku 32), jotka vaikuttavat yritysten valuuttakäyttämiseen, ja niihin eivät yritykset yleensä voi ainakaan lyhyellä aikavälillä itse vaikuttaa. Ympäristötekijöistä tärkeimpiä ovat valuuttakurssit. Toisena tärkeänä tekijänä ovat pääomantuontia koskevat ynnä muut valuuttamääräykset, jotka voivat vaikuttaa yritysten valuuttastrategiaan ratkaisevasti. Luvun lopussa käsitellään tiettyjä Suomessa käytettyjä valuuttastrategisia keinoja: niiden muotoutumista, institutionaalisia mahdollisuuksia ja rajoituksia sekä eri keinojen välistä valintatilannetta. Päämääränä on tällöin yritysten valuuttastrategisen liikkumatilan yksityiskohtaisempi valottaminen sekä taustan luominen luvussa 6 olevalle keinojen käytännön sovellutusten analyysille.

42. Yritysten valuuttakurssiympäristö

Kelluvat valuuttakurssit sekä FIM:n¹ useat pienet devalvaatiot laajakantoisine heijastusvaikutuksineen loivat ne keskeiset puitteet, joissa yritykset joutuivat toimimaan. Elokuuhun 1971 saakka voimassa olleessa pariarvojärjestelmässä valuuttojen päivittäiset kurssivaihtelut olivat sangen suppeita. Jokaisen IMF:n² jäsenmaan oli ilmoitettava valuutalleen pariarvo, joka ilmaistiin kultana.³ Kullan virallisen ja kiinteän dollarihinnan perusteella voitiin sen jälkeen johtaa kunkin valuutan parikurssi dollariin nähden. Valuuttojen päi-

¹ Tilan säästämiseksi käytetään tässä tutkimuksessa valuuttojen ns. ISO-koodeja (ISO = International Standard Organization), Niitä käytetään myös SWIFT:ssä, joka on kansainvälisessä maksuliikenteessä sovellettava ATK-järjestelmä; järjestelmään osallistuu mm. suomalaisia pankkeja. Suomalaiset pankit ottivat nämä koodit käyttöön vuoden 1979 alusta; myös aikaisempia valuuttojen merkintätapoja käytetään edelleen. Koodit muodostuvat ISO:n maakoodeista (kaksi ensimmäistä kirjainta) ja rahayksikön nimen ensimmäisestä kirjaimesta. Koodit on sisällytetty symboliluetteloon.

² International Monetary Fund, Kansainvälinen Valuuttarahasto.

³ Pariarvo voitiin vaihtoehtoisesti ilmaista Yhdysvaltain dollareina (USD) sen 1. 7. 1944 vallinneen kulta-arvon mukaan. FIM:n pariarvo, joka 12. 10. 1967 lähtien oli 0.211590 grammaa puhdasta kultaa markkaa kohden, kumottiin virallisesti 1. 11. 1977.

vittäiset kurssit saivat poiketa parikurssista enintään $\pm 1\%$. Esimerkiksi lokakuussa 1967 toimeenpannun FIM:n devalvaation jälkeen oli dollarin parikurssi 4.20 markkaa dollarilta ja dollarin päivittäisen kurssin vaihtelurajat olivat 4.242 ja 4.158. Pariarvon muuttaminen vaati asian käsittelyä IMF:ssä ja edellytti perustavanlaatuisia talouden epätasapainoa (fundamental disequilibrium).

Sen jälkeen kun dollarin arvo irrotettiin kullasta 15. elokuuta 1971, ei kurssvaihtelujen säätely ole ollut yhtä tiukkaa kuin ennen. Syksyllä 1971 monet valuutat kelluivat vailla kiinteitä suhteita toinen toisiinsa. Joulukuussa 1971 perustettiin Smithsonian-sopimukseksi nimetty keskuskurssijärjestelmä, missä yhteydessä dollari devalvoitiin. Uusi järjestelmä erosi pariarvojärjestelmästä lähinnä siten, että vaihtelurajat olivat väljemmät ($\pm 2\frac{1}{4}\%$) ja että kultasidonaisuudesta luovuttiin yleisesti. Valuuttamarkkinoilla jatkuneen rauhatomuuden vuoksi dollari devalvoitiin uudelleen helmikuussa 1973. Kesäkuusta 1973 lähtien sallittiin useimpien valuuttojen kellua. Tämä merkitsi sitä, että monen valuutan kurssivaihtelut laajenivat niin, etteivät ne enää pysyneet vaihtelualan rajoissa.¹

Suomalaisyriyten valuuttaympäristössä tapahtuneita muutoksia havainnollistetaan kuvioissa 421 ja 422. Valuuttakurssien keskimääräisiä muutoksia osoittamaan käytetään Suomen Pankin valuuttaindeksiä, jossa painokertoimina ovat tärkeimpien vienti- ja tuontimaiden osuudet Suomen ulkomaankaupasta.² Indeksien vuosikeskiarvot ja sen prosenttimuutokset ilmenevät kuvion 421 alaosasta. Syksyllä 1971 FIM heikkeni (so. valuuttakurssit ja siis myös indeksi nousivat) keskimäärin runsaat 4%, ja keskuskurssiksi vahvistettiin joulukuussa 4.10 markkaa USD:tä kohden. USD:n helmikuussa 1973 tapahtuneen uuden devalvaation yhteydessä keskuskurssia alennettiin. Kun epävakaisuus kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla jatkui, FIM päästettiin kellumaan³ kesäkuun alussa 1973. FIM vahvistui vuoden 1973 jälkipuoliskolla.

Vuosina 1974–76 voitiin valuuttaindeksi pitää suhteellisen vakaana yksittäisten valuuttojen voimakkaista heilahteluista huolimatta. Makrotaloudelliselta kannalta Suomen vuosina 1974–76 noudattama valuuttapolitiikka oli tarkoitettu neutraaliksi. Neutraalius ei tosin toteutunut sellaisten yritysten kannalta, joiden valuuttarakenne poikkesi valuuttaindeksin perustana ole-

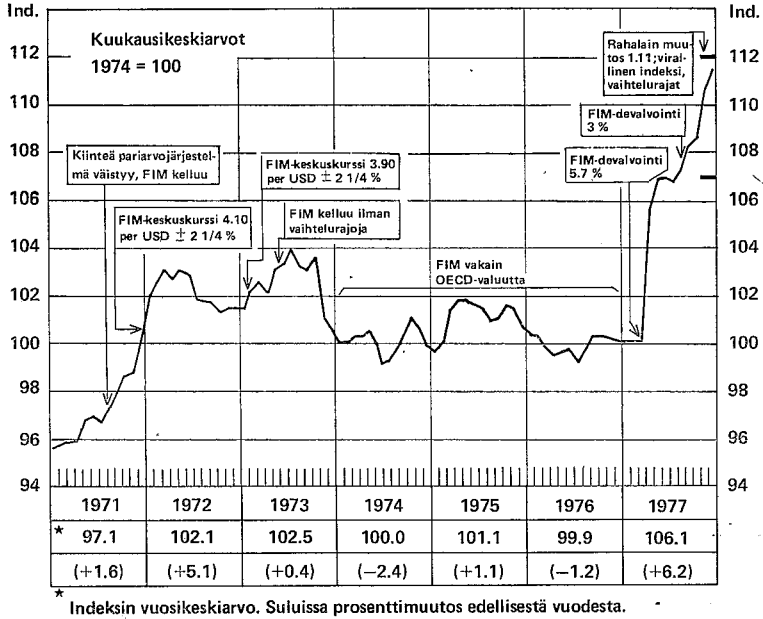
¹ Ks. esim. WARIS (1977) ja NARS (1973 ja 1976).

² Valuuttaindeksiä käsittelee yksityiskohtaisemmin PURO (1978).

³ So. vahvistettuja $\pm 2\frac{1}{4}$ prosentin vaihtelurajoja FIM/USD kurssin osalta ei enää noudatettu.

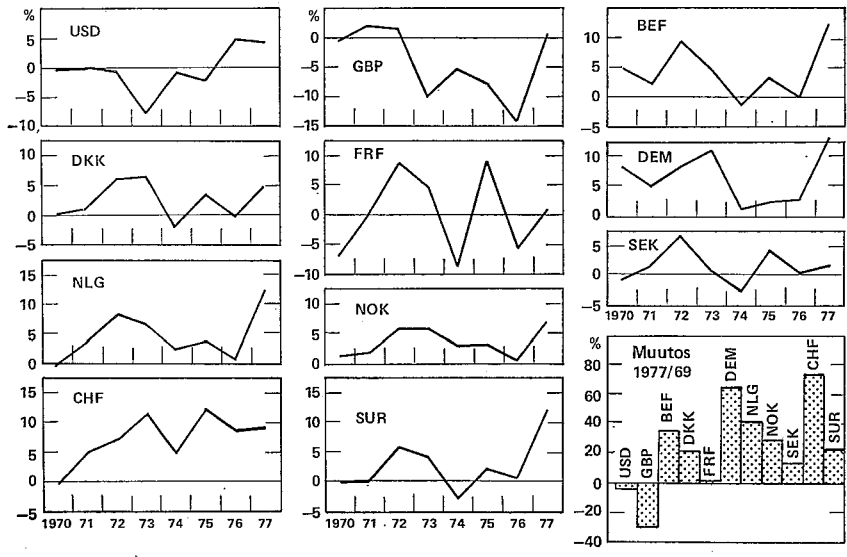
Kuvio 421.

SUOMEN PANKIN VALUUTTAINDEXSI 1971—77



Kuvio 422.

TUTKIMUSVALUUTTOJEN AVISTAKURSSIEN MUUTOKSET 1970—77, % p.a.



vasta "valuuttakorista". Vuonna 1977 FIM devalvoitiin kahdesti (yhteensä noin 9 %), minkä johdosta valuuttaindeksin vuosikeskiarvo kohosi runsaat 6 %.

Suomen valuuttajärjestelmän kehitystä kuvataan yksityiskohtaisesti liitteessä 1.

Valuuttakurssien heilahtelut Suomessa ajanjaksona 1970–77¹ voidaan niiden alkuperän mukaan jakaa kahteen ryhmään:

1. *Ulkosyntyiset*: Lähes päivittäin liukuvat, suunnaltaan ja suuruudeltaan vaihtelevat kurssinmuutokset, jotka heijastivat lähinnä kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla tapahtuvia valuuttakurssisuhteiden muutoksia.
2. *Sisäsyntyiset*: Rahalain 2 §:n päätösmenettelyn² mukaisesti suoritettut FIM:n devalvaatiot, jotka johtivat äkillisiin kaikkien valuuttojen kurssien tasokorotuksiin suhteessa Suomen markkaan. Tutkimusajanjaksona FIM devalvoitiin vuonna 1971 ja kahdesti vuonna 1977 (liite 1). Tähän ryhmään kuuluvat myös Suomen Pankin päiväkurssipoliittisista pyrkimyksistä aiheutuneet kurssien muutokset indeksin vaihtelurajoissa.

Tärkeimpien valuuttojen ulkosyntyiset kurssiliikumukset olivat suurimpia USD:ssa vuosina 1973 ja 1976, GBP:ssa vuosina 1973–76, DEM:ssa vuonna 1970 ja vuosina 1972–73, SEK:ssa vuosina 1972 ja 1975 sekä SUR:ssa vuonna 1972. Vuodesta 1969 vuoteen 1977 USD heikkeni 4 % ja GBP 30 %, kun taas DEM vahvistui 65 %, SEK 11 %, SUR 23 % ja CHF peräti 73 % suhteessa FIM:iin.

Osittain devalvaatiosta johtuneet, suurimmat tasosiirtymät tapahtuivat vuonna 1977. Indeksien vuosikeskiarvo kohosi vuodesta 1970 vuoteen 1977 kaikkiaan 11.0 %, mikä merkitsi sitä, että FIM:n keskimääräinen arvo laski 10.4 %. Tammikuusta 1971 joulukuuhun 1977 kohosi valuuttaindeksi hieman mainittua keskiarvon nousua enemmän eli 16.5 %, mikä merkitsi markan arvon noin 14.2 prosentin suuruista laskua. Yksittäisten valuuttojen keskimääräiset vuosittaiset avistamyntikurssit Suomessa vuosina 1970–77 ilmenevät liitteestä 15.

¹ Valuuttakurssien asettamisesta Suomessa, ks. NARS (1976).

² Rahalaki 30. päivältä maaliskuuta 1962 (276/62): "Markan kansainvälisestä perusarvosta, joka ilmaistaan kultana, päättää valtioneuvosto Suomen Pankin esityksestä. Esityksen tekemisestä päättävät pankkivaltuusmiehet johtokunnan ehdotuksen perusteella." Tätä lainsäädäntöä käsittelee syvällisesti VESANEN (1973). Laki rahalain 2 §:n muuttamisesta (28. 10. 1977/759) 2. momentti: "Valtioneuvosto vahvistaa Suomen Pankin esityksestä valuuttaindeksin laskentaperusteet ja indeksiluvun vaihtelualueen rajat. Esityksen tekemisestä päättävät eduskunnan pankkivaltuusmiehet Suomen Pankin johtokunnan ehdotuksen perusteella."

43. Valuuttamääräykset ja pääomanliikkeet

Suomen valuutansäännöstely muodostaa puitteet monien valuuttastrategisten keinojen käytölle mm. siksi, että ko. keinot edellyttävät sopimusta suomalaisyrityksen ja ulkomaisen osapuolen välillä. Erityisesti Suomen ja ulkomaiden välisiä pääomanliikkeitä koskevat valuuttamääräykset ovat tässä yhteydessä tärkeitä. Seuraavassa esitetään suppea tiivistelmä valuuttamääräyksistä siltä osin kuin niillä on merkitystä tälle tutkimukselle.

Suomen valuuttalainsäädäntöä muutettiin ja ajanmukaistettiin tutkimusajanjakson aikana. Uudet säännökset astuivat voimaan 1. 1. 1973.¹ Ne rakentuvat seuraaville periaatteille: Valuuttalaki säättää, mitä valtioneuvosto voi säännellä; valtioneuvoston päätöksellä taas säännellään valuuttalain toimeenpanoa käytännössä; Suomen Pankin valuuttamääräyksillä toteutetaan lopuksi sääntely. Suomen Pankin päätöksillä pyritään niin pitkälle kuin suinkin mahdollistamaan ilman erityislupaa sellaiset toiminnot, joita voidaan pitää yleisesti hyväksytyinä ja välttämättöminä. Toimintojen tulee kuitenkin olla siten säänneltyjä, että pankilla on jälkikäteen riittävä kontrollimahdollisuus.

Yrityksen kannalta tärkeimmät ajanjaksona 1973—77 noudatetut valuutansääntelyperiaatteet voidaan kiteyttää seuraavasti:²

1. *Ulkomainen lainanotto*: kaikkea pitkäaikaista (12 kuukautta tai sen yli) ja määrättyä lyhytaikaista pääoman tuontia (yli 6 kuukautta) varten vaadittiin Suomen Pankin lupa. Tavanomainen tuontiluotto kuuden kuukauden rajaan saakka oli sallittua ilman yliaikamaksua.³ Vuosina 1973—77 voimassa ollut tuonnin käteismaksujärjestelmä (ns. RP-lista),⁴ joka kohdistui 18—33 prosenttiin tavarantuonnista, esti kuitenkin tuontiluottojen käytön näiltä osin.
2. *Luottojen myöntäminen ulkomaille*: tavanmukaisia vientiluottoja voitiin myöntää ulkomailla asuville. Muita luottoja varten vaadittiin Suomen Pankin lupa.
3. *Kotiuttamisvelvollisuus*: Suomessa asuva henkilö tai yritys, joka omisti tai jonka hallussa oli ulkomaisia maksuvälineitä, oli velvollinen kotiuttamaan nämä kahdeksan päivän kuluessa haltuunsaamisesta lukien. Täl-

¹ Laki oikeudesta harjoittaa valuuttanvaihtoa (909/72), Valuuttalaki (910/72), Valtioneuvoston päätös valuuttalain täytäntöönpanosta (911/72) sekä Suomen Pankin valuuttamääräykset.

² Esitys koskee lähinnä 31. 12. 1977 voimassa olleita määräyksiä, jotka olivat pääpiirteittäin voimassa ajanjakson 1973—77.

³ Yliaikamaksu otettiin käyttöön 1. 2. 1976.

⁴ RP-listaan (Rahat Pöytäan) kuuluvat tuontitavarat oli tuojan maksettava ennen niiden tullausta.

löin ne voitiin joko vaihtaa Suomen markoiksi tai tallettaa kotimaiselle valuuttatilille (ks. luku 44).

4. *Valuuttatilit ulkomailla:* vrt. kohta 3, maksuvälineiden kotiuttamisvelvollisuus. Tietyt, huomattavaa vientiä harjoittavat yritykset olivat saaneet oikeuden valuuttatilien pitämiseen ulkomailla.
5. *Juoksevat valuuttamääräiset maksut:* suurin osa voitiin hoitaa vapaasti suoraan valuuttapankkien välityksellä ilman Suomen Pankin erityislupaa.
6. *Termiinkaupat:* niitä voitiin tehdä vapaasti kaikkien valuuttamääräysten sallimien valuuttatransaktioiden osalta; sekä ulkomaan valuutan ja FIM:n että kahden ulkomaanvaluutan väliset transaktiot olivat sallittuja.
7. *Suorat investoinnit ulkomaille:* niihin vaadittiin Suomen Pankin lupa, joka myönnettiin yleensä, jos investointi oli vientiä edistävä.¹
8. *Kiinteistöjen osto ulkomailta:* osto voitiin hyväksyä yleensä vain osana muuta ulkomaille tapahtuvaa, vientiä edistävää suoraa investointia.
9. *Tuonnin ennakomaksut:* niihin vaadittiin Suomen Pankin lupa paitsi tapauksissa, joissa oli kysymys tilauksesta valmistettujen koneiden ja laitteiden tuonnista (ennakon maksimimäärä ilman erityislupaa oli 40 %).

Ulkomaisen lainanoton säännöstelyn tarkoituksena oli sen koordinointi kotimaisen rahapolitiikan kanssa, maan hyvän maineen ylläpitäminen ulkomaisilla lainamarkkinoilla, ulkomaisen velan rakenteen pitäminen terveenä sekä huolenpito siitä, että luototuskohteet olisivat mahdollisimman kannattavia hankkeita. Päämääränä oli estää yrityksiä joutumasta liian riippuvaisiksi ulkomaisesta velasta. Yritysten siis sallittiin rahoittaa ulkomaisin luotoin vain osa pääomainvestoinneista (yleensä enintään 30–50 %).

Tärkein sovellettu kriteeri pitkäaikaisen pääoman tuontia koskevia lupia myönnettäessä oli ko. investointihankkeiden sekä liiketaloudellinen että kansantaloudellinen kannattavuus. Vuonna 1977 myönnettiin kuitenkin tietyissä tapauksissa lupia myös käyttöpääoman tuontia varten. Toinen usein sovellettu kriteeri oli se, että ulkomaisin luotoin rahoitetun projektin tuli myöhemmin tuottaa valuuttariskiä pienentäviä valuuttatuloja. Käytännössä pitkäaikaisen pääoman tuontilupia myönnettiin lähinnä suhteellisen suurille yrityksille niiden vientikapasiteettia lisääviä investointihankkeita varten.

Takaisinmaksuajaltaan vuotta pitempiä tuontiluottoja sallittiin yleensä vain suurten investointitavaroiden ostoa varten, kuten lentokoneiden, laivojen ja suurehkojen koneiden ostoon. Sen sijaan ulkomaisten myyjien myöntämiä maksuaikoja sekä pankkien välittämiä ulkomaisia rahoitusluottoja, joiden

¹ Ulkomaisten arvopapereiden hankinta (ns. portfolioinvestoinnit) oli sallittua vain harvinaisissa poikkeustapauksissa.

takaisinmaksuaika ei ylittänyt kuutta kuukautta, yritykset voivat vapaasti käyttää (sikäli kuin tuontitavarat eivät kuuluneet niihin tavaroihin, joista käteismaksu oli säädetty pakolliseksi). Tuonnin rahoitusta koskevat määräykset tekivät näin ollen maksurytmin muutoksien hyväksikäytön tietyssä määrin mahdolliseksi.

Samalla kun asennoituminen ulkomaista pääomantuontia kohtaan muuttui vapaamielisemmäksi, monipuolistuivat myös ulkomaisen luotonoton muodot. Suurin osa 1970-luvulla tapahtuneesta pitkäaikaisen pääoman tuonnin lisäyksestä tuli yksittäisiä velkakirjoja vastaan myönnettyjen rahoituslainojen osalle, ennen kaikkea suomalaisyritysten ulkomaisilta pankeilta suomalaista pankkitakuuta vastaan saamien luottojen muodossa.¹ Näiden osuus oli lähes 75 % ulkomaisten pitkäaikaisten luottojen kannasta 31. 12. 1977. Obligaatiolainoja voivat käyttää hyväkseen lähinnä valtio sekä eräät valtionyhtiöt. Myös ns. private placement -tyyppisten luottojen suosio kasvoi. Ne olivat epävirallisempia kuin obligaatioluotot ja niissä oli vähemmän lainanantajia, jotka olivat lähinnä rahoituslaitoksia. Pitkäaikaisia tuontiluottoja käytettiin tietyissä tapauksissa edellä mainittujen pääomatavaroiden tuonnin rahoittamiseen.

Valuutoittain Suomen koko pitkäaikainen ulkomainen velka jakautui siten, että USD:n ja DEM:n osuudet (46 % ja 16 % vuoden 1977 lopussa) olivat suurimmat. SEK:n, GBP:n ja SUR:n osuudet olivat voimakkaasti pienentyneet 1960-luvun jälkeen,² kun taas JPY:n, CHF:n ja arabimaiden valuuttojen osuudet olivat vastaavasti kasvaneet. Sektoreittain pitkäaikainen ulkomainen velka jakautui siten, että teollisuuden osuus (pääasiallisesti puunjalostus- ja metalliteollisuuden sekä energiantuotannon) oli noin 55 % ja loppuosa oli palvelusektorin (ml. luottolaitokset).

Valuuttasaamiset kasvoivat ajanjaksona 1970—77 huomattavasti hitaammin kuin valuuttavelat. Maan pitkäaikaiset valuuttamääräiset bruttosaamiset olivat vuoden 1977 lopussa 4.6 mrd. mk ja lyhytaikaiset bruttosaamiset 14.6 mrd. mk. Pitkäaikaisista valuuttasaamisista puolet koostui vientiluotoista ja kolmannes suorista ulkomaille tehdyistä investoinneista, joista suurimman osan muodostivat yritysten omat pääomat ja väin pienen osan tytäryhtiölainat. Lyhytaikaisista valuuttasaamisista noin 4.9 mrd. mk koostui yksityisistä kauppaluotoista ja loput lähinnä pankkijärjestelmän valuuttasaamisista Suomen Pankin valuuttavaranto mukaan luettuna. Valuuttasaamisten ja -velko-

¹ Normaalin ulkomaisen lainanoton ohella alkoivat suomalaiset pankit ja erityisluottolaitokset myöntää valuuttaluottoja suomalaisyrityksille (ns. fennoluottoja l. valuuttakautiluottoja). Näitä käsitellään tässä tutkimuksessa yritysten näkökulmasta normaaleina valuuttaluottoina, sillä niihin sisältyy kurssiriski.

² Ks. HIETALAHTI — POHJOISAHO (1978).

jen vertailu osoittaa, että maan pitkäaikainen ulkomainen velka oli vuoden 1977 lopussa 30.4 mrd. mk sekä lyhytaikainen velka 15.9 mrd. mk ja että kokonaisnettovelan määrä oli 27.1 mrd. mk eli 22.5 % bruttokansantuotteesta.

Kotiuttamisvelvollisuuden vuoksi suomalaisyritysten mahdollisuudet tehdä talletuksia ulkomaisiin pankkeihin olivat Suomen Pankin luvasta riippuvaisia, ja tällainen lupa annettiin yrityksille ainoastaan erikoistapauksissa. Kotimaiset korolliset valuuttatilit tarjosivat kuitenkin paljon vastaavan valuuttatalletusmahdollisuuden. Näillä kotimaisilla valuuttatileillä olevia varoja voitiin käyttää kaikkiin valuuttamääräysten sallimiin tarkoituksiin. Tilit eivät siis suoneet vapaampia valuutankäyttömahdollisuuksia kuin yrityksillä olisi muuten ollut, vaan olivat tältä osin verrattavissa Suomen markoin katettuihin ulkomaisiin maksusuorituksiin.

Juoksevilla maksuilla tarkoitetaan tässä yhteydessä lähinnä tuonnista johtuvia maksuja, vakuutus- ja rahtikuluja sekä ulkomaisista lainoista maksettavia korkoja ja kuoletuksia. Nämä voitiin yleensä hoitaa valuuttapankkien välityksellä vapaasti ilman Suomen Pankin erityislupaa. Tuontitavaroiden maksamisen edellytyksenä oli kuitenkin, että niiden maahan saapumisesta oli kulunut enintään kuusi kuukautta; muussa tapauksessa vaadittiin Suomen Pankin lupa tai (1. 2. 1976 lähtien) niistä oli suoritettava yliaikamaksua.

Ulkomaille tehtyjä suoria investointeja Suomen Pankki kontrolloi lähinnä maksutase- ja rahapoliittisin perustein. Investointiluvan saaminen edellytti tavallisesti, että ko. projekti ainakin aikaa myöten tuottaisi Suomeen suuntautuvan nettovaluuttavirran ja olisi liiketaloudellisesti kannattava. Esimerkiksi ulkomaisten holding- ja rahoitusyhtiöiden perustamiseen suhtauduttiin rajoittavasti.

Tutkimuksessa selvitettiin myös yritysten käsityksiä valuuttamääräysten vaikutuksesta niiden valuuttastrategiseen liikkumavaraan. Valtaosa yrityksistä piti valuutansäännöstelyä melko vapaana, vaikka se tiettyssä määrin vaikeutikin eräiden yritysten valuuttastrategiaa, lähinnä ulkomaisten rahoitusyhtiöiden perustamista, portfolioinvestointeja, valuuttatilejä, ulkomaille tapahtuvia suoria investointeja sekä ulkomaisten lainamarkkinoiden valintaa koskevien rajoitusten vuoksi. Yrityksistä noin kolmanneksen mukaan valuutansäännöstely ei aiheuttanut kovin suuria vaikeuksia valuuttastrategian toteuttamiselle.

Edellä esitetty katsaus ja haastattelutiedot osoittivat, että yrityksillä oli valuutansäännöstelyn puitteissa määrätty liikkumavara, joka ei liiallisesti rajoitta-

nut niiden mahdollisuuksia harjoittaa monimuotoista valuuttastrategiaa. Yritysten liikkumavara lienee ollut monessa suhteessa samanlainen kuin esimerkiksi Ruotsissa sovellettujen sääntöjen sallima liikkumavara. ¹ Toisaalta Suomessa harjoitettu valuutansäännöstely on yritysten kannalta katsoen jonkin verran tiukempaa kuin esimerkiksi OECD-maissa keskimäärin, erityisesti pääomaliikkeiden osalta.

44. Valuuttastrategian keinot: muotoutuminen, käyttömahdollisuudet ja valintatilanteet

Tässä luvussa tehdään selkoa tiettyjen tärkeiden valuuttastrategisten keinojen muotoutumisesta ja institutionaalisista käyttömahdollisuuksista Suomen oloissa, sillä tällaista selontekoa tarvitaan taustaksi luvussa 6 esitettävälle, näiden keinojen soveltamista koskevalle analyysille. Lisäksi kosketellaan keinojen valintaa.

Taulukossa 232 lueteltiin erilaisia valuuttastrategisia keinoja, joista perusmenetelmä on *yhteensovittaminen* (matching). Tällä tarkoitetaan yrityksen pyrkimystä velkojen ja saamisten tasapainottamiseen joko valuuttakohtaisesti tai valuuttaryhmittäin siten, että samaan ryhmään sisällytetään valuutat, joiden kurssien muutosten väliset korrelaatiot ovat korkeat. Lisäksi voidaan erottaa kahdenlaista yhteensovittamista:

- a) *rahoituksellinen* (transaktioihin liittyvä) *yhteensovittaminen* finanssioperaatioiden avulla esim. jälleenrahoittamalla vientivaluuttaa käyttäen ja tasapainottamalla lyhytaikaiset valuuttavelat saman valuutan määräisin valuuttatalletuksin, sekä
- b) *rakenteellinen* (positioihin liittyvä) *yhteensovittaminen* pitkällä tähtäyksellä siten, että yrityksen tulevat ja lähtevät valuuttavirrat sovitetaan vähitellen vastaamaan toisiaan, lähinnä sopimusvaluuttojen mukautuksen avulla mutta mahdollisesti myös ulkomaankaupan reaalista suuntautumisista muuttamalla.

Yhteensovittamismahdollisuudet ovat suuresti riippuvaisia yrityksen rakenteesta, ja joissakin tapauksissa tämän menetelmän käyttäminen saattaa aiheuttaa kustannuksia. Yhteensovittamista käsitellään yksityiskohtaisemmin yritysten soveltaman strategian käsittelyn yhteydessä (luku 631).

Yrityksen näkökulmasta *termiinitransaktio* ² merkitsee sen ja pankin välistä

¹ Perusteellisen selonteon Ruotsin aikaisemmasta valuutansäännöstelystä on antanut ROSENGREN (1975).

² Suomen termiinimarkkinoista, ks. NARS (1972); TANSKANEN (1974 ja 1977); TALOLA (1978); OKSANEN (1978).

sopimusta ulkomaanvaluutan ostosta tai myynnistä, siten että valuutan luovutus tapahtuu tietyinä ajankohtana tulevaisuudessa sopimuksentekoaikakohdan termiinikurssiin. Termiinitransaktiot eliminoivat kurssiriskin: avistakurssien heilahtelusta riippumatta tietää esimerkiksi termiinimyynnin suorittanut viejä täsmälleen hänelle tulevaisuudessa maksettavaksi lankeavan vaahteen FIM-määrän, siitä huolimatta että valuutan luovutus tapahtuu vasta myöhemmin. Myös tuoja tai valuuttavelkoja omaava yritys voi etukäteen täsmällisesti tietää tulevaisuuteen sijoittuvan maksunsa FIM-määrän. Tämä helpottaa mm. yrityksen taloussuunnittelua, joka näin ei joudu valuuttakurssivaihteluista riippuvaiseksi.

Suomessa on yleensä voinut kattaa termiinisopimuksin valuuttamääräysten sallimista liiketoimista (sekä tuonnista ja viennistä että rahoitusoperaatioista) johtuvia kurssiriskejä aina 12 kuukauteen ja poikkeustapauksissa jopa 24 kuukauteen saakka. Suomen Pankki ei 1.1.1974 jälkeen enää tehnyt alle kolmen kuukauden termiinisopimuksia valuuttapankkien kanssa, mutta valuuttapankit tekivät niitä edelleenkin yritysten kanssa. Erityisesti Suomen markkaan kohdistuneiden devalvaatio-odotusten vallitessa suoritettiin merkittäviä lyhyitä termiiniostoja.

Termiinikurssi voi olla joko korkeampi, matalampi tai sama kuin avistakurssi. Suomessa on ollut mahdollista tehdä termiinitransaktioita sekä FIM-määräisinä useimpia vaihdettavia valuuttoja ja Neuvostoliiton ruplaa vastaan että myös kolmansien valuuttojen (kahden ulkomaanvaluutan) kesken. Tutkimusajanjaksona termiinikurssit ovat yleensä olleet avistakurssia korkeampia, ts. termiinivaluutta on ollut preemiolla Suomen markkaan nähden tai kääntäen Suomen markka diskontolla termiinivaluuttaan nähden. Termiinikurssin erotus avistakurssiin verrattuna ilmaistaan tavallisesti vuosikorkona. Esimerkiksi 28.12.1977 USD:n 3 kuukauden termiiniostokurssi oli FIM 4.226, ts. 4.2 % avistakurssia korkeampi eli vuosikorkona ilmaistuna USD oli lähes 17 prosentin preemiolla.

Termiinimarkkinoita ei Suomessa ollut käytännöllisesti katsoen lainkaan ennen 1970-luvun alkuvuusia,¹ siitä huolimatta että Suomen Pankki jo vuonna 1958 oikeutti valuuttapankit tekemään termiinkauppoja. Valuuttojen alettua vähitellen kellua tuli Suomen Pankki vuonna 1971 mukaan termiinimarkkinoille lisätäkseen niiden aktiivisuutta. Suomen Pankki alkoi noteerata termiinikurssia USD:lle (ja vuodesta 1974 alkaen myös SUR:lle) ja oli valmis

¹ Vertauksen vuoksi mainittakoon, että Ruotsin viiden suurimman liikepankin termiiniostojen ja -myyntien yhteenlaskettu bruttomäärä oli jo 1960-luvun lopulla noin SEK 5 mrd. vuodessa. Ks. GRASSMAN (1971, s. 69).

kattamaan valuuttapankeille näiden asiakastermiinioperaatioihin liittyvät termiiriskit.¹

Sopimusvaluutan vaihtaminen ja myös *valuuttacocktailit* liittyvät osittain portfolion hajauttamiseen (ks. luku 23). Mitä enemmän yritys pystyy hajauttamaan valuuttasalkkuunsa ja mitä epäyhtenäisemmin siihen sisältyvien eri valuuttojen kurssit kehittyvät, sitä enemmän yritys pystyy pienentämään riskiä ja jopa eliminoimaan riskin, ilman että se joutuu supistamaan nettopositioitaan esimerkiksi tasapainottamisen tai terminoinnin avulla. Erilaiset sopimusvaluutan vaihtoon (vaihto FIM-laskutukseen mukaan luettuna) liittyvät jäykkyystekijät muodostavat tässä kuitenkin tärkeän rajoituksen; tällaisia tekijöitä ovat mm.

- ostajan/myyjän yleinen vastustus
- erityiset sopimus pohjaiset sidonnaisuudet ja asiakas/markkinakäytäntö
- yrityksen sisäinen vastustus
- lainamarkkinakäytäntö ja viralliset säännökset
- valuuttapankin vaikutus, erityisesti kotimaisten valuuttalainojen osalta
- epäedullinen hyötysuhde (trade-off) valuutan vaihtamisen ja siihen liittyvän sopimushinnan muutoksen välillä.

Sopimusvaluutan vaihto vaikuttaa potentiaalisesti kummankin osapuolen tuottoihin (kuluihin) ja riskiin. Neuvottelutilanteessa ovat lähtökohtana kummankin osapuolen kurssiodotukset, riskiarviot sekä kustannusnäkökohdat. Sopimusvaluutan vaihtaminen saattaa lisäksi johtaa myyntihinnan muutokseen. Sopimusvaluutan vaihtamismahdollisuudet riippuvat markkinatilanteesta ja muutosta haluavan osapuolen neuvotteluvoimasta.

Valuuttacocktaililla tarkoitetaan tavallisesti järjestelyä, jossa valuuttalainan pääoman ja maksettavien korkojen arvo sidotaan useihin eri valuuttoihin. Tällaisia keinoitekoisia valuuttakoreja käytetään sekä kansainvälisesti (EUA, EURCO, SDR jne.)² että kansallisesti (valuuttapankkien valuuttakoriluotot). Ensiksi mainittuja on käytetty varsin harvoin suomalaisyritysten lainanotossa. Sen sijaan useimpiin pitkäaikaisiin ns. roll-over-rahoitusluottoihin sisällytetään euromarkkinoilla ns. *monivaluuttaklausuuli* (multicurrency clause), joka sallii valuutan vaihdon tiettyinä ajankohtina mm. valuuttasalkun hajauttamis-

¹ 1. 4. 1980 alkaen Suomen Pankki ei normaalioloissa enää määritä dollarille termiini-kursseja eikä tee dollarimääräisiä termiinisopimuksia valuuttapankkien kanssa niiden ja yritysten välisten termiinisopimusten kattamiseksi. Pankit voivat kuitenkin edelleen kattaa yritysten kanssa tekemänsä ruplamääräiset termiinisopimukset Suomen Pankissa.

² EUA = European unit of account, joka perustuu EEC-valuuttoihin; EURCO = toinen EEC-valuuttakoriversio; SDR = IMF:n 16 valuuttaan perustuva valuuttakori. Ks. esim. HEYWOOD (ibid., s. 137 seur.); RODRIGUEZ — CARTER (ibid., s. 508 seur.).

mielessä.¹ Kotimaisia lainavaluuttacocktaileja soveltavat useimmat valuuttapankit.²

Kotimaanvaluutan määräistä laskutusta voidaan käyttää eräänä kurssiriskien eliminointikeinona. Edellä mainittujen jäykkyys- ja kitkatekijöiden lisäksi haittaa FIM:n vähäinen kansainvälinen käyttö tämän menetelmän soveltamista. Suomen markan heikkenemistä koskevien odotusten vuoksi olisivat vientiyritykset saattaneet tutkimusajanjaksona käyttää FIM-pohjaista laskutusta hyväkseen jonkin verran helpommin kuin tuontiyritykset.

Maksurytmin muutoksilla tarkoitetaan tässä yhteydessä viennin/tuonnin maksuaikojen muutoksia, mm. siirtymistä luotonkäytöstä tuonnin käteismaksuun tai vientisaamisten välittömään diskonttaukseen (leading — aientaminen). Laskutusvaluuttaan kohdistuvien odotusten takia voi myös vastakkaisuuntainen operaatio tulla kysymykseen, ts. maksuaikojen pidentäminen tai valuutan vaihdon lykkääminen (lagging — viivästäminen).

Kotimaisten *valuuttatilien* suuresti kasvanut merkitys valuuttastrategisena välineenä on osittain yhteydessä yhteensovittamisperiaatteen kanssa. Tällöin valuuttavelat (myös esim. termiinimyynnit) katetaan saman valuutan määrällisellä valuuttatalletuksella. Nykyisen tyyppisten valuuttatilien perustaminen kävi mahdolliseksi vuonna 1973 suoritettuna valuuttalainsäädännön uudistuksen ansiosta. Niitä voidaan yleensä hyvittää millä tahansa vaihdettavan valuutan määrällisellä valuuttatulolla. Näistä vaihdettavista valuutoista on tutkimuksessa käsitelty tärkeimpiä. Yritysten valuuttatilit ovat joko avista- tai aikatalletuksia. Aikatalletuksille maksettavista koroista sovitaan erikseen. Suurrehkojen talletusten korot ovat usein olleet käyppien eurokorkonoteerausten vaiheilla, kun taas pienille talletustilinluonteisille valuuttatileille maksetaan korkoa 3 % vuodessa. Avistatileilla oleville varoille ei makseta korkoa.

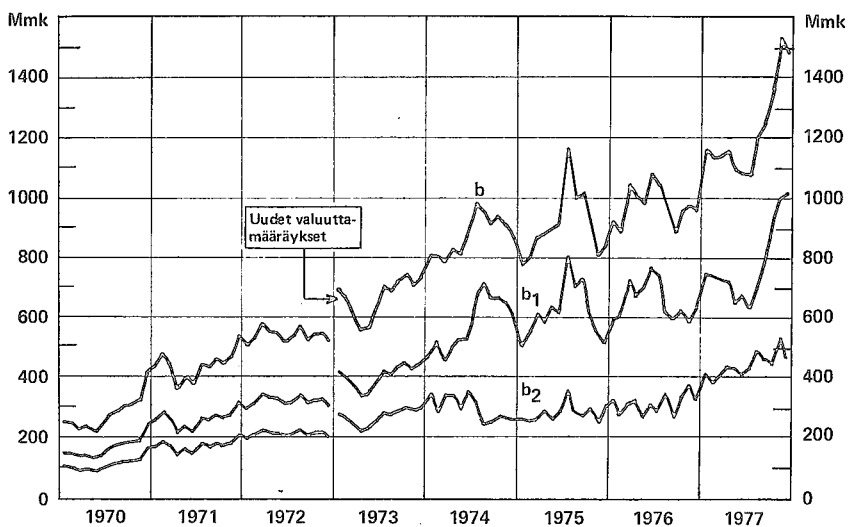
Valuuttatilin saldoa voidaan käyttää sellaisten ulkomaisten maksujen suorittamiseen, jotka valuuttapankki voi hyväksyä tai joita varten on saatu Suomen Pankin lupa. Tilillä olevia varoja voidaan myös vaihtaa Suomen markoiksi tai muiksi valuutoiksi. Valuuttatilien suosio johtuu myös yritysten kustannussäästöistä, joita syntyy vältettäessä valuutanvaihdosta johtuvat kulut, sillä valuuttatulot voidaan tallettaa tilille tulevaisuuden maksuvaluuttoina. Suo-

¹ Ks. esim. NORGRÉN — UGGLA (ibid., s. 218 seur.), HENNING — PIGOTT — SCOTT (ibid., s. 199 seur.).

² Yksi näistä koostuu neljästä valuutasta: USD 35 %, SEK 25 %, GBP 20 % ja DEM 20 %. Tälle laskennalliselle "valuutalle" noteerataan kurssi päivittäin. Tällaisia koriluottoja käytetään lähinnä tuonnin lyhytaikaiseen (enintään 6 kk) rahoitukseen ja niitä käyttävät pääasiallisesti pienet ja keskisuuret yritykset.

Kuvio 441.

VALUUTTATALLETUKSET 1970—77, mmk



$$b = b_1 + b_2$$

b_1 = kotimaiset valuuttatilit (aikatalletukset)

b_2 = kotimaiset valuuttatilit (avista)

nessa ns. agiokustannukset (so. pankkien myynti- ja ostokurssien väliset erot) ovat olleet 0.4–1.5 % valuutasta riippuen.

Valuuttatilisaldot ¹ kasvoivat tasaisesti vuosina 1970–77 (kuvio 441) viennin arvon kasvun myötä. Suoritetujen estimointien mukaan kuukausittaisten kokonaisvientitulojen ja valuuttatilisaldojen välinen korrelaatio oli 0.90 ko. ajanjaksona. Yritysten valuuttatileillä olevat varat lisääntyivät voimakkaaimmin joulukuun 1976 ja joulukuun 1977 välisenä aikana Suomen markan devalvaatio-odotusten voimistuessa. Valuuttatilien kokonaissaldo lisääntyi tuolloin yli 500 mmk, siitä huolimatta että yritysten maksuvalmiusasema oli ylipäätään kireä.

Kurssiriski voidaan poistaa osittain tai kokonaan *valuutta- tai kurssiklausuleilla*, joissa sovitaan joko automaattisesta hintakompensaatiosta tai hintakompensaationeuvotteluista, jos sopimuksessa käytetyn valuutan avistakurssi muuttuu tai jos muutos ylittää sovitun rajan. Hinnantarkistuslausulit tähtäävät samaan kuin kurssiklausulit. Niiden tarkoituksena on saattaa sopi-

¹ Lukuun sisältyvät valuuttapankkien kaikki kotitalouksilta ja yrityksiltä vastaanottamat valuuttatalletukset; jälkimmäisten osuus oli ylivoimaisesti edellisiä suurempi.

mushinta riippuvaiseksi täysin tai lähes muuttumattomasta kurssista sopimusvaluutan ja jonkin toisen valuutan välillä.¹

Kurssiklausuuleissa on lähtökohtana sopimuspäivän kurssi ja niissä määrätään yleensä vaihtelu- eli toleranssialue joko prosentteina (esim. enintään $\pm 2\%$ lähtökohtakurssista) tai arvolukuina (enimmäiskurssi X tai vähimmäiskurssi Y). Kysymyksessä on useimmiten sopimusvaluutan ja ostajan tai myyjän valuutan välinen kurssi. Jos kurssinmuutos sopimuksentekoajankohdasta maksuajankohtaan ylittää nämä rajat, hintaa korjataan joko koko muutosta tai ylitystä vastaavasti. Käytössä on myös absoluuttisia kurssiklausuuleita, jotka merkitsevät hintakompensaatiota heti kurssin muuttuessa. Tällaisia ovat esimerkiksi devalvointiklausuulit, jotka säättävät, että sopimusvaluutan devalvointitapauksessa hintaa on nostettava niin paljon, että se laskettuna jonakin toisena valuuttana pysyy muuttumattomana.

Suomalaisyriyten kannalta voi periaatteessa tulla kysymykseen sitominen

- omaan valuuttaan (FIM)
- toisen osapuolen (ulkomaisen tai kotimaisen ostajan/myyjän) valuuttaan
- kolmanteen valuuttaan, myös valuuttalainojen osalta (multicurrency clauses)
- tiettyyn valuuttakoriin (tapausta varten sovittuun, esim. 3–4 tärkeän valuutan muodostamaan tai johonkin viralliseen, esim. SDR, ECU, EURCO, Suomen Pankin valuuttaindeksi).

Yksipuolisilla klausuuleilla pyritään korvaamaan oman yrityksen menetykset muttei toisen osapuolen menetyksiä kurssin muuttuessa vastakkaiseen suuntaan. Molemminpuolisilla klausuuleilla toisaalta poistetaan yrityksen oma kurssiriski, mutta toisaalta annetaan etua toiselle osapuolelle vastakkaisessa kurssikehityksessä. Esimerkkinä yksipuolisesta kurssiklausuulista voidaan ajatella tapausta, jossa sovittua hintaa asiakkaan (ulkomaisen ostajan) valuuttana on nostettava devalvaatioprosentin verran, jos ko. valuutta devalvoidaan, niin että hinta kotimaisen viejän valuuttana tai laskettuna kolmantena valuuttana pysyy ennallaan. Esimerkkejä molemminpuolisista klausuuleista ovat kotimaisen toimittajan/valmistajan ja kotimaisen tilaajan väliset suuria pääomatavaratoimituksia koskevat sopimukset, joissa muualta tuotujen osatoimitusten arvo sidotaan tuontivaluuttaan: jos tuontivaluutan arvo nousee, pääasialliselle toimittajalle maksetaan kompensatiota; jos taas tuontivaluutan arvo laskee, sopimushintaa alennetaan. Yksipuolisista ja molem-

¹ Kurssiklausuulit vastaavat jossakin määrin indeksisidontaa. Ks. esim. RECKWEG (ibid., s. 68); NORGRÉN — UGGLA (ibid., s. 137—138); "Schweizerisches" (ibid., s. 10) ja HEYWOOD (ibid., s. 29 seur.).

minpuolisista valuuttaklausuuleista on olemassa lukuisia muunnelmia, jotka merkitsevät riskin jakamista eri suhteissa ostajan ja myyjän kesken.

Vaihtoehtoisten keinojen välillä tehtävä valinta on tärkeä strateginen ongelma. Yritysten käytettävissä olevien valintakriteereiden valaisemiseksi sekä eri keinojen käytön suhteellisten kustannusten tutkimiseksi laadittiin suomalaisen empiirisen aineiston pohjalta kolmen tärkeän menetelmän, yhteensovittamisen, terminoinnin ja maksurytmin muuttamisen, välinen valintatilanne-esimerkki (ks. liite 2).

Esimerkkitapauksessa tehdään oletuksia odotetusta kurssikehityksestä, riskistä ja kustannuksista. Kolmesta tarkastellusta menetelmästä terminointi osoitautui USD-saamia omaavalle vientiyritykselle ylivoimaisesti edullisimmaksi vallinneen tilanteen ja USD:ta koskeneiden odotusten perusteella. Käteismaksumenettely (so. vientisaamisten ennakkoperintä alennusta vastaan) osoitautui hieman edullisemmaksi kuin valuuttalainaa ottamalla tapahtuva tasapainottaminen. Menetelmien maksuvalmiusvaikutuksen huomioon ottaminen paransi käteismaksu- ja valuuttalainavaihtoehtojen edullisuutta.

Tärkeän periaatteellisen perustan termiinkauppojen ja maksurytmin muutosten suhteellisen edullisuuden vertailulle tarjoaa korkopariteettiteoreema. Seuraava, yrityksen näkökulmasta suoritettava korkopariteetin¹ tarkastelu on tarkoitettu myös pohjaksi luvussa 633 tehtäville empiirisille vertailuille. Esimerkissä oletetaan aluksi tietyn tuontiliikkeen tehneen sopimuksen valuuttamääräisen rahasumman B maksamisesta vuoden kuluttua. Kurssiriskin eliminoimiseksi yritys tekee *termiinitransaktion*. Vuoden kuluttua yritys tarvitsee siis käyttöönsä täsmälleen

$$B \times E_f$$

Suomen markkaa, jolloin E_f on valuutan termiiniostokurssi (12 kk). Vaihtoehtoisesti tuontiyritys voi välttää kurssiriskin siten, että se muuttaa maksurytmiä käyttämällä *käteissuoritusta*, jolloin maksu on $B/(1 + R_u)$, jossa R_u on ulkomainen korkotaso eli Suomen markkoina $FIM B \times E_a / (1 + R_u)$, jossa E_a on valuutan avistakurssi. Tuontiyrityksen on joko lainattava tämä summa kotimaasta tai järjestettävä rahoitus muulla tavoin, jolloin syntyy vaihtoehtokustannuksia. Tuonnin kokonaiskustannukset korko mukaan luettuna ovat sen vuoksi tässä tapauksessa

$$B \times E_a \times (1 + R)/(1 + R_u)$$

jossa R on tuojan kotimainen vuotuis korko.

¹ Korkopariteettianalyysia ja samantapaisia esimerkkejä ovat käsitelleet myös TANSKANEN (1977, s. 20—23); HEYWOOD (1978, s. 28); YEAGER (1976, s. 27—29); EINZIG. (1961, s. 144—161).

Nämä vaihtoehtoiset kurssiriskin välttämiskeinot ovat yhtä edullisia, jos

$$(441) \quad \frac{E_f}{E_a} = \frac{(1 + R)}{(1 + R_u)}$$

Jos taas vientiyritys odottaa vuoden kuluttua tapahtuvaksi valuuttasuoritusta, jonka suuruus on B , se voi 12 kuukauden termiinikaupan tehtyään laskea saavansa $B \times E_f$ Suomen markkaa. Vaihtoehtoisesti viejä voi diskontata vientitulonsa heti ja saada $B/(1 + R_u)$ eli FIM $B \times E_a/(1 + R_u)$. Tällä määrällä viejä voi lyhentää kotimaisia velkojaan, jolloin tulonlisäys ja korkosäästö ovat yhteensä $B \times E_a \times (1 + R)/(1 + R_u)$. Jos yhtälön (441) ehto on täytetty, molemmat vaihtoehtoiset menettelyt ovat yhtä edullisia.

Valuuttaa myyvien ja sitä ostavien yritysten valintatilanne on esitettävissä saman korkopariteettiyhtälön avulla. Vientisaamisten diskonttaus tai tuontimenojen käteismaksu ovat yhtä edullisia kurssiriskeiltä suojautumisen menetelmiä kuin termiinitransaktiot, jos yhtälö 442 toteutuu.

$$(442) \quad \frac{E_f}{E_a} = \frac{1 + \frac{p}{365}R}{1 + \frac{p}{365}R_u}$$

jossa p = termiiniperiodi (päivinä).¹ Kun yhtälön oikea puoli on vasenta suurempi, vientiyrityksen kannattaa eliminoida kurssiriski diskonttaamalla valuuttasaamisensa ja tuontiyrityksen terminoimalla valuuttamenonsa. Jos yhtälön vasen puoli on suurempi, viejälle on edullisempaa terminoida valuuttatulonsa ja tuojalle maksaa tuontiluottonsa pois etukäteen terminoinnin sijasta. Näitä suhteita valotetaan empiirisen, ajanjaksoa 1974–77 koskevan aineiston avulla luvussa 633.

45. Tiivistelmä

Valuuttaympäristö asettaa puitteet yritysten valuuttastrategialle. Lyhyellä aikavälillä yritys tuskin voi vaikuttaa niihin eksogeenisiin muuttujiin, ja siksi yrityksen on sopeuduttava niihin. Valuuttaympäristön tärkeimmän ja jatkuvasti muuttuvan osa-alueen muodostaa kurssiympäristö. Ympäristön vakaampia ainesosia ovat pääomantuontia koskevat ja muut valuuttamääräykset sekä valuuttastrategisten keinojen institutionaalinen luonne. Suomen valuuttakontrolli ei rajoita kovin paljon yritysten valuuttastrategista liikkumava-

¹ Yhtälön likiarvo on $\frac{p}{365}(R - R_u)$. Toisin kuin yhtälöä (441), yhtälöä (442) voidaan käyttää tehtäessä vuotta lyhyempiin periodeihin kohdistuvia laskelmia.

raa. Periaatteellisesti tärkeimmät valuuttastrategiset keinot ovat yhteensovittaminen, maksurytmin muuttaminen, valuuttatilit, termiinkaupat, valuuttaja hintaklausuulit, sopimusvaluutan vaihtaminen, FIM-pohjaiset sopimukset ja valuuttacocktailit. Eri vaihtoehtojen välillä tapahtuvaa valintaa voidaan helpottaa erilaisin vaihtoehtolaskelmin.

5. Yritysten valuuttastrategiset tavoitteet ja valuuttaorganisaatio

51. Luvun sisältö ja tarkoitus

Tässä luvussa analysoidaan empiirisesti yritysten valuuttakäyttäytymistä. Aluksi tehdään selkoa yritysten ilmoittamista valuuttastrategisista tavoitteista. Pyrkimyksenä on lähtökohdan luominen yritysten valuuttaorganisaation, sovelletun valuuttastrategian sekä saavutettujen valuuttatulosten arvioinnille. Samalla voidaan valuuttateorian mekanistisia tavoitteenasetteluolettamuksia verrata Suomessa vallitsevaan asiintilaan.

Seuraavaksi tarkastellaan yritysten valuuttaorganisaatiota osana valuuttastrategian muotoutumiseen vaikuttavista resursseista (ks. kuvio 341). Yrityksen johto pystyy suoraan vaikuttamaan valuuttaorganisaatioon päämääränään asetettujen valuuttastrategisten tavoitteiden saavuttaminen. Valuuttaorganisaation "tehokkuuden" arviointi on ongelmallista, sillä kysymyksessä on systeemiympäristö, jonka komponentit ovat vuorovaikutuksessa keskenään. Valuutta-asioiden hoitoon suunnattujen voimavarojen määrän katsottiin antavan summittaisen kuvan valuuttastrategian tasosta.

Valuuttaorganisaation analyysi tapahtuu seuraavan jaon perusteella:

- päätöksenteko- ja toimintakeskukset
- ajan käyttö valuuttastrategisiin tarkoituksiin
- "laatu" (valuuttakurssiseurannan ja positionlaskennan taso)

Kun yritysten organisaatiomallien arviointi yhdistetään luvussa 6 esitettävään yritysten soveltaman valuuttastrategian analyysiin, on mahdollista arvioida, millainen valuuttakäyttäytyminen on menestyksellistä ja millainen ei.

52. Yritysten valuuttastrategiset tavoitteet

Yritysten asettamien tavoitteiden empiirinen toteaminen ja kvantifiointi ei ole helppoa. Tavoitteet ja keinot sekaantuvat helposti keskenään, ja usein

tavoitteen asettaminen merkitsee itsessään vain keinoa tietyn lopullisemman päämäärän saavuttamiseksi.¹ Parhaassa tapauksessa tavoitteet ovat arvojärjestelmiä, jotka mahdollistavat käyttäytymisen seurausten arvioinnin. Yrityksen eri toimintasektoreissa asetetut tavoitteet voivat olla esimerkiksi ambitiotasoltaan erilaisia.

Edellä todettu liittyy osittain Simonin ”rajoitetun rationaalisuuden” käsitteeseen,² jossa tavoitteen maksimoinnin sijalle asetetaan sen tyydyttävyyys. Puutteellinen tieto ja ennakointivaikeudet sekä kaikkien vaihtoehtojen huomioon ottamisen mahdottomuus merkitsevät sitä, että yrityksen otaksutaan pyrkivän saavuttamaan tyydyttävän pikemminkin kuin maksimaalisen tavoitetason. Tähän liittyy behavioristinen näkemys, jonka mukaan informaatio- ja ongelmanetsintäprosessi ei ole luonteeltaan jatkuva. Tämän näkemyksen mukaan mm. uudet tavoitteet syntyvät pääasiassa negatiivista tietä, koska (subjektiivista) tavoitetasoa ei ole saavutettu.³ Joissakin tapauksissa saattaa kuitenkin odotettavissa oleva palkinto (esim. tuotto) panna etsintäprosessin alulle. Tämä päättely on sovellettavissa myös kurssivoittoihin ja -tappioihin.

Kuviossa 341 yritysten tuotto- ja riskipreferenssit olivat yhtenä lähtökohtana. Yrityksiltä tiedusteltiin suoraan niiden valuuttastrategisia tavoitteita. Lisäksi tiedusteltiin, millä tavoin ilmoitetut tavoitteet suhtautuivat yrityksen yleisiin toimintatavoitteisiin. Näin pyrittiin analysoimaan, erosivatko yritysten valuuttastrategiset tavoitteet mahdollisesti ambitiotasoltaan yleisistä tavoitteista. Vastaukset ryhmiteltiin 5-luokkaista asteikkoa käyttäen (1 = täysin merkityksetön, . . . , 5 = erittäin tärkeä). Taulukossa 521 esitetyt luvut ovat yritysyhmien keskiarvoja. Yritysten vastaukset on jaettu osittain suunnitteluhorisontin pituuden mukaan: lyhyellä aikavälillä tarkoitetaan tässä enintään puolen vuoden pituisia ajanjaksoja, joiden aikana esiintyi voimakkaita, kurssi-
muutoksia koskevia odotuksia.

Taulukosta 521 käy ilmi, että kurssivoittojen saavuttaminen lyhyellä aikavälillä, erityisesti FIM:n devalvaatio-odotuksiin liittyen, oli preferenssiasteikkos-
sa korkealla sijalla; sen keskimääräinen asteikkoarvo koko otoksessa oli 3.1. Joissakin ryhmissä (joita tarkastellaan edempänä) tapahtui tällaisissa olosuh-
teissa siirtymistä kohti aggressiivisempaa voitontavoittelua. Vaikka tuotto-
preferenssi kohosikin, ei riskipreferenssin tarvinnut välttämättä kohota, eten-
kin jos kurssiodotukset olivat yhdensuuntaisia, so. devalvaatiota pidettiin
”varmana”. Useimmissa yrityksissä pyrittiin tällaisissa tilanteissa aktiivisesti

¹ Ks. SIMON (ibid., s. 62).

² SIMON (ibid., s. 79 seur.) ja EKHOLM (ibid., s. 59—61).

³ CYERT — MARCH (ibid., s. 121).

ja yrityksen maksuvalmiuden ja lyhytaikaisten luottojen ottomahdollisuuksien puitteissa kohti pitempiä valuuttapositioneja.

Tulosten mukaan useimpien yritysten likviditeettiasema ei kuitenkaan sallinut kovin laajaa tämänsuuntaista valuutta-aseman muutosta. Vastaajat puhuivat useimmiten muutaman miljoonan tai enintään 10–20 miljoonan markan suuruisista maksujen lykkäyksistä. Vain muutamassa harvassa tapauksessa, jossa oli kysymys valuuttalainan tai suuren vientisaamisen Suomen markoiksi muuttamisen lykkäämisestä, olivat summat suurempia (vrt. luku 84, esimerkkitapaus Finnsale). Huomattavien positiomuutosten ylläpitäminen oli yleensä mahdollista vain lyhytaikaisesti.

Taulukko 521. Otosyritysten valuuttastrategiset tavoitteet¹ (luvut keskiarvoja)

Yritysryhmä	Kurssivoittojen saavuttaminen lyhyellä aikavälillä	pitkällä aikavälillä	Kurssitappioiden välttäminen
1	4.1	2.0	4.9
2	3.3	1.1	4.3
3	3.2	1.8	5.0
4	3.7	1.0	5.0
5	1.7	1.0	5.0
6	2.5	1.0	4.8
Keskiarvo 1–6	3.1	1.3	4.8

¹ Keskiarvopistemäärät yritysryhmittäin, asteikko 1–5 (1 = täysin merkityksetön, 2 = merkitykseltään pieni, 3 = merkitykseltään keskinkertainen, 4 = merkitykseltään suuri, 5 = erittäin tärkeä).

Yrityksen johdon kiinnostus kurssivoittojen aktiiviseen tavoitteluun riippui selvästi kurssiodotusten intensiteetistä ja yrityksen maksuvalmiusasemasta. Voimakkaat kurssiodotukset muodostivat sen tärkeän motivoivan tekijän, jonka yrityksen johto näytti tarvitsevan ryhtyäkseen aktiivisiin, normaaleja suunnitelmia muuttaviin valuuttastrategisiin toimenpiteisiin.

Useimmat yritykset ilmoittivat, etteivät ne pitkän aikavälin suunnitelmissaan pyrkineet aktiivisesti kurssivoittoihin, vaan pitivät tavoitteenaan kurssitappioiden välttämistä. Ilmoitetut tavoitteet vaihtelivat siis selvästi suunnitteluhorisontin pituuden ja erityisesti kurssiodotustilanteen mukaan. Lähes kaikki yritykset ilmoittivat pitkän aikavälin valuuttastrategisen asennoitumisensa olevan tällä tavoin selväpiirteisen defensiivinen. Riskien välttämisen voimakas korostaminen viittaa siihen, että vuosien 1977–78 devalvaatioista aiheu-

tuneet kirjanpidolliset kurssitappiot olivat haastattelujen tapahtuessa vastajilla vielä tuoreessa muistissa.

Vain kolme yritystä piti kurssivoittojen hankkimista kurssitappioiden välttämisen lisäksi ensisijaisena pitkän aikavälin tavoitteenaan (pistearvot 4–5). Kaksi näistä kuului metsäteollisuuden ja yksi uusviennin ryhmään. Kaikissa kolmessa yrityksessä valuuttaseuranta ja -strategia näyttivät olevan hyvin kehittyneitä, mikä helpotti aktiivista tavoitteenasettelua. ”Voiton maksimointi” kaikilla toiminta-alueilla ilmoitettiin yritysten toiminnan yleisperiaatteeksi. Näiden yritysten likviditeetti oli korkea, mikä teki odotusten ohjaamat valuuttaoperaatiot mahdollisiksi.

Muut yritykset toimivat pitkällä aikavälillä riskinkarttajina, ja niiden riskipreferenssi oli alhainen. Valuuttakysymyksiä pidettiin riskialttiina ja uusina asioina. Lisäksi haastateltujen enemmistön mielestä yrityksiltä sitä paitsi puuttui pitkän aikavälin toimintaa ajatellen aktiivisen valuuttastrategian harjoittamiseen tarvittava know-how. Valuuttasektoria pidettiin pikemminkin palvelutoimintona kuin erillisenä yrityksen toiminta-alueena. Sen tavoitetasoa pidettiin näin ollen selvästikin yrityksen kokonaistavoitetasoa alempana. Vaikka yrityksen tavoite olikin kannattava toiminta, oltiin useimmiten sitä mieltä, että kannattavuuteen oli päästävä yrityksen varsinaisen toimintaidean kautta eikä valuuttatoimin, joissa tuottojen ja riskien välistä pitkän aikavälin trade-off-suhdetta pidettiin yritysten sen hetkisen valmiuden huomioon ottaen epäedullisena.

Tutkimuksessa tarkastellaan myös eri yritysryhmien ja yritysten välisiä tuotto- ja riskipreferenssieroja. Niiden 12 yrityksen joukossa, jotka antoivat suuren painon lyhyen aikavälin valuuttavoittojen saavuttamiselle, olivat kaikki otokseen kuuluvat metsäteollisuusyritykset yhtä lukuun ottamatta. Myös metalliteollisuuden ja uusviennin ryhmissä sekä raaka-aineiden ja investointitavaroiden tuontia omaa käyttöä varten harjoittavien yritysten ryhmässä pantiin lähes yhtä paljon painoa lyhyen aikavälin voitoille.

Tuontiyritysryhmissä 5 ja 6 sen sijaan lyhyen aikavälin tavoitepreferenssit olivat selvästi puolustuksellisia. Tämä selittyy toisaalta sillä, että näiden ryhmien varsin vähäiset valuuttatulot rajoittivat valuutansijoitusmahdollisuuksia, ja toisaalta sillä, että ne kykenivät korvaamaan mahdolliset kurssitappionsa osittain kotimaisen hintapolitiikkansa keinoin.

Suomen Pankin valuuttavarannossa erityisesti kesän 1977 kuluessa tapahtuneet muutokset tukevat tässä tutkimuksessa saatuja tuloksia yritysten lyhyen aikavälin tuottopreferensseistä kurssinmuutosodotusten vallitessa. Kesällä

1977 vallinneet voimakkaat devalvaatio-odotukset johtivat huomattavaan vaihdettavien valuuttojen ulosvirtaamiseen Suomen Pankista. Valuuttavaranto väheni noin puoleen; huhtikuussa 1977 ko. varanto oli noin 1 260 milj. markkaa, mutta elokuussa 1977 enää vain noin 650 milj. markkaa.¹

Yritysten tavoitteiden tarkastelu näyttää siis tukevan otaksumaa, että yritysten tavoitteena ei yleensä ollut voiton maksimointi, vaan pääasiallisesti riskintorjunta. Voittotavoite kohosi korkealle prioriteettisijalle ainoastaan selvissä odotustilanteissa, joissa tuotto-odotuksiin liittyvä epävarmuus oli tavallista pienempi (luvut 7 ja 8).

53. Yrityksen valuuttaorganisaatio

Valuuttaorganisaatiolla tarkoitetaan tässä tutkimuksessa yritysorganisaation sitä osaa tai niitä osia, jotka pääasiallisesti hoitavat valuuttastrategista suunnittelua ja vastaavat valuuttastrategisesta päätöksentekoprosessista.²

Haastattelukaavake sisälsi useita kysymyksiä, joiden tarkoituksena oli yritysten organisaatiomallin selvittäminen tässä suhteessa. Valuuttaorganisaatioon käsitteellisesti sisällytetyt yksiköt hoitivat tavallisesti myös lukuisia muita tehtäviä yrityksessä.

Valuuttaorganisaation huipun muodosti johtokunta, joka yleensä käsitteli vain tärkeitä yrityksen valuuttapolitiikkaa koskevia kysymyksiä. Seuraavina olivat toimitusjohtaja sekä talousjohtaja ja joissakin yrityksissä rahoitusjohtaja. Talousjohtaja tai rahoitusjohtaja kantoi tavallisesti päävastuun valuuttakysymyksistä. Joissakin yrityksissä (taulukko 531) päävastuu valuuttakysymyksistä oli tulosityksiköillä tai näillä yhdessä talousjohtajan/rahoitusjohtajan kanssa. Yhdelläkään yrityksellä³ ei ollut erillistä organisaatioyksikköä (valuuttaosastoa tms.) valuutta-asiain hoitamista varten, vaan näiden hoito oli yhdistetty muiden yksiköiden toimiin.

Suurimmassakaan tutkituista yrityksistä valuuttakysymyksiä (suunnittelua, toimeenpanoa) ei pidetty sellaisina, että niiden hoitaminen olisi katsottu mie-

¹ Samantapaisista Ruotsissa saaduista kokemuksista, ks. FRANZÉN — UGGLA, M. (1978).

² Joidenkin otokseen kuuluneiden pienempien yritysten ollessa kyseessä saattaa tuntua liian vaateliaalta puhua "valuuttaorganisaatiosta", kun esim. talousjohtaja huolehti käytännöllisesti katsoen kaikista valuuttakysymyksistä (informaatio, päätökset ja toiminta) lukuisien muiden tehtäviensä ohella. Määritelmämme on kuitenkin tarkoitettu kattamaan myös nämä tapaukset.

³ Ei edes ulkomaisilla suuryhtiöillä ole yleensä valuuttaosastoja vaan ainoastaan joku asiantuntija tai muutamia asiantuntijoita ns. valuuttaryhmissä rahoitusosastoillaan.

lekkääksi antaa korkean tason henkilöiden pääasialliseksi tehtäväksi. Kun valuuttakysymyksiä varten oli vahvistettu selvät suuntaviivat, saattoi niiden hoitaminen olla normaalitilanteissa suhteellisen rutiininomaista. Sen sijaan esimerkiksi kurssimuutoksia odotettaessa tai suuria ulkomaisia lainoja tai muita vastaavanlaisia sopimuksia käsiteltäessä ne vaativat tilapäisesti ylimmän johdon puuttumista asioihin.

Yritysten valuuttaorganisaatioissa oli huomattavia eroja päätöksenteko- ja käsittelymekanismien keskitysasteessa. Taulukossa 531 esitetty jakautuma perustuu haastattelutietojen perusteella tehtyyn luokitteluun.

Yli kahdessa kolmasosassa tapauksista sovellettiin keskitettyä päätöksentekoa, kun valuuttaorganisaation painopiste oli rahoitus-¹ tai talousosastossa. Valuuttastrategiaa ja -riskejä käsiteltiin "valuuttakeskuksessa". Keskitysaste oli erityisen korkea metsäteollisuusryhmässä, johon kuuluvat yritykset yhtä lukuun ottamatta olivat uskoneet valuuttakysymysten hoidon talous/rahoitushallinnolle. Loput keskitetyn organisaation tapauksista jakautuivat sangen tasaisesti kaikkien muiden viiden ryhmän kesken.

Niissä kahdeksassa yrityksessä, joissa valuutta-asiain hoito oli osittain hajautettu, rahoitushallinto jakoi tehtävät selvästi tulosityksiköiden kanssa. Rahoitusosaston tehtävänä oli esimerkiksi valuuttoja valittaessa lähinnä suositusten antaminen. Näihin yrityksiin kuului kolme suurta metalliteollisuusyri-
tystä, joiden tuotantolaitokset sijaitsivat useilla eri paikkakunnilla.

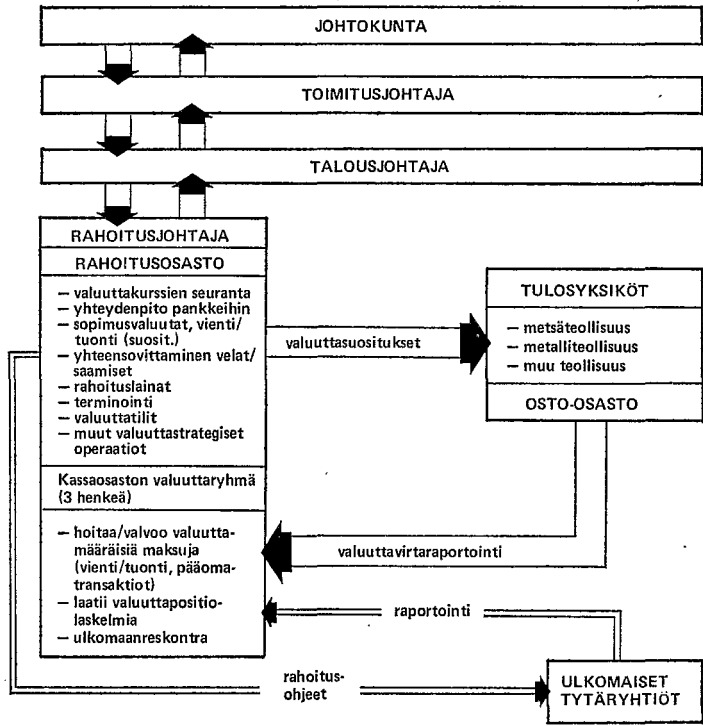
Taulukko 531. Otosyritysten valuuttaorganisaation painopisteen sijainti

Organisaatiomalli	Organisatorisen painopisteen sijainti	Yritysten lukumäärä
Keskitetty	Talous- tai rahoitusosasto	20
Osittain hajautettu	Talous- tai rahoitusosasto ja tulosityksiköt yhdessä	8
Hajautettu	Tulosityksiköt	4
	Yhteensä	32

Hajautetun valuuttaorganisaation omaavissa yrityksissä, joissa tulosityksiköt käsittelivät valuuttakysymyksiä hyvin itsenäisesti (yksi oli metsäteollisuusyrittäjä, kolme tuontiyrittäjä), sovellettiin valuuttakysymyksissäkin pitkälle vietyä tulosityksikkövastuuta. Rahoitusosastot hoitivat lähinnä vain valuuttamääräiset rahoituslaina-asiat.

¹ Yrityksissä, joissa oli rahoitusosasto, tämän asiana oli valuuttastrategisten tehtävien hoito. Muissa yrityksissä niitä hoiti talousosasto.

Kuvio 531.
KESKITETTY VALUUTTAORGANISAATIO (VIENTIYRITYS X)

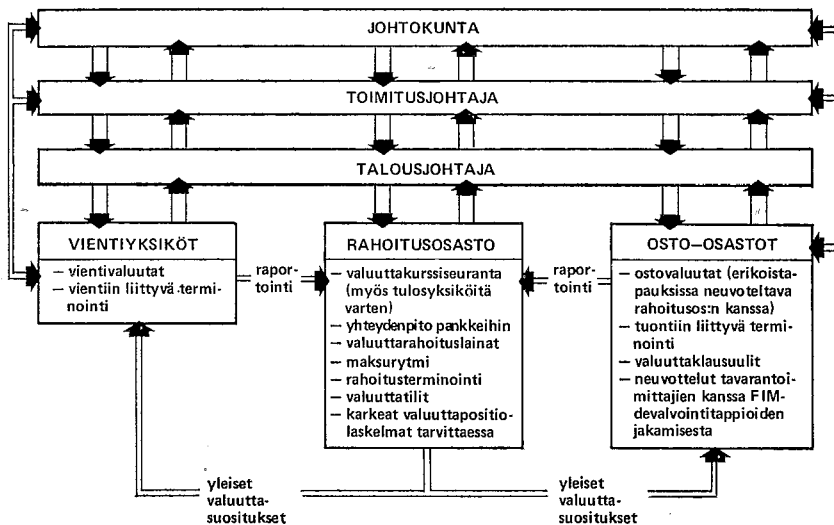


Edellä mainittujen valuuttaorganisaatiotyyppien yksityiskohtaisempaa valottamista varten laadittiin oheiset kuviot 531 ja 532. Kuvio 531 havainnollistaa erään vientiyrityksen keskitettyä ja kuvio 532 erään tuontiyrityksen osittain hajautettua valuuttaorganisaatiota.

Keskitetyssä valuuttaorganisaatiossa (kuvio 531) annettiin johtokunnan ja toimitusjohtajan taholta yhdessä talousjohtajan/rahoitusjohtajan kanssa ajoittain valuuttastrategian yleisperiaatteita koskevia ohjeita. Yksityiskohtainen päätöksenteko kuului lähinnä talousjohtajalle sekä rahoitusosastoa ja kassaosaston valuuttaryhmää johtavalle rahoitusjohtajalle. Rahoitusosaston osuus oli tärkeä ja se vastasi valuuttastrategian kaikkiin osa-alueisiin liittyvistä ohjeista ja suosituksista. Sen sijaan näiden toimeenpanoa ja tietojen keruuta hoiti lähinnä kassaosaston valuuttaryhmä. Rahoitusosasto teki säännöllisesti sopimusvaluuttoja koskevia suosituksia tulosyksiköille: metsä- ja metalliteollisuusosastoille, muun teollisuuden osastolle sekä osto-osastolle. Näitä suosituksia pidettiin suuntaa antavina, edellyttäen että valuutan valintamahdolli-

Kuvio 532.

OSITTAIN HAJAUTETTU VALUUTTAORGANISAATIO (TUONTIYRITYS Y)



suudet olivat olemassa. Myynti- ja osto-osastoja ei kuitenkaan voitu pakottaa esimerkiksi vaihtamaan sopimusvaluuttoja valuutta-aseman ohjaustarkoituksessa, ilman että hinta- ja muut kustannusnäkökohdat otettiin tarkasti huomioon.

Hajautetussa valuuttaorganisaatiossa (kuvio 532) käsiteltiin strategianvalintakysymyksiä (velkoihin liittyviä suurehkoja termiiniosto-operaatioita, huomattavia maksurytmin muutoksia) johtokuntatasolla. Muita valuuttastrategisia kysymyksiä hoitivat talousjohtaja ja/tai rahoitusosasto sekä osto- ja myyntiyksiköt esitetyn työnjakomallin mukaisesti. Rahoitusosastolla ei siis tässä tuontiyrityksessä ollut niin hallitseva asema kuin edellä kuvatussa vientiyrityksessä. Tämä organisaatiomalli erosi keskitetyn organisaation mallista ennen kaikkea sikäli, että tulosityksiköt voivat tehdä sekä tuonti- ja vientivaluuttoja että tuonti- ja vientiterminointia koskevia ratkaisuja sangen itsenäisesti. Rahoitusosasto hoiti edellä esitetyissä puitteissa mm. rahoitusterminointia (lainakorot, kuoletukset), valuuttatilejä ja maksurytmin muutoksia. Valuutan valintaa koskevia suosituksia noudatettiin toisinaan ostopuolella. Yrityksessä mm. järjestettiin ajoittain valuuttakysymyksille omistettuja ostopuolen seminaareja. Ryhmään kuuluvat vientiyksiköt sen sijaan valitsivat itse vapaasti sopimusvaluuttansa.

Kolmessa yrityksessä, jotka kaikki kuuluivat metalliteollisuusryhmään, valuuttastrategiaa käsiteltiin erityisessä joko toimitusjohtajan tai talousjohtajan

puheenjohtajalla toimivassa rahoitus- tai valuuttaryhmässä. Elimen tärkeimpänä tehtävänä oli valmistella rahoituksen päälinjoja ja valuuttaposition pohjalta ottaa kantaa valuuttastrategisesti tärkeisiin periaatekysymyksiin (valuutanvalinnan suuntaviivoihin, terminointipolitiikkaan, suurehkoihin valuuttalainoihin, valuuttasuhteisiin tytäryhtiöiden kanssa, muihin keinoihin). Nämä elimet kokoontuivat yleensä kuukausittain mutta myös useammin mm. valuuttamarkkinoiden ollessa hyvin rauhattomat.

Useimmissa yrityksissä tähdennettiin, että keskittäminen tarjosi parhaat mahdollisuudet vaikuttaa halutulla tavalla valuuttavirtoihin ja ennen kaikkea niiden rakenteeseen ja aikajakautumaan. Yrityksen valuuttaposition kokonaisuus helpotti monivivahteisemmän keinovalikoiman käyttöä ja kustannussäästöjen saavuttamista.¹

Keskitetyn valuuttasalkun monipuolistaminen soi myös paremmat mahdollisuudet hyödyntää portfolion hajautuksen pohjana olevia ajatuksia (ks. luku 23/MARP). Keskittämiseen liittyvät potentiaaliset erityisedut voidaan kiteyttää seuraavasti:

- selvästi määritelty vastuu
- kokonaispositiolaskennan helpottuminen
- valuuttatulo- ja -menovirtojen yhteensovittamismahdollisuuksien lisääntyminen
- kustannussäästöjen muodostuminen yrityksen aseman vahvistuessa pankkeihin ja asiakkaisiin nähden (valuutanvaihtokustannukset, talletuskorot, alennukset jne.)

Haastatteluihin pyrittiin myös arvioimaan yritysten valuuttastrategisia päämääriä palvelevaa ajankäyttöä, so. miten paljon yritykset käyttivät aikaa valuuttakurssien ja valuutta-asemansa seurantaan, suojautumistoimenpiteiden suunnitteluun ja muuhun valuuttastrategiseen toimintaan. Vastaukset edustivat yritysjohdon subjektiivista arviota valuuttakysymyksille omistetusta ajankäytöstä johdon toimipiiriin kuuluviin muihin asioihin verrattuna. Vastausasteikon arvot olivat ”paljon – keskinkertaisesti – vähän”. Kysymys koski tutkimusajanjakson viimeistä vuotta, 1977, sillä tiedot aikaisemmilta vuosilta olisivat ilmeisesti olleet epäluotettavia.

Vastausten mukaan näytti vientiyritysten ryhmässä käytetyn aikaa valuuttakysymyksiin hieman enemmän kuin tuontiyritysten ryhmässä (liite 4). Vientiyrityksistä metsä- ja metalliteollisuusryhmiin kuuluvat näyttivät käyttäneen

¹ Muutamien yritysten taholta korostettiin kuitenkin, että tietty määrä hajautusta on omiaan aktivoimaan tuloksikkaita valuuttakysymyksissä.

aikaa näihin kysymyksiin jonkin verran enemmän kuin uusvientirytykset. Tuontirytyksten ryhmästä kulutustavaroita tuovat yritykset olivat haastattelu-vastauksista päätellen omistaneet muita enemmän aikaa valuuttakysymyksille. Erittäin vähän niihin oli käytetty aikaa ryhmässä 6, so. kaupallista raaka-aineiden ja investointitavaroiden tuontia harjoittavissa yrityksissä, joista yksikään ei sijoittunut korkeimpaan vastausluokkaan.

Tulokset viittaavat siihen, että vientirytykset olisivat hieman valuuttatietoisempia kuin tuontirytykset osittain siksi, että ne olivat ulkomaankaupasta riippuvaisempia, että niiden valuuttavelat olivat keskimäärin suhteellisesti suurempia ja että ne eivät — toisin kuin tuontirytykset — voineet samassa määrin siirtää mahdollisia valuuttariskejään suoraan asiakkaidensa kannettaviksi. Ajankäytön ja keskitysasteen vertailu taas osoitti, että keskitetyn valuuttaorganisaation omaavat yritykset käyttivät yleensä muihin verrattuna jonkin verran enemmän aikaa valuuttakysymysten käsittelyyn.

Nämä organisaatiota koskevat havainnot antavat lähinnä staattisen kuvan vuoden 1977 tilanteesta. Jonkinlaisen kuvan saamiseksi valuuttaorganisaation kehityksestä esitettiin kysymyksiä siinä tapahtuneista muutoksista sekä vastaista voimavarojen käyttöä koskevista suunnitelmista. Vastauksista ilmeni, että runsaassa neljässä viidesosassa yrityksistä organisaatiota oli muutettu, ajankäyttöä lisätty ja seurantajärjestelmää (kurssit, valuutta-asema jne.) kehitetty huomattavasti erityisesti ajanjaksona 1974—77. Niiden yritysten joukossa, joissa ei ollut tapahtunut kovin suuria muutoksia, oli muutamia vuosina 1971—72 tai jopa aikaisemminkin itselleen selkeän valuuttaorganisaation luoneita yrityksiä. Kurssitappioiden osuutta negatiivisina ylykkeinä käsitellään luvussa 92.

Useimmissa yrityksissä suunniteltiin valuuttastrategisen ajankäytön lisäämistä ennen kaikkea kehittämällä koulutusta ja parantamalla seurantajärjestelmää. Joissakin yrityksissä harkittiin valuutta-asiantuntijoiden palvelukseenottoa, ja jotkut yritykset olivat jo näin menetteelleekin. Yleisesti ottaen yritykset kuitenkin kustannussyistä suhtautuivat varovaisesti lisähenkilöstön palkkaamiseen ja painottivat laadullisia parannuksia, painopisteen siirtoja ja sisäistä koulutustoimintaa. Eräät haastatelluista korostivat valuuttastrategian menestyksellisuuden riippuvan perimmältään yhden tai muutaman harvan korkeassa asemassa olevan henkilön päätösten ja suuntaviivojen laadusta ja vähemmän näille kysymyksille omistetusta ajasta.

Muutamat emo- ja tytäryhtiöiden välisiä organisatorisia suhteita koskevat huomautukset ovat tässä paikallaan. Haastattelu sisälsi kysymyksiä, jotka koskivat emoyhtiön ja sen tytäryhtiöiden välisiä valuuttatoimia, näissä käy-

tettyjä valuuttalajeja, tytäryhtiöiden valuutta-asemaan kohdistuvaa päätöksentekomenettelyä, tytäryhtiöiden suojautumisstrategiaa sekä emoyhtiön ja tytäryhtiöiden yhteistoimintaa valuutta-asioissa.

Pääsääntöisesti emoyhtiö valvoi ja ohjasi tytäryhtiöiden valuuttastrategiaa. Näin oli laita käytännöllisesti katsoen kaikissa agenttityyppisissä markkinointiyrityksissä, jotka muodostivat tytäryhtiöiden enemmistön. Vain kuudella yrityksellä oli valmistustoimintaa harjoittavia, valuuttastrategisesti suhteellisen itsenäisiä tytäryhtiöitä. Näiden merkitystä vähensi kuitenkin se, että myynti tapahtui pääasiallisesti sijoitusmaan valuuttaa vastaan. Näissäkin tapauksissa emoyhtiö kuitenkin määräsi tytäryhtiöille tapahtuvan viennin osalta sopimusvaluutoista; yleensä tällöin käytettiin tytäryhtiön asemamaan valuuttaa.

Selvästi keskitettyä organisaatiota suosiva, riskejä emoyritykseen keskittävä suuntaus oli siis vallitseva. Tytäryhtiöiden merkitys valuuttaorganisaatiossa todettiin vähäiseksi. Vastajat olivat sitä mieltä, että emoyhtiöt kykenivät hoitamaan valuuttastrategiansa muin tarjolla olevin keinoin kuin turvautumalla ulkomaisiin tytäryhtiöihinsä ja että näillä ei yleensääkään ollut mitään huomattavaa asemaa konsernin kustannusten ja tuottojen kohdentamispolitiikassa.

54. Valuuttakurssikehityksen seuranta

Yrityksen soveltamalla valuuttojen avista- ja termiinikurssien seuranta- ja ennakointijärjestelmällä on oma valuuttastrateginen merkityksensä. Mitä kehittyneempi tämä järjestelmä on, sitä paremmat lienevät yrityksen mahdollisuudet vaikuttaa valuuttatuloksiinsa positiivisesti. Koska ei ole mahdollista testata yritysten tavallisesti vähemmän eksplisiittisten kurssiennusteiden laadua, joudutaan seurantamenetelmien subjektiivisesti arvioitua kehittyneisyysastetta käyttämään valuuttaorganisaation tämän osa-alueen tason indikaattorina.

Kurssiseurannan metodisen tason arviointi tehtiin haastatteluvastausten perusteella. Luvussa 53 esitetyn kaltaista asteikkoa käyttäen suoritettiin tasoarviointi yrityksittäin kunkin yksityiskohtaisen haastattelun jälkeen. Asteikkoa rakennettaessa käytettiin hyväksi kvantitatiivisia tietoja, jotka koskivat mm. yrityksen sisäisen valuuttakurssi-informaation, valuuttapankkeihin tapahtuvan yhteydenpidon ja sisäisten valuuttakokousten tiheyttä ja laajuutta sekä ulkopuolisten kurssiennustepalvelujen hyväksikäyttöä. Näiden havain-

tojen perusteella yritykset jaettiin a priori karkeasti kolmeen luokkaan (taul. 541).¹

Matalaa metodista tasoa edustavaan luokkaan sijoitetut yritykset olivat kiinnostuneita valuuttakysymyksistä vain suuren epävarmuuden tai voimakkaiden odotusten vallitessa valuuttamarkkinoilla tai harkitessaan suurehkoja ulkomaankauppasopimuksia. Tällaisia yrityksiä oli yksi jokaisessa ryhmässä paitsi ryhmässä 3 (uusvientä). Ryhmään 3 kuuluvista viidestä yrityksestä neljä sai asteikkoarvokseen joko matalan tai keskinkertaisen, ja samoin saivat kaikki ryhmän 6 yritykset (kaupallinen raaka-aineiden ja investointitavaroitten tuonti). Uusvientiryhmän yritykset olivat otoksen pienimpiä ja niiden henkilöstöresurssit näin ollen myös verrattain pienet. Ryhmään 6 kuuluvien yritysten suhteellisen matala keskiarvo — samoin kuin niiden valuuttakysymyksille omistaman ajan suhteellinen vähäisyys — lienee ollut yhteydessä sen kanssa, että ne saattoivat siirtää kurssitappionsa osittain asiakkaidensa kannettavaksi.

Taulukko 541. Valuuttakurssikehityksen seurannan taso otosyrityksissä

Matala 7 yritystä	Keskinkertainen 8 yritystä	Korkea 17 yritystä
— Ei yrityksen sisäistä keskitettyä järjestelmällistä valuuttakurssi-informaatiota	— Rahoitus / talousosasto vastasi keskitetystä valuuttakurssi-informaatiosta	— Rahoitus / talousosasto vastasi keskitetystä ja järjestelmällisestä valuuttakurssi-informaatiosta
— Ei järjestelmällistä ulkopuolista ennustepalvelua	— Ei järjestelmällistä ulkopuolista kurssiennustepalvelua	— Järjestelmällistä ulkopuolista kurssiennustepalvelua käytetään hyväksi
— Yhteydenpito pankkien valuuttaosastoihin satunnaista	— Yhteydenpito pankkien valuuttaosastoihin säännöllistä	— Säännöllistä kirjallista valuuttakurssi-informaatiota harjoitettiin yrityksessä
— Valuuttakurssien kehitystä pohditaan yrityksessä vain satunnaisesti tai ei ollenkaan	— Ajoittaisia vapaamuotoisia valuuttakurssikehitystä koskevia ”ennusteita” laaditaan sisäisissä valuuttakouksissa	— Yhteydenpito koti- ja ulkomaisten pankkien valuuttaosastoihin jatkuva — Säännöllisiä sisäisiä valuuttakouksia, joissa valuutat ryhmiteltiin ”vahvoihin” ja ”heikkoihin”

¹ Ks. esim. SWEDNER (1965, s. 70—74); SIEGEL, S. (1956, s. 26 seur.) ja ANDERSON ym. (1961, s. 291 seur.).

Yli puolet yrityksistä sai asteikkoarvon ”korkea”. Erityisen kehittyneeltä vaikutti valuuttakurssien seuranta metsä- ja metalliteollisuuden ryhmissä sekä kulutustavaroita tuovien yritysten ryhmässä. Näissä joko käytettiin ulkopuolista valuuttakonsulttia tai turvauduttiin amerikkalaisten suurpankkien (esim. Marine Midland Bank, Chemical Bank) tai ennustelaitosten (esim. Forex, Henley Center) säännöllisiin valuuttaennustepalveluihin. Kurssiseurannan taso nousi yleensä yrityksen koon suuretta.

Korkeata tasoa edustavissa yrityksissä harjoitettiin yleensä säännöllistä sisäistä keskitettyä valuuttakurssi-informaatiota (avista- ja termiinikurssien kehitystä, termiinipreemioita ja -diskonttoja, valuuttakorkoja jne. valottavat aikasarjat), josta huolehti rahoitus/talousoasto. Muutamassa harvassa tapauksessa laadittiin myös omia kirjallisia valuuttaennusteita sisäiseen käyttöön. Esimerkiksi eräs metalliteollisuusyritys ryhmitteli valuutat säännöllisesti kolmeen luokkaan: kaksi heikkoa ja kaksi vahvaa sekä näiden väliin jäävät muut valuutat.¹ Yrityksen myynti- ja osto-osastot käyttivät tätä ryhmittelyä lähtökohtana valitessaan valuuttoja ja harkitessaan termiinitransaktioita.

Yritysten rahoitusosastot olivat kuitenkin useimmiten haluttomia itse laatimaan kirjallisia kurssiennusteita ja rajoittuivat tältä osin yrityksen johdon sekä tulosyksiköiden suulliseen informointiin. Aktiivisten yritysten rahoitusosastot olivat jatkuvassa kosketuksessa sekä koti- että ulkomaisten pankkien valuuttaosastoihin ja monesti käytettiin hyväksi Reuterin Monitorsysteemiä, joka antaa jatkuvaa kurssi- ja korkoinformaatiota. Sisäisiä valuuttakokouksia, joissa keskusteltiin mm. kurssikehityksestä, pidettiin säännöllisesti.

55. Valuuttaposition seuranta

Valuuttaposition käsittelyä tarkasteltiin metodologisesti luvussa 22. Yritysten valuuttaposition, so. riskiposition, seurannan tason arviointi muodosti tärkeän osa-alueen haastatteluissa. Lähtökohtana oli käsitys, että yrityksessä harjoitetun valuuttaposition seurannan taso tietystä määrin heijastaa yrityksen valuuttastrategian tasoa ja valuuttastrategisten tavoitteiden ambitioastetta. Osakysymykset koskivat mm. valuuttaposition laskentamenetelmiä. Näin hankittujen, osittain kvantitatiivisten tietojen pohjalta laadittiin asteikko (”matala — keskinkertainen — korkea”) osoittamaan positio-laskennan laatua. Asteikko perustui positio-laskennan kattavuusasteeseen, frekvenssiin, jaksotukseen sekä aikahorisontin pituuteen.

¹ Esim. vuonna 1974 sijoitettiin GBP ja FIM ryhmään 1, DEM ja CHF ryhmään 2 ja muut Euroopan valuutat sekä USD ryhmään 3. Vrt. valuuttakurssikuvia 421—422.

Valuuttapositionalaskennan tasossa todettiin (taulukko 551) huomattavia yritysten välisiä eroja. Puolet yrityksistä sijoittui korkeimpaan ryhmään, neljännes keskinkertaiseen ja neljännes matalaan. Samoin kuin valuuttakurssiseurannankin suhteen taso näytti olevan korkein metsä- ja metalliteollisuusyrityksissä sekä kulutustavaroiden tuontia harjoittavissa yrityksissä ja matalin raaka-aineiden ja investointitavaroiden kaupallista tuontia harjoittavissa yrityksissä. Uusvientiyri-tysten ryhmässä taso oli matala kahdessa ja keskinkertainen yhdessä tapauksessa. Kuten valuuttakurssien seurannankin osalta keskimääräinen taso oli vientisektorissa hieman korkeampi kuin tuontisektorissa.

Taulukko 551. Valuuttaposition (VP) seurannan taso otosyrityksissä

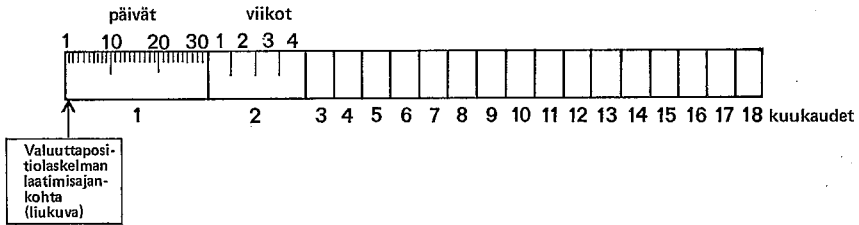
Matala 8 yritystä	Keskinkertainen 8 yritystä	Korkea 16 yritystä
— VP-laskelmia ei tehty tai vain satunnaisesti	— Karkeita VP-laskelmia tehtiin tavallisesti neljännesvuosittain tai harvemmin	— VP-laskelmia tehtiin tavallisesti ainakin ker- ran kuussa valuuttala- jeittain
— Mahdolliset VP-laskel- mat kattoivat vain kir- jatut rahoituslainat ja tilivelat	— VP-laskelmat eivät useimmiten kattaneet kaikkia juoksevia ja pääomaerää	— VP-laskelmat kattoivat normaalisti kaikki tai melkein kaikki juokse- vat erät ja pääomaerät
— VP-laskelmat staattisia (ajankohtaan t kohdis- tuvia)	— VP-laskelmat kohdis- tuiivat budjettivuoteen, eivät normaalisti olleet jaksotettuja	— Liukuva VP-laskelma, ulottui 6—18 kk eteen- päin, jaksotettu ainakin kuukausittain
— Kurssimuutosten vai- kutuksia seurattiin hei- kosti	— Todellisen tuloksen/va- luuttaposition seur- ranta harjoitettiin	— Todellisen tuloksen/va- luuttaposition seur- ranta jatkuvaa

Suppea-alaisimmat valuuttapositionalaskelmat kohdistuivat pelkästään tilivelkoihin, rahoituslainoihin sekä mahdollisiin valuuttatileihin. Laaja-alaisimmat taas kattoivat kaikki kirjatut tulo- ja menovirrat sekä suuren osan vastaavista (usein sopimuksin sidotuista) arvioiduista virroista budjettivuotena tai vieläkin pitempänä ajanjaksona aina 18 kuukauteen saakka.

Erään metalliteollisuusyrityksen metodisesti korkeatasoista ja maksuvalmiusseurantaan kytkeytyvää valuuttaposition- ja -budjettilaskennan aikahorisonttia havainnollistetaan kuviossa 551. Joka kuukauden vaihteessa valuuttala-
jeittaiset positionalaskelmat saatettiin ajan tasalle kahdeksi kuukaudeksi eteen-
päin, ensimmäisenä kuukautena päivittäin jaksotettuina ja toisena kuukau-
tana viikottain jaksotettuina. Joka toinen kuukausi valuuttapositionalaskelmat
saatettiin ajan tasalle, jaksotettuna kuukausittain seuraaviksi 16 kuukaudeksi.

Kuvio 551.

VALUUTTAPOSITION JAKSOTUS (ESIMERKKI)



Metodisesti kehittyneen positiolaskennan pääasiallisia ainesosia valotetaan taulukossa 552 käyttäen esimerkkinä erästä tutkituista vientiyrityksistä. Laskelma kattoi sekä kirjatut että vielä kirjaamattomat mutta sopimuksin sidotut tai muuten määritettävissä olevat budjettijakson tulot ja menot. Tavallisesti ei ulkomaisten tytäryhtiöiden osakepääomia luettu valuuttasaamisiin. Sen sijaan positiolaskelmiin otettiin mukaan kotimaiset valuuttavelat. Termiiniostot (esim. tuonnin maksamiseksi tai velkojen lyhentämiseksi suoritetut) sisällytettiin saamisten puolelle, koska termiiniostosopimus merkitsee valuutan tuloa yritykseen sovittuun termiinikurssiin, kun taas termiinimyyntiä voidaan pitää velkana, joka vaatii valuutan luovuttamista termiinikaupan eräpäivänä.

Valuutat ryhmiteltiin yleensä vaihdettaviin ja sidottuihin. Vaihdeettavia olivat kaikki muut valuutat paitsi SUR.¹ Positiolaskelmissa FIM sisällytettiin tiettyissä tapauksissa myös sidottujen valuuttojen ryhmään, koska sitä ei voitu vapaasti, ilman transaktiopohjaa vaihtaa ulkomaanvaluuttoihin pelkästään position muuttamistarkoituksessa.

Tuontiyritysten laskelmat olivat yleensä jonkin verran edellä esitettyä suppeampia.² Vain pari suurta kulutustavaroiden tuontiyritystä muodosti poikkeuksen tästä säännöstä. Näissä laadittiin kuukausittain positiolaskelmia valuuttakohtaisesti 12 kuukaudeksi eteenpäin sekä lisäksi päivittäisiä valuuttaliquiditeettiä koskevia yhteenvetoja. Useimmat tuontiyritykset laskivat kuitenkin valuuttapositionsa harvemmin, 1–3 kertaa vuodessa ja eräissä tapauksissa niitä ei laskettu lainkaan. Käytetyt menetelmät olivat metodisesti kehitetyttä, esimerkiksi kirjaamattomia eriä sisällytettiin laskelmiin harvoin.

¹ Clearing-dollar, joka on useiden bilateraalisten maksusopimusten tilivaluutta, kuuluu myös sidottujen ryhmään.

² Monessa tuontiyrityksessä perusteltiin positiolaskelmien matalaa tavoitetasoa toteamalla, että "kysymys oli kuitenkin lähes yksinomaan valuuttaveloista" ja että yhteensovittamismahdollisuudet olivat vähäiset.

FIM:n devalvaatiota koskevien odotusten ollessa voimakkaita tekivät useimmat tuontiyrietykset kuitenkin summittaisia laskelmia kokonaisvaluutta-ase-
mansa tarkistamiseksi ja mahdollisten kurssimuutosten vaikutusten estimoimiseksi.

Taulukko 552. Valuuttapositionmalli periodin T budjettiajanjaksoksi

valuuttapositionerä* (P)/periodi		valuutta 1, ..., valuutta V
erä 1 periodille	t_1	P_{ijt} valuuttaan $i = 1, \dots, N$ viittaa erään $j = 1, \dots, V$ viittaa valuuttaan $t = 1, \dots, T$ viittaa periodiin
	\vdots	
	\vdots	
	t_T	
—		
—		
—		
erä N periodille	t_1	
	\vdots	
	\vdots	
	t_T	
valuuttaposition**	t_1	$\sum_{i=1}^N P_{ijt}$
	\vdots	
	\vdots	
	t_T	kullekin valuutalle j ja periodille t

* Esimerkkejä valuuttapositioneristä:

1. Valuuttatalletukset
2. Valuuttasaamiset
3. Termiiniostot (saamiset)
4. Valuuttamääräiset saamiset yhteensä (1+2+3)
5. Pitkäaikaiset valuuttavelat
6. Lyhytaikaiset valuuttavelat
7. Tuontiluotot
8. Ostosaston valuuttavelat
9. Termiinimyynnit (velat)
10. Valuuttamääräiset velat yhteensä (5+6+7+8+9)

** Valuuttaposition = edellä mainittujen erien summa (4—10)

Luvussa 22 todettiin, että positiolaskelmat lankeavat yhteen maksuvalmiusbudjetin tietopohjan kanssa. Maksuvalmiusvalvonnan korkea tavoitetaso helpotti valuuttapositionlaskelmia. Positiolaskelmien muotoutumiseen vaikuttaneita tekijöitä olivat lisäksi valuuttastrategisen tavoitteenasettelun ambitio-
taso, valuuttaoperaatioiden volyyymi ja rakenne sekä käytettyjen valuuttas-
trategisten keinojen luonne.

56. Tiivistelmä

Yritysten valuuttastrategiset tavoitteet vaihtelivat suunnitteluhorisontin pituuden ja kurssiodotusten voimakkuuden mukaan. Pitkän aikavälin tavoitteet olivat yleensä defensiivisiä ja painopiste oli riskien karttamisessa. Lyhyellä aikavälillä, erityisesti devalvaatio-odotusten motivoitessa yritysten johtoa positiomuutoksiin, tapahtui tavoitteenasettelussa siirtymistä aggressiivisempaan voitontavoitteluun. Kun kurssiodotukset tämänlaatuisissa tilanteissa olivat yksisuuntaisia, tällainen siirtymä tuskin merkitsi pysyvää riskipreferenssin kohoamista. Kurssiodotuksiin liittyvät järjestelyt (maksujen aientaminen/viivästäminen) aiheuttivat ajoittain tuntuvaan valuuttavarantoon kohdistuvaa painetta.

Valuuttaposiolaskelmat antavat yritykselle tärkeimmän perusmateriaalin valuuttastrategiaa varten. Niitä täydentää valuuttakurssiseurannan avulla saatu informaatio. Organisaatiota koskeva yleiskatsaus osoitti, että kehittyneisyyden merkeiksi luokiteltuja ominaisuuksia tavattiin yleisesti metsä- ja metalliteollisuusyrityksissä (ryhmät 1 ja 2) sekä kulutustavaroiden tuontia harjoittavissa yrityksissä (ryhmä 5). Näin oli laita sekä valuuttastrategisille kysymyksille uhratun ajan että valuuttakurssien ja valuuttaposiitioiden seurannan laadun osalta. Päinvastainen tilanne oli luonteenomaista uusvientiyrityksille (ryhmä 3) sekä raaka-aineiden ja investointitavaroiden kaupallista tuontia harjoittaville yrityksille (ryhmä 6). Ryhmään 4 sisältyy kumpaakin tyyppiä edustavia yrityksiä. Erityisesti ryhmään 1 kuuluvat yritykset painottivat valuuttavoittojen tavoittelua lyhyellä aikavälillä. Ryhmään 5 kuuluvien yritysten tavoitetasoa kuvastaa se, että jokainen antoi valuuttatappioiden välttämiseksi korkeimman asteikkoarvon.

6. Yritysten soveltama valuuttastrategia

61. Luvun sisältö ja tarkoitus

Yritysten soveltama valuuttastrategia muotoutuu edellä käsiteltyjen ympäristötekijöiden, tavoitteiden ja resurssien pohjalta. Tässä luvussa tarkastellaan kysely- ja haastattelutietojen perusteella yritysten noudattamaa valuuttastrategista linjaa. Lisäksi tarkastellaan sitä, missä määrin yritykset ovat käyttäneet luvussa 44 esitettyjä keinoja ja millaisia kokemuksia näiden keinojen käytöstä oli saatu. Luvun tarkoituksena on laajentaa yritysten todellisen, valuuttaepävarmuuden vallitessa esiintyvän valuuttakäyttäytymisen analysointia. Samalla pyritään luomaan pohjaa todellisuuden ja valuuttateorian hypoteesien väliselle vertailulle.

62. Yleiskatsaus yritysten valuuttastrategiaan

621. Yritysten positiokäyttäytyminen

Valuuttastrategia määriteltiin luvussa 23 järjestelmälliseksi tavaksi lähestyä kysymystä, milloin ja miten valuuttapositiona on pidettävä ennallaan ja milloin niitä on joko kasvatettava tai vähennettävä. Käytännössä yritysten valuuttastrategia, varsinkin pitkän aikavälin strategia, on kuitenkin harvoin muotoiltu eksplisiittisesti. Cyert ja March¹ katsovat yritysten pyrkivän välttämään epävarmuutta mm. reagoimalla lyhyen aikavälin palautteeseen, sen sijaan että ne pyrkisivät ennakoimaan epävarmoja tulevia tapahtumia pitkällä aikavälillä. Yritykset soveltavat standardisoituja menettelytapoja sekä peukalosääntöjä päätöksiä tehdessään ja niitä toteuttaessaan. Lyhyellä aikavälillä tällaiset käyttäytymisnormit hallitsevat päätöksentekoa.

Valuuttastrategisten keinojen käyttö yrityksissä ei käytännössä määräydy pelkästään ympäristötekijöiden, tavoitteiden ja resurssien/rakenteen mukaisesti, vaan siihen vaikuttavat myös eri keinoista aiheutuvat kustannukset. Kustannusnäkökohtia tarkastellaan empiirisesti tässä luvussa. Tärkeimmät

¹ CYERT—MARCH (ibid., s. 118 seur.).

Taulukko 6211. Otosyritysten jakauma positioiden kattamisen suhteen (luvut osoittavat yritysten lukumääriä)

Vastausvaihtoehto	Jakauma				
	a) Normaali-tilanne		b) FIM:n devalvoitumis-painetilanne		
	Vienti-yritykset	Tuonti-yritykset	Vienti-yritykset ¹	Tuonti-yritykset	
			X	M	
Koko riski kaikkien valuuttojen osalta	—	1	—	12	10
Osa riskistä eräiden valuuttojen osalta	18	9	6	6	2
Ei lainkaan	1	3	13	1	1

¹ X = vienti, M = tuonti

rakennetekijät ovat yrityksen koko, sen viennin ja tuonnin laajuus ja näiden välinen erotus, viennin/tuonnin valuuttajakautuma, valuuttavelkojen ja -saamisten suuruus ja näiden välinen erotus sekä yrityksen maksuvalmiusasema.

Yritysten noudattaman yleisen valuuttastrategisen linjan selvittämiseksi laadittiin kysymyssarja, joka koski valuuttapositionien ohjausta kahdessa erilaisessa tilanteessa: normaalitilanteessa (so. pitkällä aikavälillä) ja tilanteessa, jossa FIM:aan kohdistui voimakkaita devalvaatio-odotuksia. Yrityksiltä kysyttiin, miten suuren osan arvioidusta valuuttariskistään ne pyrkivät kattamaan valuuttapositioniaan muuttamalla. Tulokset on esitetty taulukossa 6211.

Tuloksia käsiteltäessä noudatettiin jakoa vienti- ja tuontiyrityksiin. Vientiyritysten ryhmässä otettiin lisäksi huomioon ero¹, joka oli selvästi havaittavissa näiden yritysten suhtautumisessa positioiden kattamiseen viennin ja niiden varsin huomattavan tuonnin osalta (ks. kuvio 3311).

Positiokäyttäytyminen vientisektorissa oli yleensä erittäin yhdenmukaista. Yleensä vientiyritykset ilmoittivat noudattavansa valikoivaa kattamisstrategiaa, joka pohjautui lähinnä valuuttakurssinäkymiin: tietyissä tapauksissa katettiin osittain hyvin heikoilta näyttävien valuuttojen määräiset tulot ja hyvin vahvoilta näyttävien valuuttojen määräiset menot. Tuontiyritykset pyrkivät ennen kaikkea valikoivasti joko välttämään tai pienentämään positioiden

¹ Tuontiyrityksissä ei samanlainen jaottelu ollut tarpeen, koska niiden vienti oli sängen vähäistä ja koska tulosyksiköt hoitivat sen usein itsenäisesti. Tällaiseen jaotteluun ei ollut myöskään tarvetta normaalitilanteissa. Haastattelukysymys edellytti alkuperäisessä muodossaan seitsemää vastausvaihtoehtoa kummassakin tilanteessa, mutta vastaukset voitiin yhdistää kolmeksi pääryhmäksi.

vahvoina pitämässään valuutoissa. Yritysten normaalistrategia näytti perustuvan tiettyjä valuuttoja koskeviin eksplisiittisiin tai implisiittisiin kurssi-odotuksiin, ja sillä oli usein ad-hoc-luonne.¹

Sellaisissakin yrityksissä, jotka jossakin määrin suosivat täydellistä kattamista, esiintyi osittaista, eräisiin valuuttoihin rajoittunutta kattamista. Osittaiseen kattamiseen tyydyttiin ehkä siksi, että tiettyjen valuuttatulo- ja -menovirtojen kääntäminen ei ollut mahdollista lyhyellä aikavälillä ja että yritys ei kustannussyistä ollut halukas kaikkien valuuttamenojensa terminointiin.

Tilanteissa, joissa FIM:aan kohdistui voimakkaita devalvaatio-odotuksia (ennen kaikkea kesällä ja syksyllä 1977), useimpien yritysten käyttäytyminen muuttui huomattavasti ja oli vientiyrityksissä lähes päinvastaista kuin tuontiyrityksissä. Rahamarkkinoiden kireydestä huolimatta valuuttamaksurytmiä muutettiin tuntuvasti. Näin ollen kesällä 1977 tapahtui voimakasta nettomääräistä valuuttojen ulosvirtausta. Taulukko 6211 osoittaa jonkinlaista kaksinaisuutta vientiyritysten positiokäyttäytymisessä: vientipuolella ne pyrkivät mahdollisimman pitkiin ja valuuttatalletusten muodossa pidettäviin valuuttapositioihin, mutta tuonnin ja velkojen puolella mahdollisimman lyhyihin. Useimmat tuontiyritykset taas pyrkivät kattamaan lyhyet positioonsa tai supistamaan niitä, lähinnä vähentämällä tilivelkojaan, maksamalla (useissa tapauksissa kiihdytetyn) tuontinsa käteisellä sekä turvautumalla termiinikaupoihin. Vientiyrityksillä, jotka eivät edes tässä tilanteessa tavoitelleet huomattavia positiomuutoksia, oli maksuvalmiussyistä vain vähäisiä mahdollisuuksia maksurytmiensä muuttamiseen.

Yritysten positiokäyttäytyminen antaa kuvan niiden suhtautumisesta tuottoon ja riskiin. Tulokset viittaavat siihen, että normaalitilanteessa yritykset pyrkivät sekä hyötymään ”vahvoista” tulovaluutoistaan että panemaan osittain painoa valikoivalle positioiden kattamiselle välttääkseen vientivaluuttojen heikkenemisestä aiheutuvia tulonmenetyksiä ja tuonti/velkavaluutoista aiheutuvaa menojen lisääntymistä. Se, ettei otosyritysten joukossa ollut juuri lainkaan täysin avointen positioiden politiikkaa edustavia yrityksiä, viittaa siihen, että yritykset pyrkivät karttamaan riskejä. Tällainen käyttäytyminen on sopusoinnussa yritysten ilmoittamien pitkän aikavälin tavoitteiden, so. kurssi-tappioiden välttämisen, kanssa (ks. luku 52). Devalvaatio-odotusten vallitessa

¹ Vrt. SCHARRER—GEHRMANN—WETTER (ibid., s. 434 seur.), jossa tehdään selkoa saksalaisten yritysten suhtautumisesta positioiden kattamiseen. Mainitun tutkimuksen otokseen kuuluvista yrityksistä 13 % oli täydellisiä riskinkarttajia, jotka kattoivat kaikki positiot, kun taas 23 % pidättyi kokonaan positionkattamistoimenpiteistä. Enemmistö siis oli, kuten tässäkin tutkimuksessa, joustavasti toimivia yrityksiä, jotka kattoivat vain tietyt positiot. Saksalaistenkin yritysten keskuudessa voitiin todeta suojautuvien yritysten osuuden lisääntyvän yrityskoon kasvaessa.

esiintyvä käyttäytyminen voimakkaaine positiokäyttäytymisen muutoksineen on lyhyen aikavälin voitontavoittelun kanssa analogista.

622. Valuuttastrategiset keinot; käyttöihteys ja käyttökokemukset

Yritysten yleisen positiostategian käsittelyn jälkeen tarkastellaan sitä, miten usein yritykset olivat käyttäneet eri valuuttastrategisia keinoja. Käsityksen saamiseksi keinojen sopivuudesta kysyttiin myös, millaisia kokemuksia yritykset olivat niistä saaneet. Tarkastelun kohteeksi valittuja keinoja oli kaikkiaan yhdeksän.¹ Lisäksi kysyttiin haastatteluissa, olivatko yritykset käyttäneet lueteltujen lisäksi myös muita keinoja.

Eri keinojen käyttöihteysien arviointi suoritettiin haastattelujen yhteydessä kesällä 1978. Vaikka kysely koskikin periaatteessa koko tutkimusajanjaksoa, on selvää, että eri keinojen saamiin pistearvoihin olivat vaikuttaneet ensi sijassa vuosien 1975–77 kokemukset. Käytännössä olisi ollut erittäin hankalaa saada jälkikäteen vuosittaisia tietoja eri keinojen käyttöihteystä ja niiden käytöstä saaduista kokemuksista. Tulokset on esitetty taulukoissa 6221 ja 6222.

On syytä korostaa, että eri keinojen tärkeys ja soveltuvuus vaihtelivat huo-

Taulukko 6221. Otsorytysten käyttämien valuuttastrategisten keinojen käyttöihteys

Yritysryhmä	Tulojen/menojen yhteensovittaminen	Termini-kaupat	Sopimusvaluutan muutos	FIM-pohjaiset sopimukset	Maksurytmin muutos	Valuutta- ja hintaklausuilit	Yhteistyö tytäryhtiöiden kanssa	Valuutta-cocktailit	Valuuttatilit	Keskiarvo
1	3.4	2.9	2.3	2.6	2.4	2.1	1.4	1.1	3.0	2.4
2	4.1	2.9	2.6	1.3	2.1	2.0	1.4	1.6	2.4	2.3
3	2.6	2.2	2.2	1.8	2.4	2.2	1.4	1.0	3.0	2.1
4	3.7	2.3	1.3	1.3	3.7	1.7	3.3	2.3	3.3	2.5
5	1.3	2.7	2.0	1.8	3.8	2.2	1.0	1.0	1.7	1.9
6	1.8	1.5	2.3	1.5	2.0	2.8	1.0	1.0	2.0	1.8
Keskiarvo 1—6	2.8	2.4	2.1	1.7	2.7	2.2	1.6	1.3	2.6	2.2

Asteikko 1—5 (1 = täysin merkityksetön, 2 = merkitykseltään pieni, 3 = merkitykseltään keskinkertainen, 4 = merkitykseltään suuri, 5 = erittäin tärkeä).

¹ Ks. luvussa 23 esitettyä keinojen luokittelua; vrt. myös esim. JÄPPINEN (ibid.); NARS (1974); UGGLA (ibid., s. 7); NORGREN—UGGLA (ibid., s. 147 seur.); RECKWEG (ibid., s. 55 seur.).

mattavasti sekä kokonaisuutena katsoen että eri yrityksillä, kuten keinojen käytöstä saatuja kokemuksia koskevat arviot osoittavat. Jotkut keinot voivat lisäksi eräissä olosuhteissa olla vaikutukseltaan samanlaisia; tämä pätee erityisesti tiettyihin yhteensovittamiseen tähtääviin toimiin esimerkiksi sopimusvaluutan vaihdon ja valuuttatilitalletusten avulla. Keinojen mahdollisimman pitkälle menevää erittelyä pidettiin kuitenkin aiheellisena.

Taulukko 6221 osoittaa, että eri yritysryhmien välillä oli sängen vähän eroa valuuttastrategisten keinojen käyttötiheydessä, kun kaikkia keinoja tarkasteltiin yhtenä kokonaisuutena. Koko otoksen keskiarvo oli 2.2 ja ryhmäkeskiarvojen vaihteluväli 1.8–2.5.

Testattaessa yksittäisten yritysten välisten erojen tilastollista merkitsevyyttä kävi ilmi, että 5 prosentin merkitsevyytasolla eivät yritysten keskimääräiset käyttötiheydet poikenneet paljoakaan toisistaan – vain seitsemän yritystä jäi luotettavuusvälin ulkopuolelle (kolme ylä- ja neljä alapuolelle). Testitulosten pätevyyttä vähentää kuitenkin se, että monet vastauksista edustivat yrityksen taholta esitettyä arviota.

Yhden prosentin merkitsevyytasolla käyttötiheys oli muita huomattavasti alempi vain kolmessa yrityksessä. Yritysryhmistä vain ryhmällä 6 (raaka-aineiden ja investointitavaroiden kaupallinen tuonti) käyttötiheys oli 5 prosentin merkitsevyytasolla huomattavasti alempi kuin koko otoksessa, muttei enää 1 prosentin merkitsevyytasolla.

Eri keinojen käyttötiheyksien välisten erojen testaus osoitti, että 5 prosentin merkitsevyytasolla oli käytetty yhteensovittamista useammin ja turvauduttu huomattavasti harvemmin yhteistyöhön tytäryhtiöiden kanssa kuin muihin keinoihin ja että 1 prosentin merkitsevyytasolla oli turvauduttu valuuttacocktaileihin erittäin harvoin.

Useimmin valuuttastrategisia keinoja hyväksi käyttäneet otosyritykset pitivät yhteensovittamista ja valuuttatilejä perustavanlaatuisina positiontasapainotamiskeinoina ja jäljelle jäävien avoimien positioiden osittaista terminointia erittäin tärkeänä. Yritykset, joissa käyttötiheys oli alhaisin, eivät pitäneet satunnaisten termiinikauppojen ja joidenkin yhteensovittamisyritysten lisäksi mitään muita keinoja merkityksellisinä. Yleensä näiden yritysten kireä maksuvalmiusasema rajoitti niiden mahdollisuuksia mainittavien valuuttatilialdojen pitämiseen ja maksurytmin muutoksiin.

Taulukon 6221 mukaan yhteensovittamisen jälkeen keskimäärin useimmin käytettyjä menetelmiä olivat maksurytmin muuttaminen ja valuuttatilien hy-

väksikäyttö. Erot olivat kuitenkin hyvin pieniä. Näiden jälkeen seurasivat termiinikaupat, valuuttaklausuulit ja sopimusvaluutan vaihtaminen. Harvimminkin käytettyjä keinoja olivat valuuttacocktailit ja yhteistyö tytäryhtiöiden kanssa. Myös FIM-pohjaisten sopimusten käyttö oli lähes yhtä harvinaista.

Vaikka yritysten väliset erot valuuttastrategisten keinojen käyttötaajuudessa eivät olleet kovin suuria, niitä esiintyi yksittäisten keinojen suhteen joissakin ryhmissä. Yhteensovittaminen oli korkealla sijalla (pistearvo 4.1) metalliteollisuusryhmässä, ja se sai korkeat arvot myös tuontiyritysryhmässä 4 sekä metsäteollisuusyritysten ryhmässä. Maksurytmin muuttaminen sai korkeita arvoja (3.7–3.8) tuontiyritysryhmissä 4 ja 5. Valuuttatilejä pidettiin tärkeinä (3.0–3.3) metsäteollisuus- ja uusvientiyrityksissä sekä tuontiyritysryhmässä 4. Valuutta- ja hintaklausuuleita oli käytetty hyväksi eniten tuontiyritysryhmässä 6, jossa valuuttastrateginen aktiviteetti muuten oli vähäistä.

Yritysten käsityksiä valuuttastrategisten keinojen ominaisuuksista tutkittiin kahdella tavalla. Toisaalta tarkasteltiin yritysten eri keinojen ominaisuuksille (kustannukset, käytön nopeus, yksinkertaisuus, riskinkattamisperiodin pituus, vaikutus maksuvalmiuteen) antamia painoja. Toisaalta analysoitiin niitä yleisiä kokemuksia, joita yritykset olivat saaneet edellä lueteltujen yhdeksän keinoon soveltamisesta. Kummassakin tapauksessa käytettiin 5-luokasta asteikkoa.

Yritysten esittämät käsitykset eri keinojen ominaisuuksista eivät olleet aivan yhdenmukaisia. Odotusten mukaisesti yritykset kuitenkin painottivat keinojen valinnassa ja käytössä kustannus- ja maksuvalmiusaspektien merkitystä. Ylipäätään haastatteluista sai näiltä osin vaikutelman, että keskivertoyritys ei tavallisesti tehnyt mitään eksplisiittisiä, pitkälle meneviä arvioita esimerkiksi eri keinojen käytön vaihtoehtokustannuksista termiinikauppoja lukuun ottamatta. Eksplisiittisten vaihtoehtokustannusten määrittämisen harvinaisuuden tulkittiin merkitsevän sitä, että useimpien keinojen kustannuksia pidettiin yleensä vähäisinä kurssiriskiaspektiin verrattuna ja että tuotto/riskiaspekti oli selvästi hallitsevassa asemassa (vrt. luvut 44 ja 92).

Eri keinojen käytöstä saatuja kokemuksia valotetaan taulukossa 6222. Keskimäärin parhaat kokemukset yrityksillä oli valuuttatileistä. Niiden suosion ilmoitettiin perustuvan osittain position tasapainottamisnäkökohtiin ja osittain (vaiheissa, joissa FIM:n devalvointia odotettiin) satunnaisvoittojen mahdollisuuteen. Tärkeää oli myös valuutanvaihtokustannusten säästyminen. Toiseksi parhaat kokemukset oli saatu tulojen ja menojen yhteensovittamisesta joko samana valuuttana tai valuuttana, joka arvioitiin yhtä vahvaksi tai heikoksi kuin yhteensovittamistarpeen aiheuttava valuutta. Seuraavina olivat

Taulukko 6222. Yritysten kokemukset eri valuuttastrategisten keinojen käytöstä

Yritysryhmä	Tulojen/ menojen yhteenso- vittaminen	Terminiini- kaupat	Sopimus- valuutan muutos	FIM-poh- jaiset sopi- mukset	Maksu- rytmin muutos	Valuutta- ja hintaklau- suilit	Yhteistyö tytäryhtiöi- den kanssa	Valuutta- cocktailit	Valuutta- tilit	Keskiarvo
1	4.0	3.7	3.1	2.9	2.7	1.9	1.3	1.7	4.0	2.8
2	4.6	2.7	3.0	1.7	2.6	2.4	0.4	1.1	3.9	2.5
3	3.4	2.4	2.2	2.2	2.2	2.4	1.2	—	4.0	2.2
4	4.3	2.3	1.0	0.7	3.3	2.0	2.3	2.0	4.0	2.4
5	1.3	2.8	2.3	1.7	3.3	2.5	—	—	3.0	1.9
6	3.5	2.0	2.0	3.5	2.3	3.5	—	0.5	3.8	2.3
Keski- arvo 1—6	3.5	2.7	2.3	2.1	2.7	2.5	0.9	0.9	3.8	2.4

Asteikko 1—5 (1 = erittäin huonoja, 2 = huonoja, 3 = neutraaleja, 4 = hyviä, 5 = erittäin hyviä; — ei kokemuksia).

termiinitransaktiot ja maksurytmin muuttaminen, valuutta- ja hintaklausuilit sekä sopimusvaluutan vaihtaminen mainitussa järjestyksessä. Huonoimmat kokemukset oli saatu valuuttacocktailien käytöstä ja yhteistoiminnasta tytäryhtiöiden kanssa, tai sitten näitä keinoja ei ollut käytetty lainkaan.

Eri keinojen käyttöiheyden ja niistä saatujen kokemusten suotuisuuden välinen korrelaatio ($r = 0.61$) osoittaa, että keinoista, joita yritykset olivat useimmiten käyttäneet, oli myös varsin hyviä kokemuksia; vastaavasti yritykset olivat onnistuneet välttämään turvautumista epätyytyttäviksi osoittautuneisiin keinoihin.

Vaikka ryhmäkeskiarvojen hajonta ei ollutkaan kovin suuri, eri keinojen käyttökokemukset vaihtelivat odotetusti vienti- ja tuontirytyksissä. Esimerkiksi sopimusvaluutan vaihtamista arvostivat tuontirytykset keskimäärin vähemmän kuin vientirytykset, mikä johtuu lähinnä tämän keinojen rajoitetumista käyttömahdollisuuksista tuonnin piirissä. Sen sijaan maksurytmin muutoksista saadut kokemukset olivat tuontisektorissa parempia kuin vientisektorissa.

Metsä- ja metalliteollisuusryhmissä sekä tuontirytyksessä 4 sai yhteensovittaminen erityisen korkeita asteikkoarvoja. Sitä arvostivat eniten metsäteollisuusrytykset. Myös sopimusvaluutan vaihtaminen sai huomattavasti korkeammat asteikkoarvot metsä- ja metalliteollisuudessa kuin missään toisessa ryhmässä. Uusvientirytyksillä ei ollut lainkaan kokemusta valuuttacocktailleista.

Tuontiyritysrhymässä 6 (raaka-aineiden ja investointitavaroiden kaupallinen tuonti) arvostettiin FIM-sopimuksia sekä valuutta- ja hintaklausuuleita huomattavasti enemmän kuin muissa ryhmissä. Kulutustavaratuontiryhymässä ei ainoallakaan yrityksellä ollut kokemusta yhteistyöstä ulkomaisten tytäryhtiöiden kanssa eikä myöskään valuuttacocktailien käytöstä valuuttastrategisena keinona.

Kuvan saamiseksi valuuttastrategian yleisistä mahdollisuuksista ja rajoituksista yritysten kannalta kysyttiin yrityksiltä lopuksi, mitkä tekijät niiden mielestä rajoittivat valuuttastrategisia mahdollisuuksia. Tekijät jaettiin yrityksen sisäisiin ja ulkopuolisiin.¹ Vastaukset antoivat osittain kuvan siitä, mitkä tekijät otosyritysten mielestä estivät niitä kehittämästä valuuttastrategiaansa. Yritysten sisäisistä tekijöistä pidettiin rajoittavina ennen kaikkea koulutuksellisia seikkoja samoin kuin vaikeutta osoittaa tulokset selkeästi. Organisaattoriset vaikeudet ja riittävän erikoisasiantuntemuksen puute sekä hajautettu yritys rakenne mainittiin myös usein vaikeuttavina tekijöinä. Kaikkien yritysten mielestä valuuttakysymykset olivat tärkeitä, ja useimmat katsoivat, etteivät valuuttastrategisen organisaation kustannukset olleet tuntuvia.

Yritysten ulkopuolisista kotimaisista tekijöistä viitattiin lähinnä kustannustekijöihin (esim. korkeat termiiniostokurssit) ja jossain määrin valuuttakontrolliin (vrt. luku 43). Myös pankkien tarjoaman neuvonnan tasoa pidettiin valuuttastrategiaa vaikeuttavana tekijänä. Etenkin keskimääräistä pienemmät yritykset pitivät yhteyksiään pankkien valuuttaosastoihin epätyytyttävänä. Kansainvälisistä rajoittavista tekijöistä haastatteluissa mainittiin ennen muuta kauppakumppanien jäykät asenteet esimerkiksi sopimusvaluutan tai maksumenetelmien muuttamiseen.

63. Yritysten valuuttastrategisten menetelmien käyttö

Valuuttastrategisten menetelmien käyttöiheyden sekä niistä saatujen kokemusten tarkastelun jälkeen analysoidaan eri menetelmien käytännöllistä soveltamista, niiden etuja ja haittapuolia sekä kustannusnäkökohtia. Eri keinoja käsitellään suurin piirtein samassa järjestyksessä kuin luvuissa 23 ja 62. Aluksi tarkastellaan valuutta-aseman ohjauksen kannalta perustavanlaatuisia toimenpidettä, so. tulojen ja menojen yhteensovittamista (matching). Seuraavaksi käsitellään terminointia, joka sopii luontevasti yhteensovittamisen ulko-

¹ Kysymykset olivat osittain toisenlaisia kuin aiemmin esimerkiksi siten, että ne esitettiin väittämien muodossa ("asiaa ei ole katsottu tärkeäksi" jne.); käytetyt asteikkoarvot olivat kuitenkin samanlaisia kuin aikaisemminkin.

puolelle jäävien avoimien positioiden kattamiseen. Korkopariteettianalyysia hyväksi käyttäen terminoinnin edullisuutta voidaan verrata maksurytmin muuttamiseen, joka myös on tärkeä valuuttastrateginen menetelmä. Sitten analysoidaan kolmea portfolion hajauttamiseen liittyvää keinoa; sopimusvaluutan vaihtoa, valuuttacocktaileja ja FIM-sopimuksia. Lopuksi käsitellään otosyritysten käyttämiä valuuttaklasuuleita sekä muita niiden soveltamia keinoja.

631. Tulojen ja menojen yhteensovittaminen (matching)

Yhteensovittamista käytettäessä pyritään riskiä pienentämään tasapainottamalla saamiset ja velat valuutoittain. Vaihtoehtoisesti voidaan pyrkiä yhteensovittamiseen yhtä vahvoina tai yhtä heikkoina valuuttoina, mahdollisesti jopa käyttämällä MARP-tyyppistä tekniikkaa (vrt. luku 23). Tällaisen ristikkäisen yhteensovittamisen kannalta tärkeitä valuuttakurssien muutosten välisiä korrelaatioita käsitellään luvussa 634.

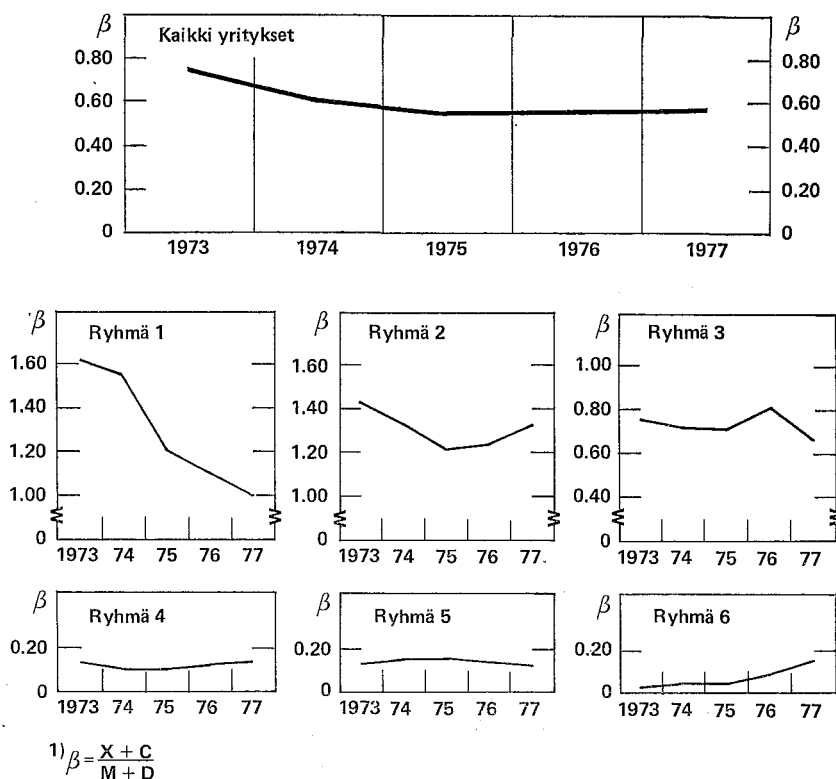
Yhteensovittamismahdollisuudet ovat suuresti riippuvaisia yrityksen valuuttavirtojen volyymin, koostumuksesta sekä ajallisesta rakenteesta. Karkean kuvan saamiseksi tutkittujen yritysten mahdollisuuksista käyttää yhteensovittamiskeinoa laadittiin yksinkertainen, toisaalta vientitulovirtojen ja valuuttasaamisten ja toisaalta tuontimenovirtojen ja valuuttavelkojen välistä suhdetta osoittava indikaattori. Tulokset¹ esitetään kuviossa 6311 sekä koko otoksesta että yritysryhmittäin. On kuitenkin korostettava, että käytännön yhteensovittamismahdollisuudet eivät korkeallakaan yhteensovittamispotentiaalilla välttämättä ole yhtä hyviä, jos tulo- ja menovaluutat ovat hyvin erilaisia ja/tai ko. valuuttakurssien väliset korrelaatiot ovat matalia tai negatiivisia. Yleensä korkea yhteensovittamispotentiaali kuitenkin merkitsee hyviä käytännön yhteensovittamismahdollisuuksia, kun taas alhainen potentiaali aina merkitsee sellaisten mahdollisuuksien puutetta.

Otosyritysten tällä tavoin mitattu yhteensovittamispotentiaali aleni jonkin verran erityisesti vuosina 1974–75, kun valuuttavelat lisääntyivät nopeasti ja kun viennin arvo pieneni vuonna 1975 (vrt. kuviot 3311–3312). Selvintä oli potentiaalın perustavanlaatuinen heikkeneminen metsäteollisuudessa run-

¹ Indikaattorissa esiintyy jonkinlaista päällekkäisyyttä, sillä siihen on sisällytetty sekä virrat että saldot (esim. sekä vienti että lyhytaikaiset saamiset); jos laskelma olisi perustettu vain vuoden lopun saldoihin, olisi se kuitenkin käsityksemme mukaan antanut yksipuolisen kuvan yhteensovittamismahdollisuuksista vuoden aikana, kun taas pelkkien vienti- ja tuontivirtojen huomioon ottaminen olisi jättänyt mm. tärkeät rahoitusvelat huomiotta.

Kuvio 6311.

OTOSYRITYSTEN YHTENSOVITTAMISPOTENTIAALI (β)¹ 1973—77.



saasta 1.60:sta 1.00:aan.¹ Myös metalliteollisuuden ja uusviennin ryhmissä suhdeluku heikkeni hieman ko. ajanjaksona. Metalliteollisuuden ryhmässä tilanne korjaantui vuonna 1977 viennin nopean kasvun ansiosta, kun taas uusviennin ryhmässä potentiaali aleni valuuttavelkojen ja tuonnin kasvun vuoksi. Kaikissa tuontiryhmässä yhteensovituspotentiaali oli vuonna 1977 alle 0.20. Vuosina 1976—77 se lisääntyi tuntuvasti tuontiryhmässä 6, jonka onnistui lisätä vientinsä arvoa matalasta lähtötasosta.

Rakenteellisten tekijöiden lisäksi yhteensovittamismahdollisuudet ovat riippuvaisia yrityksen ostaja/myyjä-asetusta ulkomaisiin kauppakumppaneihin nähden sekä yleisestä markkinatilanteesta. Vilkas ulkomainen kysyntä paran-

¹ Metsäteollisuusyritysten yhteensovittamismahdollisuuksia rajoittaa käytännössä myyntiyhdistysten tärkeä rooli niiden viennissä; ks. luku 73.

si viejien mahdollisuuksia saada laskutusvaluuttapreferenssinsä jossain määrin huomioon otetuiksi. Yhteensovittaminen laskutusvaluuttaa vaihtamalla on rinnastettavissa hinnanmuutoksista sopimiseen, edellyttäen että osapuolten käsitykset siihen mennessä käytetyn ja uuden valuutan kehityksestä ovat jotakuinkin yhdenmukaiset. Tämän vuoksi vaikuttaa laskutusvaluutan vaihtaminen helposti kotimaanvaluutan määräiseen vienti/tuontihintaan. Haastattelujen mukaan saattoi tuontivaluutan vaihtoehdotus esimerkiksi DEM:sta USD:ksi aiheuttaa vastaehdotuksen, jossa USD-hintaa pyrittiin korottamaan määrällä, joka vastasi ulkomaisen viejän käsitystä USD:n kurssin heikentymisestä DEM:n kurssiin verrattuna maksuajankohtaan mennessä.

Rahoituksellinen yhteensovittaminen (ks. luku 44) valuuttalainoja lisäämällä tai vähentämällä kävi sen sijaan usein rakenteellista yhteensovittamista helpommin. Esimerkiksi vienti voitiin Suomessa usein jällenerahoittaa sopimusvaluuttaa käyttäen. Mutkattomia yhteensovittamismahdollisuuksia tarjosivat myös tiettyinä ajankohtina (korkokauden lopussa) roll-over-finanssilainat, joihin liittyi lainavaluuttaa koskeva optio-oikeus (monivaluuttaklausulit). Yhteensovittamista oli omiaan jonkin verran helpottamaan ulkomaisten yritystiöiden olemassaolo.

Jos huomattavia valuuttakohtaisia tasapainottomuuksia esiintyi yrityksessä, jolla oli sekä vientituloja että tuontimenoja/valuuttavelkoja, edellytti suhteellisen vähäininkin rakenteellisen yhteensovittamisen lisäys sekä osto- että myynti- ja rahoitustoimintojen mukaankytkemistä operaatioon. Paras yhteensovitusaste näytti olevan saavutettavissa pitkällä aikavälillä. Talousjohdon oli näissä yrityksissä tasaisin väliajoin välttämään kuitenkin liian usein tapahtuvia muutoksia annettava osto- ja myyntiosastoille positiivisia ja negatiivisia sopimusvaluuttapreferenssejä koskevia suosituksia, jotka tähtäsivät ennen muuta myyntilaskutuksen lisäämiseen alijäämävaluutoin ja ostojen lisäämiseen ylijäämävaluutoin.

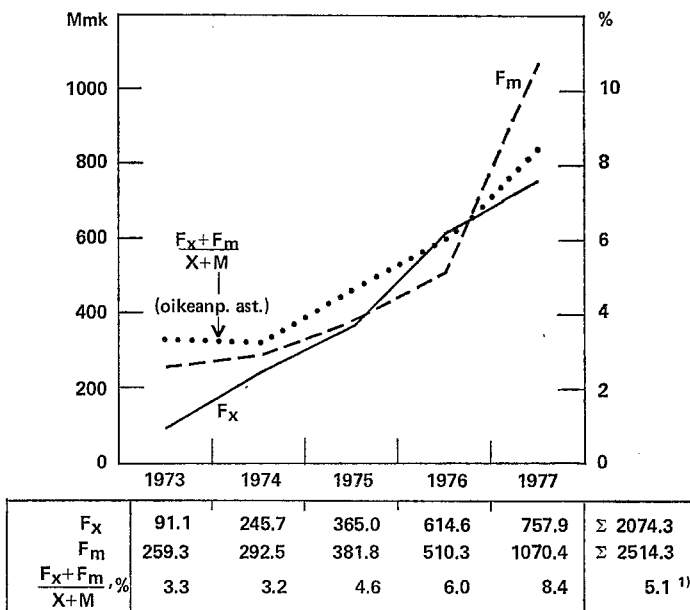
Joitakin yhteensovittamiseen liittyviä näkökohtia kosketellaan seuraavissa luvuissa, ennen kaikkea sopimusvaluutan vaihtamista käsittelevässä luvussa 634.

632. Termiinitransaktiot

Termiinitransaktioiden institutionaalista taustaa käsiteltiin luvussa 44. Osoyriyten termiiniosot ja -myynnit lisääntyivät erityisen nopeasti tutkimusajanjakson jälkipuoliskolla. Termiiniliiketoimien määrä oli vähäinen vielä vuosina 1970 ja 1971 (liite 5), ennen kuin Suomen Pankki oli ryhtynyt niitä

Kuvio 6321.

OTOSYRITYSTEN TERMIINIKAUPAT 1973—77



F_x = termiini-myynnit, F_m = termiini-ostot

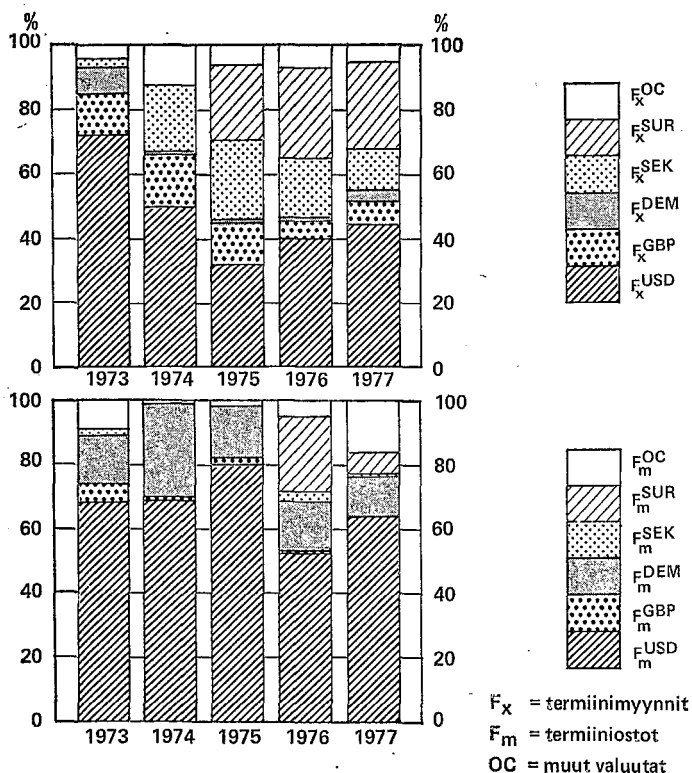
1) Keskimäärin vuosina 1973 – 77

aktivoimaan. Väli vuoden 1972 jälkeen ne alkoivat lisääntyä ja nousivat bruttomäärältään vuoden 1973 350 milj. markasta devalvointivuoden 1977 yli 1 800 milj. markkaan (kuvio 6321). Otsyritysten bruttotermiinoinnin suhde niiden viennin ja tuonnin summaan kohosi runsaasta 3 prosentista vuonna 1973 runsaaseen 8 prosenttiin vuonna 1977. ¹ Varsin korkeat termiinipreemiot olivat omiaan lisäämään viejien mielenkiintoa termiini-myynnteihin, kun taas Suomen markkaan kohdistuneiden devalvointiodotusten takia erityisesti vuonna 1977 tuontiyrietykset ja valuuttavelkoja omaavat vientiyrietykset käyttivät hyväkseen termiini-ostoja. Suomessa noteerattujen termiini-kurssien avistakursseja korkeampi taso, joka oli leimaa antava pääosalle tarkasteluajanjaksoa, ei näin ollen kuvastunut termiini-ostojen ja -myyntien välisenä tasa-

¹ Termiini-kauppojen suhde näiden yritysten tuontiin oli 9.6 % ja vientiin 7.2 % vuonna 1977. Vuonna 1977, jolloin kurssimuutoksia koskevat odotukset olivat leimaa antavia, termiini-kaupat lisääntyivät noin 550 mmk. Koska tavarantuontimenojen lisäksi myös muita menoja (kuloituksia, korkoja, rahteja) mutta luultavasti vientitulojen ohella myös muita tuloja termiinoitiin, täsmällinen suhdeluku olisi jonkin verran pienempi kummassakin tapauksessa.

Kuvio 6322.

OTOSYRITYSTEN TERMIINIKAUPPOJEN (F) VALUUTTAJAKAUTUMA 1973—77, %



painona. Useimpina vuosina tutkittujen yritysten termiinikaupat olivat osto-voittoisia. Vuosina 1973—77 otosyritysten termiiniosiot olivat 450 milj. markkaa termiinimyyntejä suuremmat.

Valuutoittain tarkasteltuna (kuvio 6322) yritysten termiinimyyntit keskittyivät vuosina 1973—77 neljään valuuttaan: USD, GBP, SEK ja SUR. USD:n osuus oli kaikista suurin (noin 72 %) vuonna 1973, mutta pieneni kuitenkin tuntuvasti sen avistakurssin jyrkän laskun vähitellen päättyessä. SUR:n termiinimyyntit ovat olleet huomattavan suuret, suunnilleen 23—29 % kokonaissummasta, sen jälkeen kun ne tulivat vuonna 1974 mahdollisiksi. SEK:n ja GBP:n osuudet supistuivat jonkin verran ajanjakson kuluessa.

Myös termiiniosioita hallitsi USD, jonka osuus oli 64 % vuonna 1977. Seu-

raavina olivat DEM, SUR ja muut valuutat (OC). Viimeksi mainittuun ryhmään sisältyivät lähinnä lainojen lyhennyksiä ja korkomaksuja varten tehdyt CHF-termiiniostot. DEM-ostot tapahtuivat niin ikään pääasiallisesti velanhoitotarkoituksessa. Myös NLG-, DKK-, NOK-, BEF-, FRF-, ITL- ja ATS-määräisiä termiiniostoja ja -myyntejä tehtiin. Tarkastellut termiinitransaktiot olivat valuutta/FIM-kauppoja, mutta lisäksi tapahtui termiinkauppoja josain määrin myös kolmansilla valuutoilla, mm. USD/GBP, GBP/DEM, DEM/SEK ja NLG/SEK. Termiinkauppojen valuuttajakautuma on esitetty yksityiskohtaisesti liitteessä 6.

Ylivoimaisesti aktiivisimmin käyttivät termiinimarkkinoita hyväkseen metalliteollisuusyritykset sekä kulutustavaroiden tuontia harjoittavat yritykset (liite 5). Metalliryhmän osuus vuosien 1970-77 termiinimyyntien kokonaisuudesta oli 76 %, so. bruttomäärältään yhteensä yli 2 mrd. markkaa. Kulutustavararyhmän osuus termiiniostoista oli 48 %. Tämän ryhmän yritykset olisivat luultavasti turvautuneet terminointiin vieläkin enemmän, jos termiinkurssit olisi hyväksytty hinnankorotusperusteiksi hintasäännöstelyn alaisille tavaroille. Metsäteollisuuden termiinkauppojen suhteellinen vähälukuisuus johtui siitä, että ko. yritysten vienti tapahtui pääasiassa myyntiyhdistysten välityksellä ja terminoitiin näiden toimesta (ks. luku 73). Metsäteollisuusyritysten termiiniostot, yhteensä noin 470 milj. markkaa, tapahtuivat lähinnä velanhoitomenoja varten. Ryhmään 6 kuuluvat tuontiytykset eivät sen sijaan olleet turvautuneet juuri ollenkaan terminointiin ja uusvientiytyksetkin olivat käyttäneet terminointia vain mitättömässä määrin.

Uusvientiytysten laimea osallistuminen termiinimarkkinoihin johtui niiden tottumattomuudesta terminointitekniikan käyttöön. Tässä suhteessa ne erosivat jyrkästi suuremmista, erityisesti metalliryhmään kuuluvista vientiytyksistä. Uusvientiytysten terminointikäyttäytymistä voidaan selittää osittain myös sillä, että niiden on mahdollista käyttää suuressa määrin hyväkseen virallisia lyhytaikaisia vientiluottoja lähinnä rahoitusmielessä mutta myös kurssiriskeiltä suojautumisen keinona, jolloin kurssiriski siirtyi Suomen Pankille vientivekseleitä diskontattaessa. Myös maksuvalmiudella lienee ollut tässä merkitystä: kurssiriskin täydellinen kattaminen eräänlaisen swap-operaation avulla (ks. luku 23) merkitsi (velaksi käsitety) termiinimyyntien tasapainotamista vastaavalla valuuttatalletuksella, joka oli sidottuna valuuttatilille termiinimyyntien eräpäivään saakka. Tämä mahdollisti mm. vientiopeeraatiot, joista maksut saatiin heikkoina valuuttoina, mutta toisaalta vaati likvidejä varoja. Terminointiaktiiviteetin äärimmäisen matala taso tuontiytyksryhmässä 6 tulkittiin osittain heijastumaksi heikosta informaatiosta, termiinkurssien korkeasta tasosta ja näiden yritysten mahdollisuudesta kurssitappioidensa osittaiseen siirtoon edelleen ostajien kannettavaksi.

Termiinitransaktioiden valuuttastrategista merkitystä (tuotto/kustannukset) voidaan mitata eri tavoin.¹ Tavallisin tapa on verrata termiinikurssia terminointipäivänä vallitsevaan avistakurssiin ja laskea ko. valuutan preemio tai diskontto. Toinen yleinen tapa on verrata jälkikäteen termiinikursseja ja eräpäivän avistakurssia toisiinsa. Kolmas tapa olisi luvussa 23 esitettyä menetelmää käyttäen verrata toisiinsa termiinikurssia ja yrityksen omaa käsitystä tulevasta avistakurssista. Jos termiinikurssi yrityksen mielestä systemaattisesti aliarvioi avistakurssin laskun, termiinimyynti on aiheellinen. Jos termiinikurssin katsotaan yliarvioivan kurssin laskun, yrityksen olisi käytettävä hyväksi avistamarkkinoita tai jopa termiinistöjä.

Terminoinnin tuloksen arviointi mutkistuu vielä enemmän, jos termiinitransaktioihin liitetään kompensoivia avistavaluuttatalletuksia. Terminoinnin voitto- ja tappiolaskelmissa on silloin otettava huomioon paitsi termiini- ja avistakurssin välinen ero myös talletusvaluutan ja oman perusvaluutan (tai vaihtoehtoisen valuuttatalletuksen) välinen korkoero. Tätä ei tässä tutkimuksessa ryhdytä yksityiskohtaisesti käsittelemään, vaan keskitytään päätapauksiin.

Empiiriset vertailut perustuvat vallitsevan avistakurssin ja samanaikaisen termiinikurssin väliseen sekä termiinikurssien ja termiinitransaktioiden eräpäivän avistakurssien väliseen suhteeseen, joka voitiin laskea tärkeimmille maksuvaluutoille — USD, GBP, DEM, NLG, SEK, CHF ja SUR — heinäkuusta 1974 joulukuuhun 1977 (kuvio 6323). Kuviossa katkoviivat osoittavat kolmen kuukauden termiinikurssin ja samanaikaisen (sopimusajankohdan) avistakurssin kuukausikeskiarvojen suhdetta. Kolmen kuukauden noteeraus valittiin sen vuoksi, että valtaosa termiinitransaktioista kohdistuu tähän periodiin. Yhtenäiset viivat osoittavat termiinikurssien ja avistakurssin välistä suhdetta termiinitransaktion eräpäivänä.²

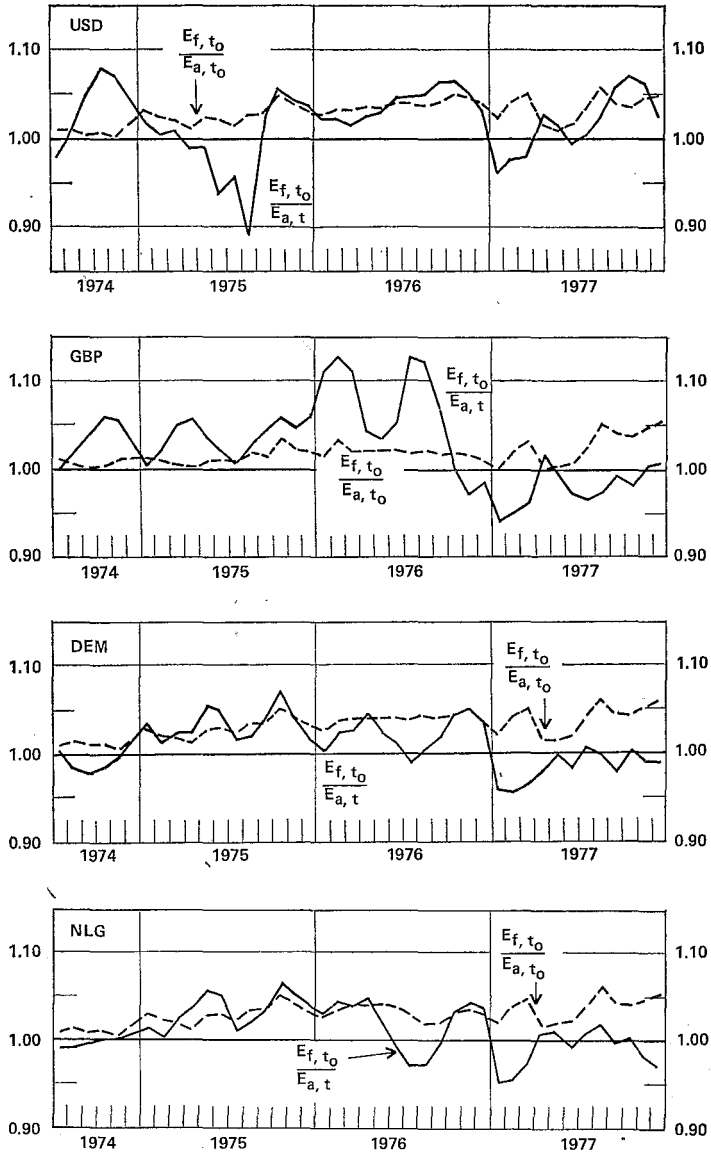
Kaikkien valuuttojen termiinikurssit olivat lähes jatkuvasti korkeammat kuin sopimuksentekopäivän avistakurssit, so. FIM oli diskontolla. Tämän vertailuperusteen mukaan sopimuksentekopäivän näkökulmasta katsottuna olivat termiinikurssit siis valuutan myyjälle edulliset ja sen ostajalle epäedulliset. Preemiot vaihtelivat sekä eri ajankohtina että valuuttojen korkotason/”kokuuden” mukaan. USD:n keskimääräinen preemio heinäkuusta 1974 joulukuuhun 1977 oli 2.9 %, GBP:n 1.8 %, DEM:n 3.4 %, NLG:n 3.0 %, SEK:n 3.4 % ja CHF:n 3.7 %. SUR:n preemio poikkesi Suomen Pankin harjoitta-

¹ Esim. GIDDY (ibid.) esittää suppean yleiskatsauksen eri tutkimuksissa esitettyjen eri vertailuperusteiden soveltuvuudesta.

² Termiinikurssien kuukausikeskiarvot laskettiin liikepankkien kunkin tiistaipäivän myyntinoteerauksista ja Suomen Pankin saman päivän avistamyntikursseista. Eräpäivän avistakurssit on kuviossa kohdennettu sopimuksentekopäivälle.

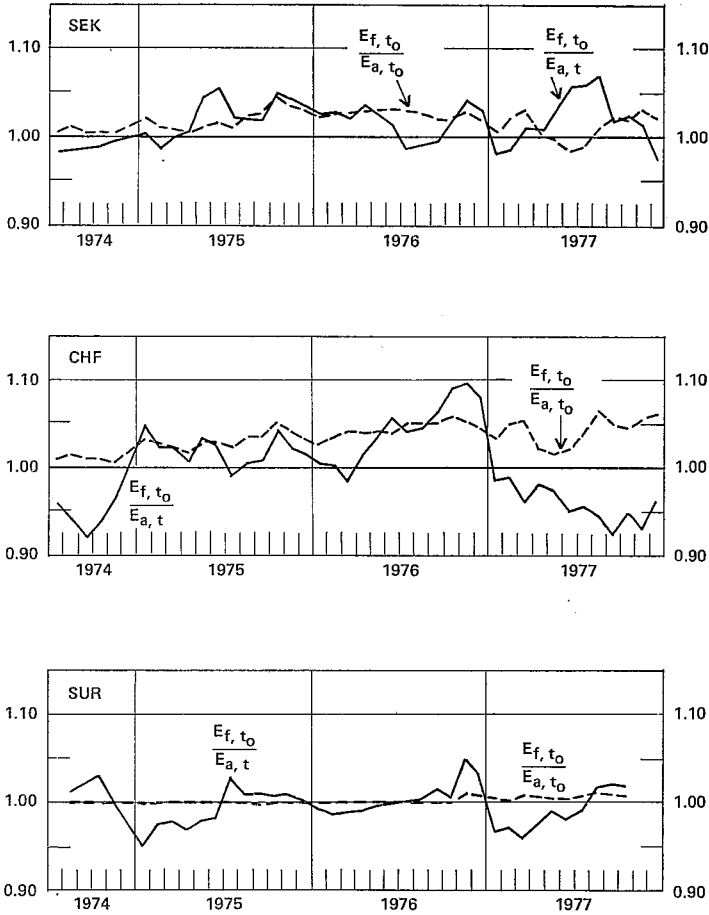
Kuvio 6323.

TERMIINIKURSSIEN (E_f) JA AVISTAKURSSIEN (E_a) SUHDE 1974—77



man termiinikurssipolitiikan vuoksi muista. Se pysytteli nollan vaiheilla vuoden 1976 loppuun saakka ja oli senkin jälkeen hyvin alhainen.

Kuvio 6323. Jatk.



Terminikurssien vertaaminen eräpäivän avistakursseihin antaa toisenlaisen kuvan. Pääosan tarkasteluajanjaksoa oli useimpien valuuttojen terminikurssi tosin jatkuvasti korkeampi kuin tämä vertailuavistakurssi. Keskimääräiset preemiot olivat: USD 2.0 %, GBP 2.7 %, DEM 1.1 %, NLG 1.1 %, SEK 1.6 %, CHF ± 0 % ja SUR -0.2 %. Vaihtelut olivat periodin kuluessa kuitenkin huomattavasti jyrkemmät kuin terminikurssin ja sopimuksentekopäivän avistakurssin suhteen vaihtelut; näin oli erityisesti laita USD:n osalta vuonna 1975, GBP:n osalta vuonna 1976 ja CHF:n osalta vuonna 1976. USD-terminitransaktioiden ajoittainen epäedullisuus valuutan myyjän kannalta johtui erittäin nopeasta, ulkoisten tekijäin aiheuttamasta USD:n avistakurssin

kohoamisesta vuoden 1976 puolivälin alhaiselta tasolta.¹ Likimain päinvastainen oli tilanne GBP:n suhteen vuonna 1976 sen avistakurssin laskiessa ennätysnopeasti. CHF:n avistakurssi kohosi tuntuvasti vuonna 1977.

Kuviot osoittavat, että vahvoina pidettyjen valuuttojen lopulliset termiinipreemiot olivat jonkin verran ns. heikkojen valuuttojen preemioita pienemmät. Termiinipreemiot ovat määrättyneet osittain avistakurssien nousua yliarvioimaan pyrkineiden tekijöiden mukaisesti. Tämän takia ovat heikkojen valuuttojen termiinitransaktiot näyttäneet valuutan myyjän kannalta jälkikäteen edullisemmilta kuin vahvojen valuuttojen transaktiot. Valuutan ostajan kannalta tilanne on ollut päinvastainen. Termiinikurssien systemaattisen vinoutuman merkitystä valuuttastrategisille valinnoille käsiteltiin luvussa 23.

SUR-terminointi oli erikoistapaus, joka johti hyvin erilaisiin tuloksiin kuin muut termiinitransaktiot. Marraskuun 1974 ja kesäkuun 1975 välisenä aikana sekä pitkinä ajanjaksoina 1976 ja 1977 vientiyritys olisi joutunut nyt tarkasteltavan vertailuperusteen mukaan 3 kuukauden SUR-terminoinnissa jonkin verran häviölle. Erityisen mielenkiintoinen on vuosi 1977, jonka alussa SUR oli hieman preemiolla, mikä kuitenkin eliminoitui miltei koko vuodeksi SUR:n avistakurssin nopean kohoamisen johdosta (ks. luku 42).

Tiivistelmänä edellisestä voidaan todeta, että esitettyjen vertailuperusteiden mukaan valuutan myyjien (vientiyriyten) ei yleensä olisi kannattanut ottaa kurssiriskejä jättämällä tekemättä termiinikaupat. Päinvastainen pätee valuutan ostajiin (tuontiyriyksiin, velallisiin). Termiinikurssien taso heijastelee osittain Suomen Pankin valuuttapoliittista linjaa.

Tarkasteltaessa termiinikurssien kehitystä ja termiinitransaktioiden valuuttajakautumaa (kuvio 6322) yhtäaikaaisesti havaitaan joitakin mielenkiintoisia piirteitä, kuten esimerkiksi SEK:n termiinimyyntien suhteellinen supistuminen vuonna 1977. Vaikka SEK:n devalvointia koskevat voimakkaat odotukset olisivat puoltaneet laajamittaisempaa SEK-terminointia, SEK-terminointien osuuden supistuminen on selitettävissä vastaavanlaisten FIM:n devalvointia koskeneiden odotusten sekä SEK:n ajoittain matalan termiinipreemion avulla.² USD:n termiinimyyntiosuuden kasvu vuosina 1976 ja 1977

¹ Avistamyyntikurssin kuukausikeskiarvo oli alimmillaan helmikuussa 1975, jolloin se oli FIM 3.52/USD, ja nousi sen jälkeen niin, että se oli lokakuussa 3.88, joten nousu oli 10.2 %.

² Lisäksi on otettava huomioon, että SEK-riskiä sahatavaran viennissä, joka suurimmaksi osaksi tapahtui tätä valuuttaa vastaan, oli omiaan tasapainottamaan samana valuuttana saadut vientiennakot (jotka merkitsivät yritysten velkaa).

selittynee tämän valuutan korkean termiinipreemion avulla. Tuojien USD-terminointien vuonna 1977 tapahtuneen lisääntymisen syitä valotetaan luvussa 84 esimerkkitapauksen avulla. Vuonna 1977 SUR-termiiniostojen voimakas väheneminen termiinipreemion alhaisuudesta huolimatta lienee heijastellut avistakurssin laskua koskeneita odotuksia.

633. Maksurytmin muuttaminen tai terminointi

Tässä luvussa verrataan toisiinsa empiirisesti kahta tärkeätä valuuttastrategista keinoa, terminointia ja maksurytmin muuttamista. Tarkoituksena on toisaalta jatkaa terminoinnin yleisen edullisuuden analyysia ja toisaalta luoda pohjaa näiden kahden, osittain korkopariteetin välityksellä toistensa kanssa yhteydessä olevan menetelmän keskinäiselle vertailulle. Johdantona tarkastellaan aiempaa yksityiskohtaisemmin maksurytmin muuttamisen edellytyksiä.

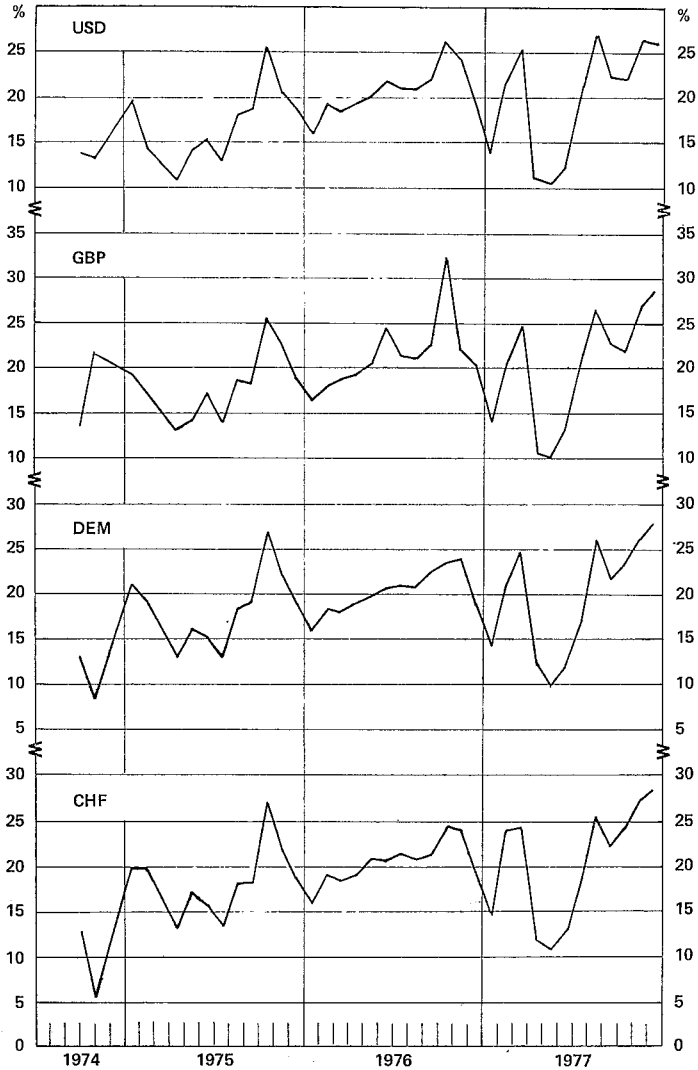
Maksurytmin muuttamismahdollisuudet — aientaminen tai viivästäminen — ovat suuresti riippuvaisia yrityksen rahoitus- ja maksuvalmiustilanteesta. Mitä parempi maksuvalmius yrityksellä on, sitä paremmat mahdollisuudet sillä on maksuvirtojen ajoituksen muuttamiseen. Voimakkaita maksurytmin muutoksia esiintyi ennen kaikkea ajanjaksoina, jolloin odotettiin sisäsyntyisiä valuuttakurssimuutoksia, so. FIM:n devalvaatioita. Vientirytykset pyrkivät viivästäämään valuuttatulojensa vaihtamista Suomen markoiksi lähinnä valuuttatalletuksiaan lisäämällä (luku 44) ja vähensivät lisäksi FIM-laskutustaan (luku 635). Valuuttakurssien odotetusta noususta aiheutuvaa tulevien menojen markkamääräistä kasvua pyrittiin supistamaan mm. turvautumalla tuonnin käteismaksuihin (ja joissakin tapauksissa ennakkomaksuihin), pienentämällä tuontivelkoja, vaihtamalla valuuttaa etukäteen valuuttalainojen lyhennys- ja korkosuorituksia varten sekä lisäämällä tuonnin volyymia (aientaminen). Tietyt otokseen sisältyneet tuontirytykset, joiden valuuttatulot olivat vähäiset, pyrkivät pääasiassa käyttämään hyväkseen juuri maksurytmin aientamista. Tätä valotetaan yksityiskohtaisesti esimerkkitapauksen avulla luvussa 84.

Luvussa 44 käsitellyn korkopariteettiteoreeman pohjalta tehtiin laskelmia lokakuun 1974 ja joulukuun 1977 väliseltä ajalta mainitun kahden riskintamismenetelmän edullisuudesta suomalaisyrityksille.¹ Vaikka ulkomaankau-

¹ Menetelmä on samantapainen kuin TANSKASEN (ibid., s. 24) käyttämä, mutta lähtökohtana ovat toiset perustiedot. Vertailu kattaa myös vuoden 1977 ja ottaa USD:n lisäksi huomioon myös muut tärkeät ulkomaankauppa- ja lainavaluutat, joita koskevia termiini- ja korkonoteerauksia oli saatavissa, so. GBP, DEM ja CHF. SEK:n osalta ei onnistuttu saamaan mitään tyydyttävää eurokorkoajkasarjaa.

Kuvio 6331.

KORKOPARITEETTIA VASTAAVA KOTIMAINEN KORKOTASO (R) 1974—77



Vuosikeskiarvo			
USD	17.2	20.9	20.2
GBP	18.0	21.6	20.2
DEM	18.4	20.3	19.8
CHF	18.4	20.8	20.4
\bar{X} kaikki valuutat	18.0	20.8	20.2
\bar{X} 1975—77		19.7	

passa sovellettu korkotaso vaihtelee jonkin verran eri yrityksillä, eurokorkoja voitaneen pitää tyydyttävänä suomalaisyritysten ulkomaankauppaan soveltaman korkotason likiarvona. Ennen kaikkea eurodollarikorko on suomalaisyritysten kannalta tärkeä kansainvälinen viitekorko; olihan lähes puolet otosyritysten valuuttaveloista dollareina. Sen sijaan empiirisen vastineen valitseminen kotimaista korkotasoa korkopariteettiyhtälössä (442) edustavalle muuttujalle (R) osoittautui ongelmalliseksi. Tämän vuoksi laskettiin, mikä kotimainen korkotaso oli korkopariteettia vastaava termiini- ja avistakurssien samoin kuin ulkomaisen korkotason ollessa annettuja. Tulokset on esitetty kuviossa 6331.

Kuvio 6331 on tulkittavissa seuraavasti. Vientisaamisten diskonttaaminen on valuutan myyjille, lähinnä vientiyrityksille, terminointia edullisempi valuuttastrateginen suojautumiskeino, jos niiden kotimaisesta marginaalilainanotostaan (tai rahoituksensa vaihtoehtokustannuksina) maksama korko ylittäisi korkopariteettia vastaavan koron. Kotimaisen rahoituksen käyttö sekä ennakosuoritukset (käteissuoritukset) tuontilaskuja maksettaessa olisivat periaatteessa valuutan ostajalle, mm. tuojalle, edullisempia keinoja kuin terminointi, sikäli kuin tämä onnistuu saamaan lainaa, jonka marginaalikorko on alempi kuin korkopariteettia vastaava korko. Periaatteet on kiteytetty taulukossa 6331.

Korkopariteettia vastaava laskennallinen kotimainen korkotaso on, kuten kuviossa 6331 ilmenee, jokseenkin sama valuutasta riippumatta, mikä johtuu lähinnä korkoarbitraasista. Verrattaessa valuuttapareista USD/GBP ja USD/CHF saatuja korkoja korrelaatiot olivat korkeat (kummassakin tapauksessa 0.92). Sen sijaan DEM-pohjaisen aikasarjan ja muiden aikasarjojen väliset korrelaatiot olivat huomattavasti alempia, 0.50–0.63.

Ajoittaiset, tavallisesti sängen vähäiset erot korkopariteettia vastaavassa kotimaisessa korkotasossa selittyvät, kun otetaan huomioon, että eri valuuttojen

Taulukko 6331. Korkopariteettia vastaavat periaateohjeet

Valuutan myyjän/ostajan rajakorko	Periaateohje valuutan myyjää varten	Periaateohje valuutan ostajaa varten
Korkopariteettitasoa korkeampi	Vientisaatavien diskonttaus	Terminointi
Korkopariteettitasoa alempi	Terminointi	Kotimainen rahoitus ja ennakosuoritus ulkomaille

terminikursseihin vaikuttavat korkoerojen ohella aika ajoin ja vaihtelevassa määrin myös kurssiodotukset.¹ Suurimmat erot esiintyivät marraskuussa 1974, jolloin korkotaso oli CHF:n mukaan 5.3 %, DEM:n mukaan 8.3 %, USD:n mukaan 13.3 % ja GBP:n mukaan 21.6 %. CHF:n ja DEM:n terminikursseihin vaikuttivat niiden vahvistumista koskevat odotukset ja USD:n ja GBP:n terminikursseihin niiden heikkenemistä koskevat odotukset. Lisäksi esiintyi silloin tällöin 1–5 prosenttiyksikön suuruisia eroja, mutta yleensä enintään kuukauden ajan kerrallaan, mikä osoittaa kurssiodotusten vaikutusten olleen nopeasti ohimeneviä. Kuviossa 6331 esitetyistä vuosikeskiarvoista ilmenee, että korkopariteettia vastaavien eri korkojen erot olivat suurimmat ”heikon” GBP:n ja ”vahvan” DEM:n mukaisesti laskettuna vuonna 1976 eli keskimäärin 1.3 prosenttiyksikköä.

Edellä esitetyn perusteella voidaan tehdä joitakin johtopäätöksiä tutkittujen yritysten valuuttakäyttäytymisestä. Vuonna 1977 näiden yritysten tekemät termiiniostot (tuonti- ja korkomaksuja, lainojen lyhennyksiä ym. varten) olivat poikkeuksellisen suuret, noin 1.1 mrd. markkaa, siitä huolimatta että kotimainen korkopariteettia vastaava korkotaso oli keskimäärin 20.2 % vuodessa. Tämän selitykseksi voidaan viitata lähinnä kahteen seikkaan. Ensinnäkin rahoituksen marginaalikustannukset todella kohosivat eräissä tapauksissa niin korkeiksi, että terminointi oli valuutan ostajalle edullisempi vaihtoehto. Toisaalta tuojien maksuvalmius, jota yleisen kireän rahapolitiittisen linjan lisäksi kiristi erityisesti maaliskuussa 1977 tapahtunut tuonnin käteismaksujärjestelmän (ns. RP-järjestelmän) laajentaminen, ei antanut suuriakaan mahdollisuuksia maksurytmin muuttamista varten tarvittavan kotimaisen lisärahoituksen saantiin. ”Finnsale”-esimerkkitapauksen analyysi luvussa 84 tukee näitä otaksunia.

Tarkasteluajanjaksona vallinneesta korkeasta korkopariteettia vastaavasta kotimaisesta korkotasosta huolimatta tekivät tuontiyritysten maksuvalmiuspaine, ilmeisen korkeat rahoituskustannukset sekä voimakkaat kurssien nousua koskevat odotukset terminoinnin näin ollen houkuttelevaksi.

Terminiimyöntien huomattava lisääntyminen vuosina 1975–77 puolestaan viittaa siihen, että vientiyritykset pystyivät ainakin osittain hankkimaan itselleen kotimaista rahoitusta marginaalikustannuksilla, jotka keskimäärin alittivat kuviossa esitetyn keskiarvon 19.7 % (kuvio 6331). Vientiyritysten tuontiyrityksiä hieman vähäisempi yleinen mielenkiinto terminointia kohtaan selit-

¹ Vrt. SÖDERSTEN (ibid., s. 423 seur.), joka käsittelee terminikurssien ajoittaista viinoutumista. Tämä saattaa johtua mm. valuuttakauppiaiden subjektiivisista riski- ja likviditeettiarvioista, kurssien tuennasta ja spekulatiivisuudesta.

tyy osittain metsäteollisuuden myyntiyhdistysten tuntuvista termiinimyyneistä, jotka eivät ole mukana näissä luvuissa.

634. Portfolion hajauttaminen ml. sopimusvaluutan vaihto ja valuuttacocktailit

Valuuttaportfolion hajauttamisella tarkoitetaan toimenpiteitä, jotka tähtäävät riskin hajauttamiseen jakamalla saamiset/velat valuutoille, joiden kurssikehitysten välillä vallitsee mahdollisimman matala positiivinen tai peräti negatiivinen korrelaatio. Yritys voi hajauttaa valuuttaportfolionsa mm. vienti- ja tuontikaupan sopimusvaluutan muutoksin, valuuttacocktaileihin (tai -koreihin) sidotuin valuuttalainoin tai jakamalla valuuttalainansa eri valuutoille edellä esitettyjen periaatteiden mukaisesti. Joissakin harvoissa tapauksissa on myös vientitoimitusten arvo sidottu valuuttakoriin.

Sopimusvaluutan muutoksen avulla tapahtuvaa hajautusta ja siihen liittyviä jäykkyystekijöitä käsiteltiin periaatteelliselta kannalta luvussa 44. Jotkut tutkituista yrityksistä korostivat, että yrityksen sisäisesti sopimusvaluutan vaihtamista oli perusteltava sekä aikaisemmin käytetyn että käyttöön otettavaksi suunnitellun sopimusvaluutan kurssikehitystä koskevin hypoteesein. Monessa tapauksessa näyttikin olevan houkuttelevaa jatkaa kulkua vanhoissa raiteissa ja välttää aktiivista spekulointia uudella valuutalla.

Valuuttalainoja otettaessa määräytyi valuutan valinta lähinnä yrityksen käytettävissä olevien lainamarkkinoiden ja rahoitusjärjestelmien mukaan. Esimerkiksi lyhytaikainen vienti- ja tuontirahoitus sidottiin yleensä sopimusvaluuttaan. Pitkäaikaisessa roll-over-lainanotossa tekivät kuitenkin lainavaluutan optio-ehdot (monivaluuttaehdot) lainavaluutan vaihdon mahdolliseksi tiettyinä ajankohtina, usein esimerkiksi kuuden kuukauden mittaisen korkoperiodin lopussa. Valuuttapankit (ja tietyissä tapauksissa Suomen Pankki) vaikuttivat lainavaluuttojen valintaan, valuuttapankit selvimminkin kotimaisten valuuttalainojen (valuuttakausiluottojen tai fennoluottojen) osalta.

Yritysten vienti-, tuonti- ja lainavaluuttojen jakautuman analyysi (kuvio 6341) osoitti keskimääräisten valuuttaportfolion (osuuksien) muutosten olleen sangen vähäisiä. Näin oli siitä huolimatta, että suurin osa Suomen sekä viennistä että tuonnista tapahtui varsin lyhyiden, 1–4 kuukauden pituisten, sopimusten¹ ja niihin liittyneiden rahoitusjärjestelyjen puitteissa, minkä olisi periaatteessa pitänyt helpottaa sopimusvaluuttojen hajautusta. Lisäksi valuuttajakautumassa tapahtuneet muutokset johtuivat useimmiten lähinnä markki-

¹ Ks. esim. TAIVALAHO (1977).

natilanteesta, markkinaosuuksissa ja ko. toimialalle ominaisessa käytännössä tapahtuneista muutoksista eikä tietoisesta valuuttaportfolion koostumuksen muuttamiseen tähtäävästä pyrkimyksestä.

Vuosina 1973–77 vientivaluuttarakennetta hallitsi viisi valuuttaa, USD, SUR, SEK, GBP ja DEM. Näiden yhteenlaskettu osuus oli keskimäärin 4/5 laskutuksesta. Suurimmat suhteelliset muutokset tapahtuivat vuonna 1975, jolloin SUR-pohjainen vienti Neuvostoliittoon lisääntyi bilateraalisen maksusopimuksen puitteissa voimakkaasti öljykriisin jälkeen tapahtunutta tuonnin arvon kasvua tasapainotettaessa. Vuonna 1977 SUR:n osuus oli 22 %. SEK-laskutuksen osuus viennistä kasvoi tuntuvasti vuonna 1974 (15 prosentista 20 prosenttiin), kun sahatavaran viennissä siirryttiin lähinnä GBP-pohjaisista SEK-pohjaisiin sopimuksiin. GBP:n osuus puolestaan supistui vastavasti. Vuonna 1977 USD sai takaisin aikaisemman asemansa otosyritysten tärkeimpänä vientivaluuttana, kun taas sekä SUR:n että GBP:n osuus supistui. Valuuttajakautumista tehdään yksityiskohtaisesti selkoa liitteissä 7–9.

Tuontipuolen rakennemuutoksista olivat tärkeimmät USD:n osuuden kasvu öljyn hinnankorotusten jälkeen¹ sekä DEM:n ja SEK:n tuontiosuuksien tasainen supistuminen. DEM:n osuuden pieneneminen 17 prosentista 10 prosenttiin vuosien 1973 ja 1977 välisenä aikana heijastanee osittain otosyritysten tietoista pyrkimystä karttaa tätä vahvana pidettyä valuuttaa. Myös GBP:n osuus väheni jonkin verran tutkimusajanjakson kuluessa. Nämä muutokset olivat myös yhteydessä kotimaisen investointitoiminnan alhaiseen tasoon.

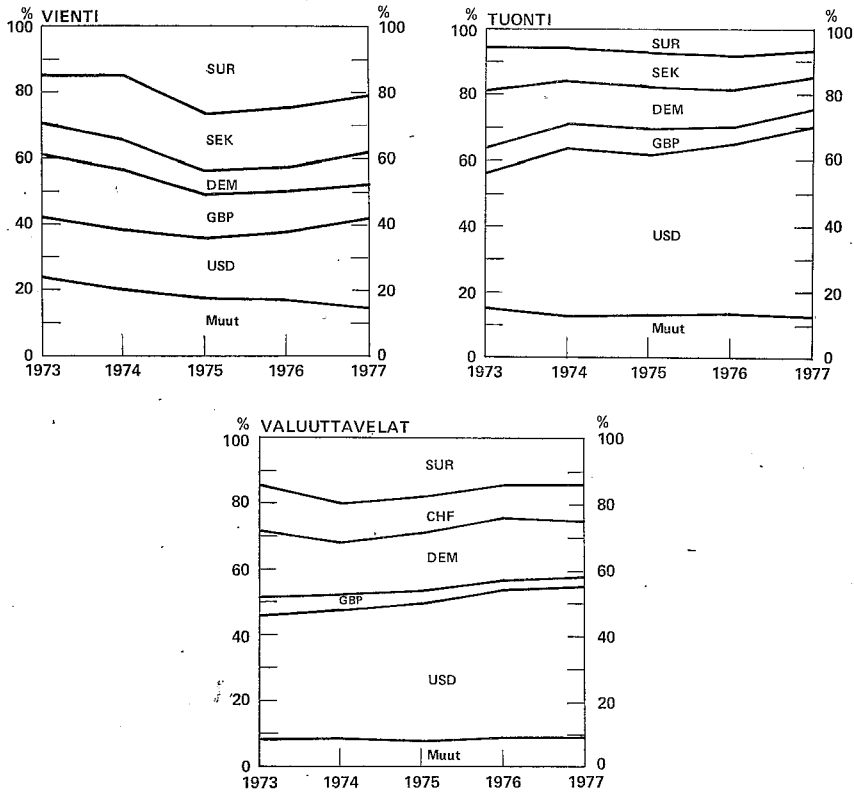
Lainavaluutoissa USD:n osuus kasvoi tasaisesti GBP:n sekä kahden kovan valuutan, DEM:n ja CHF:n, kustannuksella ja oli 45 % vuonna 1977. DEM:n ja CHF:n yhteenlaskettu osuus laski 35 prosentista 29 prosenttiin vuosina 1973–77.

Valuuttajakautumissa tapahtui yritysryhmittäin odotetusti suurempia muutoksia kuin edellä esitetyissä, koko vientiä ja tuontia sekä kaikkia valuuttavelkoja koskeneissa keskiarvoissa. Metsäteollisuusryhmän viennissä USD:n osuus vaihteli huomattavasti tarkasteluajanjaksona, kun taas GBP:n osuus supistui jatkuvasti. SUR:n osuus kasvoi niin, että se oli 20 % vuonna 1977. Metalliteollisuusryhmässä olivat tärkeimmät valuutat SUR, USD, SEK ja DEM, mutta niiden osuudet vaihtelivat voimakkaasti. Uusvientiryhmän valuuttajakautuma poikkesi tuntuvasti muista; USD:n osuus oli pieni, kun taas GBP:n, DKK:n, SEK:n, SUR:n ja FIM:n osuudet olivat varsin suuria.

¹ USD:n osuutta tuontivaluuttataulukoissa lisää se, että myös Neuvostoliitosta tapahtuva öljyn tuonti, jonka hinnoittelu tapahtuu USD-pohjalla, on luettu USD-tuonniksi.

Kuvio 6341.

OTOSYRITYSTEN VALUUTTAJAKAUTUMA 1973—77



Tuontiyhtyritysryhmissä 4 ja 5 oli USD:n osuus valuuttajakautumasta huomattava. DEM:n osuus supistui jonkin verran jakson loppua kohten. Ryhmässä 6 GBP:n ja DEM:n osuudet olivat investointitavaroiden tuonnin johdosta merkittävät.

Yhtyritysryhmien lainavaluuttajakautumat olivat sängen yhtenmukaisia. Muissa ryhmissä paitsi uusvientiyhtyritysten ryhmässä ja tuontiyhtyritysryhmässä 4 USD oli hallitsevassa asemassa. Lukuihin sisältyvät sekä pitkä- että lyhytaikaiset lainat. USD-lainojen osuus oli vuonna 1977 metsäteollisuusryhmän lainoista 64 %, metalliteollisuusryhmän lainoista 51 %, kulutustavararyhmän lainoista 66 % ja tuontiyhtyritysryhmän 6 lainoista 50 %. DEM-lainojen osuus oli suurin kolmessa tuontiyhtyritysryhmässä (22–28 %), kun taas CHF-lainojen osuus oli

kaikista suurin uusvientiryhtysten ryhmässä (22 %). Uusvientiryhmän lainavaluuttajakautuma oli ylipäätään epäedullinen; vuonna 1977 vahvojen valuuttojen (DEM, CHF) osuus oli yli 40 %. Osa oli valuuttapankkien ja erikoisluottolaitosten (Teollistamisrahasto ym.) myöntämiä kotimaisia valuuttalainoja.

Valuuttahajautusta voidaan verrata portfoliokomponenttien (valuuttakursien) kehityksen välisiin riippuvuussuhteisiin. Pääkysymys on, oliko Suomessa vuosina 1970–77 täytetty portfolioanalyttinen perusehto, joka mahdollistaa kurssiriskin pienentämisen valuuttaportfolion hajauttamisen avulla. Myös tässä yhteydessä voidaan kurssimuutokset jakaa sisä- ja ulkosyntyisiin (luku 42). Sisäsyntyisten kurssimuutosten yhteydessä (kolme devalvaatiota ajanjaksona 1970–77) kaikkien valuuttakurssien taso kohosi yhtä paljon, mikä merkitsi kurssimuutosten välistä lähes täydellistä positiivista riippuvuutta. *Portfolion hajauttaminen ei siis voinut vähentää riskiä sisäsyntyisten kurssimuutosten yhteydessä.* Tämä käy ilmi mm. liitteestä 13, jossa on osoitettu useimpien valuuttojen välillä vallinneen korkea positiivinen korrelaatio devalvointivuonna 1977.

Portfolion hajauttamismahdollisuuksien havainnollistamiseksi, ml. myös ulkosyntyiset kurssimuutokset, esitetään taulukossa 6341 kyselyssä erikseen huomioon otettujen valuuttojen muutosten väliset korrelaatiot tutkimusajanjaksona Suomessa. Taulukosta käy ilmi, että erityisesti tiettyjen EEC-valuuttojen keskinäinen positiivinen riippuvuus oli suuri. Vaikka tällainen positiivinen riippuvuus vaikeuttaakin hajauttamisen käyttöä valuuttariskien vähentämiseksi, sitä voidaan käyttää hyväksi siinä mielessä, että yhteensovittamiseen turvauduttaessa voidaan saman valuutan asemesta käyttää keskenään voimakkaasti korreloivia valuuttoja (ks. luku 23). *Monet muut valuutat toteuttivat riskin vähentämisen mahdollistavan ehdon varsin pitkälle siten, että niiden välillä vallitsi negatiivinen tai vain matala positiivinen riippuvuus (esim. USD/SEK, USD/DKK, USD/DEM, GBP/SEK, SUR/DKK, SUR/CHF jne.).*

Lyhyinä ajanjaksoina korrelaatiokertoimet olivat usein huomattavasti korkeampia kuin koko tutkimusperiodina. Yksittäisten valuuttojen väliset korrelaatiot vaihtelivat suuresti eri vuosina EEC-valuuttojen välisiä korrelaatioita lukuun ottamatta. Suuret lyhyen aikavälin vaihtelut vaikeuttivat portfolioteoreettisten riippuvuussuhteiden hyväksikäyttöä.

Valuuttacocktaileja käsiteltiin periaatteelliselta kannalta luvussa 44. Tutkituissa yrityksissä niiden käyttö oli ollut varsin vähäistä. Keskimääräinen käyttöiheys oli 1.3 (taulukko 622). Valuuttacocktaileja oli käytetty ensi sijassa

Taulukko 6341. Kuukausittaisten avistakurssimuutosten korrelaatioita 1970—77

	USD	GBP	BEF	DKK	FRF	DEM	NLG	NOK	SEK	CHF	SUR
USD	1.00	0.36	-0.14	-0.26	-0.01	-0.24	-0.06	-0.13	-0.31	-0.08	0.23
GBP		1.00	0.24	0.10	0.32	0.10	0.24	0.11	-0.06	0.15	0.19
BEF			1.00	0.88	0.61	0.85	0.91	0.63	0.52	0.68	0.01
DKK				1.00	0.61	0.82	0.83	0.66	0.63	0.60	-0.04
FRF					1.00	0.54	0.59	0.45	0.32	0.51	0.09
DEM						1.00	0.83	0.58	0.47	0.76	-0.03
NLG							1.00	0.59	0.51	0.63	0.05
NOK								1.00	0.51	0.50	-0.03
SEK									1.00	0.25	-0.10
CHF										1.00	0.04
SUR											1.00

valuuttalainoja otettaessa mutta myös siten, että vientisopimuksia oli sidottu erilaisiin (2—4 valuutan) valuuttakoreihin.¹ Niillä harvoilla yrityksillä, jotka olivat käyttäneet valuuttacocktaileja, oli joko kotimaisia tai ulkomaisia valuuttakorilainoja. Mm. EURCO ja EUA² olivat käytettyjen valuuttakorien joukossa. Kotimainen valuuttakoritekniikka oli tutkimusajanjaksona kuitenkin vielä suhteellisen kehittymätöntä. Yhdessä tapauksessa suuri pääomataranvientisopimus oli sidottu valuuttakoriin (ks. esimerkkitapaus Finnfine, luku 82). Valuuttacocktailien käyttö näytti olevan lisääntymässä tutkimusperiodin lopulla.

Eurooppalaisiin valuuttakoreihin (kuten esim. EURCO) tavallisesti sisällytetyt valuutat olivat siis pääasiallisesti EEC-valuuttoja, joista useimmat kuuluivat talousyhteisön yhteiseen valuuttablokkijärjestelmään, joka tähtää yhdenmukaiseen kurssikehitykseen. Portfolioteoreettiselta kannalta esimerkiksi tällaisten korien arvo oli vähäisempi, kuin jos ko. valuuttojen kurssikehitys olisi heterogeeninen. Tämä seikka on otettu huomioon uudemmissä koreissa, joihin esim. Suomessa on sisällytetty kurssikehitykseltään hyvin erilaisia valuuttoja, kuten USD, DEM ja SEK (vrt. taulukko 6341). Samoin kuin portfolion hajauttamisesta yleensäkin pätee valuuttacocktaileista se, etteivät ne vähennä riskiä sisäsyntyisten kurssimuutosten osalta.

635. FIM-pohjaiset sopimukset

Otosyritysten FIM-määräinen vienti- ja tuontilaskutus oli erittäin vähäistä.

¹ SDR:n (ks. luku 44), jolle voidaan saada noteeraus päivittäin, käyttö oli myös mahdollista. Eräs mahdollisuus oli lisäksi sitominen Suomen Pankin valuuttaindeksiin, joka on virallinen kuukausittain noteerattu indeksi. Vrt. PURO (ibid.).

² Ks. luku 44. EUA oli yhdeksän EEC-valuutan punnittu keskiarvo ja se oli eniten käytetty korivaluutta. Ks. esim. HEYWOOD (ibid., s. 142 seur.).

Vertailu esimerkiksi ruotsalaisyhtiöihin osoitti, että Suomessa kotimaanvaluutan käyttö oli vain murto-osa ruotsalaisyhtiöiden kotimaanvaluutan käytöstä. FIM-osuuden lisääminen tai vähentäminen yrityksen ulkomaisissa liiketoimissa eroaa muista valuutta-aseman ohjaukskeinoista. Sen vuoksi on aiheellista esittää muutama selventävä huomautus, ennen kuin ryhdytään tarkastelemaan otosyhtiöiden FIM-operaatioita.

FIM-laskutuksen käytöllä eliminoidaan kurssiriski *kotimaanvaluutan kannalta katsoen* yksittäisissä transaktioissa — sopimuspäivän ja maksupäivän välillä tapahtuvat valuuttakurssien muutokset eivät vaikuta tavaran X viennin tai tavaran Y tuonnin arvoon (vrt. kuvio 231). Yhden Suomen markan arvo Suomen markkoina ilmaistuna pysyy tietenkin vakaasti arvossa 1.00 ja FIM on näin ollen ”riskitön” itseensä nähden. Tämän vuoksi mm. Aliber (ibid., s. 132) käsittelee portfolioteoreettisessa mielessä yrityksen kotimaanvaluutan määräisiä saamia ja velkoja kurssimuutosten kannalta katsoen riskittöminä. Tämä periaate on erityisen relevantti Yhdysvalloissa, jossa suurin osa yritysten tuloista/menoista on USD-määräisiä. Kotimaanvaluutan määräiset erät jätetään tarkasteltavan portfolion ulkopuolelle. Tällaisille ”riskittömille” erille muodostavat vastakohdan lyhyet tai pitkät valuuttapositiot, koska ko. valuuttojen kurssit vaihtelevat kotimaanvaluuttaan verrattuna.

Tällaisen analyysin merkitys voidaan käytännössä nähdä toisellakin lailla, jos yrityksellä, kuten otokseemme sisältyvillä, on huomattavia valuuttatuloja ja/tai -menoja. FIM-laskutusta voidaan tarkastella paitsi yksittäisen transaktion näkökulmasta tai portfolioteorian kannalta myös *ostovoimanäkökulmasta*, ts. miten paljon ulkomaanvaluuttaa saadaan tietyllä FIM-määrällä. Tältä kannalta tarkastellen voidaan FIM:n käytön sanoa sisältävän riskejä. Viennin tapahtuessa FIM-pohjalla saa yritys, jos kurssit nousevat, FIM-saatavallaan vähemmän tuontitavaroita kuin valuuttapohjaista laskutusta soveltamalla. Kun esimerkiksi FIM devalvoituu, laskee FIM-saamisten arvo valuuttoina laskettuna ja muiden valuuttasaamisten arvo nousee vastaavasti samassa suhteessa Suomen markkoina laskettuna.

FIM-laskutus voi myös joissakin olosuhteissa lisätä yrityksen riskiä johtamalla avoimpiin positioihin. Sellaisessa yrityksessä, jonka valuuttatulot olivat pienet ja valuuttamenot suuret, korostettiin sitä, ettei FIM-pohjaista vientilaskutusta voitu ajatella, koska se olisi johtanut yrityksessä entistäkin lyhyempiin valuuttapositioihin. FIM-pohjainen tuontilaskutus olisi sen sijaan supistanut yrityksen lyhyitä positioita, mutta sen käyttöön ei ollut mahdollisuuksia tuonnin luonteen vuoksi. Vastaavasti vientiyrityksen FIM-laskutus supistaa sen pitkiä positioita (ja siis sen riskipintaa), kun sen sijaan FIM-pohjainen tuontilaskutus kasvattaa entisestään sen pitkiä positioita. Tähden-

nettäköön vielä, että tässä tutkimuksessa käytetty riskin määritelmä kattaa sekä positiiviset että negatiiviset poikkeamat odotetusta tuloksesta.¹

Koska FIM on kansainvälisesti vähän tunnettu valuutta, sitä käytettiin liike-toimissa etupäässä Suomea lähellä sijaitsevien maiden kanssa, joiden valuut-tamarkkinoilla FIM esiintyi. Otosyrietykset korostivat, että tuonnissa ehdotus FIM-laskutukseen siirtymisestä johti vallitsevissa kurssiodotustilanteissa ta-vallisesti hinnantarkistusvaatimuksiin ulkomaisen myyjän taholta, erityisesti jos toimittajamaan valuutta oli vahva. Täten FIM-laskutuksen tarjoamat po-tentiaaliset edut usein vesittyivät.

Joissakin yrityksissä esiintyi haastattelulausuntojen mukaan suoranaista vas-tahakoisuutta ostotoimintaa hoitavien taholla tällaista perinnäisten maksu-menettelyjen ”mutkistamispyrkimyksiä” kohtaan. Kolmas FIM:n käyttöä rajoittanut tekijä oli sen korkea termiinidiskontto ulkomailla. Tämän vuoksi ulkomaiset viejät eivät juuri olleet halukkaita kurssiriskiensä kattamiseen FIM-saamisiaan terminoimalla.

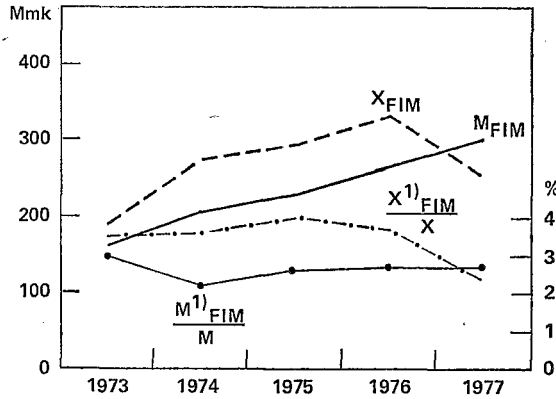
Kotimaanvaluutan käyttö ulkomaankaupassa on Suomessa paljon vähäisem-pää kuin esimerkiksi Ruotsissa. Ruotsissa tehtiin suurin osa vientisopimuk-sista ja lähes kolmannes tuontisopimuksista SEK-pohjalla,² mikä osoittaa SEK:n asemaa kansainvälisesti tunnettuna valuuttana. Ruotsin kruunulla oli myös epäsuorasti kansainvälistä merkitystä, koska mm. eurooppalaiset saha-tavaran viejät käyttivät sitä yleisesti laskutusvaluuttanaan. SEK:n suuri mer-kitys osoittaa, miten paljon painoa ulkomaiset myyjät ja ostajat panevat liike-toimissaan tunnettujen, myös oman maan ulkopuolella mm. rahoitus- ja ter-minointioperaatioissa käyttökelpoisten valuuttojen käytölle. Myös toimialan perinteet ja hinnoittelukäytäntö saattavat merkitä sidonnaisuuksia johonkin valuuttaan.

Otosyrietysten vienti- ja tuontilaskutuksesta tapahtui vuosina 1973—77 keski-määrin 2.6—3.4 % FIM-pohjalla (kuvio 6351). Vientiyritysten FIM-pohjajai-sen laskutuksen suhteellisen osuuden supistuminen vuosina 1976—77 lähes puolella selittyy lisääntyneistä FIM:n devalvointia koskeneista odotuksista. Tämä viittaa tietynmääräiseen spekulatiiviseen laskutusvaluuttojen vaihtami-seen, jolla pyrittiin kasvattamaan pitkiä positioita, koska voidaan olettaa, että ulkomaiset ostajat olivat enenevässä määrin halukkaita hyväksymään hei-

¹ Samanlaista linjaa noudattaa mm. NORGREN—UGGLA (ibid., s. 146), jotka puhu-vat suojautumisesta silloinkin kun kysymys on mahdollisilta kurssivoitoilta välttymi-sestä.

² GRASSMAN (1971), s. 38. Vuonna 1968 SEK:n vientiosuus oli 66 % ja tuontiosuus 26 %.

Kuvio 6351.
OTOSYRITYSTEN FIM-POHJAINEN LASKUTUS 1973—77



M_{FIM}	161.3	206.1	231.0	267.1	305.1	Σ 1170.6
X_{FIM}	185.2	274.9	295.6	332.1	255.8	Σ 1343.6
$\frac{M_{FIM}}{M}, \%$	3.0	2.2	2.6	2.7	2.7	2.6 ²⁾
$\frac{X_{FIM}}{X}, \%$	3.5	3.6	4.0	3.7	2.4	3.4 ²⁾

1) Oikeanpuoleinen asteikko 2) Vuosien 1973—77 keskiarvo

M_{FIM} , X_{FIM} = yritysten FIM-pohjainen tuontilaskutus, vientilaskutus

M, X = yritysten kokonaistuonti, kokonaisvienti

koksi katsotun FIM:n sopimusvaluutaksi. Ylipäättään lienevät viejien mahdollisuudet käyttää FIM-laskutusta olleet juuri tästä syystä tuojien mahdollisuuksia paremmat.

Voimakkaista kurssinnousuodotuksista huolimatta tai ehkä juuri niiden vuoksi¹ tuontiyritysten ei onnistunut vuoden 1977 aikana lisätä FIM-laskutustaan. Näiden yritysten oli ilmeisesti yleensä hyväksyttävä ehdot, joista Suomen markkaan kohdistuvasta paineesta tietoiset, ulkomaiset toimittajat pitivät kiinni.

Yritysryhmittäinen tarkastelu (liitteet 10—11) osoittaa, että vientiyrityksistä FIM-laskutusta käyttivät suhteellisesti eniten uusvientirytykset (vuosina

¹ Vuonna 1977 FIM:iin kohdistuneiden voimakkaiden devalvoitumisodotusten vuoksi ulkomaiset viejät yleensä eivät olleet suostuvaisia FIM-määräiseen laskutukseen, vaikka suomalaiset tuojat olisivat siihen pyrkineetkin.

1973—77 keskimäärin 5.5 %), seuraavaksi eniten metsäteollisuusyritykset (3.6 %) ja vähiten metalliteollisuusyritykset (1.9 %). Tämän tulkittiin osittain heijastavan sitä, että uusvientiryhmän yritysten viennistä suuri osa suuntautui pohjoismaihin, joissa FIM-laskutuksen käyttäminen on luonnollisempaa kuin muualla. Sitä vastoin sekä metsä- että metalliteollisuusyrityksillä oli vientinsä maantieteellisen jakautuman ja toimialan omaksuman käytännön vuoksi FIM-laskutuksen suhteen vaikeuksia. Yllättävästi uusvientiryhmässä FIM-laskutus likimain kaksinkertaistui vuonna 1977, kun se samanaikaisesti supistui muissa vientiyritysryhmissä. Ehkä FIM-laskutusta tällöin käytettiin uusvientiryityksissä osittain kilpailukeinona.

Tuontiyriytsten harjoittamassa vähäisessä mutta lisääntyvässä viennissä FIM-laskutusta käytettiin suhteellisesti enemmän kuin perinnäisissä vientiyrityksissä. Pohjoismaihin suuntautuneen viennin suhteellisen suuri osuus selittäänee tämänkin ilmiön. FIM:n käytöstä saatuja kokemuksia tiedusteltaessa (taulukko 623) annettiin sille suhteellisen korkeita pistearvoja sekä metsäteollisuus- että uusvientiryityksissä ja tuontiyriytstyrhmässä 6. Sen sijaan kokemukset metalliteollisuusyrityksissä ja muihin ryhmiin kuuluvissa tuontiyriityksissä olivat olleet epäsuotuisampia.

Vuosina 1973—77 FIM-pohjaisen laskutuksen osuus tuontiryhmän tuontilaskutuksesta oli ollut korkein, 5.5 %, kulutustavaroita tuovien yritysten ryhmässä ja tuntuvasti pienempi molemmissa muissa tuontiyriytstyrhmissä (0.7—1.8 %). Ottaen huomioon kulutustavarasektorin suuryriytsten painon ostajina viittaa stabiili ja niiden sangen vähäinen osuus siihen, että FIM-laskutusta kohtaan oli tunnettu vain vähäistä mielenkiintoa. Muina selityksinä voivat olla jo edellä mainitut tekijät sekä tuontiyriytsten mahdollisuus kurssitappioittensa siirtämiseen asiakkaittensa kannettaviksi. Uusvientiyriytsten ryhmässä oli FIM-tuontilaskutuksen osuus huomattava eli keskimäärin 14 %. Myös metsäteollisuusryhmässä se oli kohtalainen eli 6 %, mutta metalliteollisuusyritysten ryhmässä vain 0.6 % koko viennistä (liite 11).

636. Valuuttaklausuulit

Kurssiklausuuleiden muotoilua käsiteltiin periaatteellisesti luvussa 44. Seuraavassa niitä havainnollistetaan konkreettisten esimerkkien avulla.

Valuuttaklausuuleiden sisällyttäminen tehtäviin sopimuksiin ja erityisesti niiden aktiivinen soveltaminen ovat suuresti riippuvaisia markkinatilanteesta ja osapuolten neuvotteluvoimasta. Haastattelut osoittivat ulkomaisten neuvotteluosapuolten vaatineen usein kompensatiota valuuttaklausuulien hyväksy-

misen ehdoksi, esimerkiksi ylimääräisiä alennuksia tai edullisempia maksuehtoja. Samoin kuin muut valuuttastrategiset keinot kurssi- ja hintaklausuulitkin aiheuttivat siten yleensä välillisiä suojautumiskustannuksia. Klausuulien soveltamisessa oli ajoittain vaikeuksia ja kompensatiovaatimukset leimattiin toisinaan kohtuuttomiksi.

Yritysten valuuttaklausuulien käyttötiheys (taulukko 622) oli valuuttastrategisten keinojen käyttötiheyden keskiarvon tienoilla (pistearvo 2.2). Yrityksistä 22 ei ollut käyttänyt niitä lainkaan tai vain harvoin (pistearvo 1–2). Monet valuuttaklausuuleihin usein turvautuneista yrityksistä (pistearvot 3–4) olivat ryhmään 6 kuuluvia tuontiyrityksiä. Metsäteollisuusryhmässä oli kolme yritystä, jotka olivat käyttäneet valuuttaklausuuleja merkittävässä määrin; toisaalta oli käytetty toleranssiklausuuleita ¹ ja toisaalta vientitoimituksen arvon sitomista ostajan valuuttaan. ² Metalliteollisuusryhmässä sidottiin esimerkiksi Saksan liittotasavallasta tuotujen alihankintakomponenttien hinta DEM:n kehitykseen päätuotteen lopullista hintaa laskettaessa.

Odotusten mukaisesti oli parhaat kokemukset valuuttaklausuuleiden käytöstä (taulukko 623) saatu tuontiyritysryhmässä 6, mutta myös metalliteollisuuden ja uusviennin ryhmiin sisältyi yrityksiä, joiden kokemukset olivat olleet neutraaleja tai suorastaan hyviä. Eräässä metalliteollisuusyrityksessä oli valuuttaklausuuleista saatu erittäin hyviä kokemuksia. Kurssiklausuuli saatettiin esimerkiksi muotoilla seuraavaan tapaan. Jos suomalainen tuontiyritys vaati FIM-laskutusta ja ulkomainen myyjä hinnan sitomista D-markkaan, saatettiin kompromissina sitoa FIM-määräinen hinta DEM:n keskimääräiseen kurssiin Suomen markkaan verrattuna viimeksi kuluneena kalenterikuukautena (esim. myyntikurssiin DEM = 2.10 FIM). Hintaa ei tarkistettu, jos maksupäivän myyntikurssi oli toleranssirajojen 2.142 ja 2.058 ($\pm 2\%$) välissä. Jos se oli näiden rajojen ulkopuolella, FIM-määräistä maksusuoritusta muutettiin: jos kurssi oli noussut toleranssirajan yläpuolelle, ostaja maksoi puolet maksupäivän kurssin ja kurssin 2.142 välisestä erotuksesta, ja jos se oli laskenut toleranssirajan alapuolelle, ostajalle hyvitetiin puolet vastaavasta erotuksesta.

Toisena esimerkkinä mainittakoon Suomen Teknillisen Kauppaliiton yleiset

¹ Ainakin vuosina 1976–77, ostajan markkinoiden vallitessa, nämä olivat viejien kannalta yleensä epäedullisia.

² Esim. sahatavaran viennissä, jonka osalta SEK on normaali laskutusvaluutta Euroopassa, tällainen valuutta saattoi olla NLG ja toimitusten arvo saatettiin sitoa siihen NLG/SEK termiinoteerausten avulla.

myyntiehdot, jotka otettiin käyttöön 27. 11. 1972.¹ Sen jäsenyritykset (joita kuului erityisesti ryhmään 6) voivat tämän klausuulin avulla siirtää mahdolliset kurssitappionsa edelleen kotimaisille tilaajilleen; omien varastotavaroitten osalta tämä ei ollut samalla tavoin mahdollista.² Saadun tiedon mukaan yrityksen kotimaiset asiakkaat olivat vaadittaessa hyväksyneet lisälaskut, ilman että tästä olisi koitunut yritykselle hankaluuksia.

Metsäteollisuusryhmässä käytettiin kurssiklausuuleita ajoittain ja vaihtelevin tuloksin. Vuoden 1973 korkeasuhdanteen aikana, GBP:n osoittaessa heikkouden merkkejä, sidottiin Suomesta Englantiin menevät sahatavaratoimitukset yleisesti epäviralliseen GBP/FIM-kurssiin, joka antoi viejille huomattavasti parempia tuloksia kuin virallinen noteeraus. Esimerkiksi vuonna 1973 virallinen keskimääräinen GBP:n avistakurssi oli laskenut tasolle FIM 9.36. Englantilaiset tuojat maksoivat kuitenkin viejille kurssin FIM 10 mukaan, so. 7 % virallista kurssitasoa enemmän. Joskus kurssi lienee kohonnut tasolle FIM 11. Esimerkiksi keväällä 1978 sanomalehtipaperin GBP-hinta oli sidottu GBP/USD-kurssiin. Kun GBP nousi arvoa USD 1.75 korkeammalle, ostaja sai vastaavan kompensaation, ja kun GBP laski arvon USD 1.65 alapuolelle, myyjälle maksettiin kompensointiä. Kun kurssi liikkui arvon 1.75 vaiheilla tai yläpuolella, suomalaiset viejät joutuivat ajoittain maksamaan kompensointiä englantilaisille ostajille.

637. Muut keinot

Tässä tutkimuksessa ei ole mahdollista käsitellä yksityiskohtaisesti valuuttastrategian kaikkia eri keinoja ja niiden muunnelmia. Seuraavassa tarkastellaan kuitenkin lyhyesti vielä muutamia keinoja, joita otosyritykset joko olivat käyttäneet tai harkinneet.

¹ "IV ostajan velvollisuuksia"

... "Valuuttaehto. Hinta perustuu Suomen Pankin valuuttakurssiin tarjouspäivänä. Jos tämä kurssi muuttuu, muuttuu markkamääräinen hinta samassa suhteessa siltä kauppahinnan osalta, jota myyjä ei ole ostajalta vastaanottanut vähintään yhtä arkipäivää ennen kurssin muutoksen tapahtumapäivää tai jonka saapumisesta myyjän tilille myyjä ei ole saanut ilmoitusta vähintään yhtä arkipäivää ennen viimeksi mainittua päivää. Arkipäivällä tarkoitetaan tällöin päivää, jona suomalaiset pankit myyvät ulkomaanvaluuttaa. Tunnustetta ei tässä yhteydessä katsota maksuksi."

² Ainakin eräs ryhmään 6 kuuluvista yrityksistä suojautui kurssiriskeiltä samantapaisen, tarjoukseen liitettävän lisäklauulin avulla, joka antoi toimittajalle täyden kompensaation mahdollisista tarjoushetken jälkeen tapahtuvista kurssimuutoksista. Tämä yritys käytti seuraavaa yksinkertaistettua liike-ehtojen muotoilua: "Hinnat ja ehdot perustuvat tarjouspäivänä voimassa olleisiin valtiiovallan tai muun viranomaisen säädöksiin, rahteihin, tulleihin ja valuuttakursseihin. Mikäli em. tekijöissä tapahtuu osak-sikin muutoksia laskun maksupäivään mennessä, pidätämme itsellemme oikeuden vastaaviin muutoksiin."

Muuan tapa eliminoida vientiin liittyvä kurssiriski oli "à forfait" -tekniikan hyväksikäyttö, so. ulkomaisen saamisen myyminen pankille ilman takautumisoikeutta. Viejä sai tällöin, kuten normaalissa vekselidiskonttauksessa, käteissuorituksen. Näin ollen viejä vapautui riskistä joutua maksamaan lunastamatta jäänyt vekseli takaisin eikä vastattavien sitoumusten joukkoon tarvinnut lukea vekseliä. A forfait -transaktioiden haittapuolena oli niiden suhteellinen kalleus.¹

Leasing² on keino, jonka avulla pääomatavaroiden vientiin liittyvä kurssiriski voidaan useimmiten poistaa (ks. luku 23). Tietävästi ei yksikään tutkituista yrityksistä kuitenkaan käyttänyt tätä keinoa, vaikka siihen turvautumista olikin harkittu. Factoring-menettelyä olivat muutamat tuontiyritykseen kuuluvat yritykset käyttäneet viennissään, ja kurssiriskin eliminointi oli edellyttänyt ennakkomaksua ja terminointia.³ Factoringin rahoituskustannukset vaikuttivat usein sangen korkeilta.

Otosyrietykset olivat jossain määrin käyttäneet hyväksi pääomatavarantuonnin ennakkomaksujen uudelleenjärjestelyä (ks. luku 43); useimmiten oli maksuajankohdat kuitenkin sopimuksissa selvästi määrätty ja niihin liittyvä joustovara oli pieni.

Sahatavaran ja lastulevyn viennissä pitkät ennakkomaksut tarjosivat viejille joitakin valuuttastrategisia mahdollisuuksia. Eräillä otosyrietyksillä oli rahoitusyhtiöitä ulkomailla, mutta näiden merkitystä ei pidetty erityisen suurena. Yleensä yrityksissä oltiin sitä mieltä, että niille ei koitunut ulkomaisista tytäryhtiöistä merkityksellistä valuuttastrategista etua (vrt. luku 53).

64. Tiivistelmä

Vaikka yritysten välillä olikin huomattavia eroja valuuttastrategisissa tavoitteissa ja niiden ambitioasteissa, oli tutkimusperiodin kuluessa kuitenkin tapahtunut hidasta, trendinomaista valuuttastrategian vaatimustason kohoamista, organisaation vahvistumista ja valuuttastrategisten keinojen käytön aktivoitumista. "Normaaliolosuhteissa" yritykset näyttivät panevan painoa

¹ Ks. NORGREN—UGGLA (ibid., s. 49—50). Esimerkkinä mainitaan, että diskontton ollessa esim. 10 % kolmen vuoden vekselille tehtiin välittömästi 30 prosentin vähennys ja myyjä sai ainoastaan 70 % vekseliä diskontatessaan. Tietyissä tapauksissa tähän tuli lisäksi 1 % p.a. luottoprovisiota ja/tai tietyissä tapauksissa takuulisämaksua 1 % p.a. Ks. myös RECKWEG (ibid., s. 66); Schweizerisches (ibid., s. 9; 49 seur.).

² Ks. Schweizerisches (ibid., s. 55 seur.); PRINDL (ibid., s. 79).

³ Ks. PRINDL (ibid., s. 79).

valuuttastrategiassaan valikoivalle valuuttapositionien ohjaukselle, joka pohjautui melko eksplisiittisiin kurssiennusteisiin. Pitkällä aikavälillä ja yleisen kurssiepävarmuuden vallitessa yritykset noudattivat defensiivistä, riskin karttamista painottavaa strategiaa. Suomen markkaan kohdistuvien devalvaatio-odotusten vallitessa lyhyen aikavälin positioikäyttäytyminen edusti ääritapausta, jossa yritykset pyrkivät hankkimaan mahdollisimman pitkiä positioita (ja supistamaan lyhyet positiot mahdollisimman pieniksi). Tämä on sopusoinnussa luvussa 5 tarkastellun tavoiteasettelun kanssa, jonka mukaan voimakkaiden odotusten vallitessa yritykset suosivat korkeata tuottoa.

Valuuttastrategisten keinojen käyttötiheys oli keskimäärin korkein yhteensovittamisen (matching), maksurytmin muuttamisen, valuuttatilien ja termiinkauppojen osalta. Näistä keinoista saadut käyttökokemukset olivat myös olleet suotuisia. Kaikkein harvimminkin käytettyjä keinoja olivat yhteispeli tytäryhtiöiden kanssa sekä valuuttacocktailit. Osoitusten mahdollisuudet käyttää hyväksi yhteensovittamista näyttivät heikentyneen jonkin verran, erityisesti metsäteollisuudessa. Terminointia pidettiin valuutan myyjän kannalta yleensä edullisena menettelyä. FIM-laskutuksen taso oli alhainen ja todennäköisesti vain harvan teollisuusmaan vaihdettavaa kotimaanvaluuttaa käytetään sen omassa ulkomaankaupassa yhtä vähän kuin Suomen markkaa.

7. Yritysten valuuttatulokset

71. Luvun sisältö ja tarkoitus

Tässä luvussa käsitellään yritysten valuuttatuloksia. Aluksi esitetään yleiskatsaus sellaisiin relevantteihin kirjanpitosäännöksiin, joilla on vaikutusta sekä havaitun valuuttatuloksen suuruuteen että kurssitappioiden ja -voittojen tulosvaikutuksiin. Samalla tarkastellaan käytettyä valuuttatuloksen (kursivoittojen, -tappioiden) käsitettä. Luvussa 73 analysoidaan otokseen kuuluvien yritysten valuuttatulosta vuosilta 1970–77 kvantitatiivisesti eri näkökulmista. Lopuksi verrataan estimoitua (laskennallista) valuuttatulosta havaittuun tulokseen, jotta saataisiin kuva ”annetun” komponentin koosta.

72. Valuuttatuloksen kirjaus ja määrittely

Tietoja yritysten havaituista valuuttatuloksista saatiin kyselytutkimuksen kautta. Valuuttatulokseen vaikuttavat suuresti sekä kirjanpitoa koskevat säännökset että kirjanpitokäytäntö, erityisesti elinkeinoverolakiin (360/68; 1094/76) sisältyvät säännökset, verolakien ns. poikkeussäännökset (992/71; 873/72), kirjanpitolaki (701/45; 655/73) ja kirjanpitolain muutos (994/76).

Seuraavassa selostetaan valuuttatoimien kannalta merkityksellisiä kirjanpitolainsäädännön kehityspiirteitä tutkimusajanjaksona. Samoin kuin ko. kirjanpitosäännöksissä tässäkin esityksessä kohdistuu pääpaino pitkäaikaisiin valuuttavelkoihin. Vuoden 1973 loppuun asti saatiin pitkäaikaiset valuuttavelat kirjata tilinpäätöspäivänä vallinnutta alempaan kurssiin, jos tästä niemenomaan ilmoitettiin. Sen sijaan lyhytaikaiset valuuttavelat oli kirjattava velansyntymispäivän tai tilinpäätöspäivän kurssiin, sen mukaan kumpi oli korkeampi. Uusi, 1. 1. 1974 voimaan tullut laki puolestaan piti lähtökohtana varovaisuusperiaatetta pitkäaikaistenkin velkojen osalta. Ne oli siis kirjattava velansyntymispäivän tai tilinpäätöspäivän kurssiin sen mukaan, kumpi näistä oli korkeampi. Pitkäaikaisia velkoja koskevien säännösten muuttuessa¹ jäivät

¹ KPL (655/73) 15 §, 2 mom.: ”Ulkomaan rahan määräiset saamiset muutetaan Suomen rahaksi enintään tilinpäätöspäivän viralliseen ostokurssiin. Ulkomaan rahan määräiset velat muutetaan Suomen rahaksi velan syntymispäivän viralliseen myyntikurssiin tai, mikäli tilinpäätöspäivän kurssi on korkeampi, tähän korkeampaan kurssiin.”

lyhytaikaisia velkoja koskevat ennalleen. Tarkoituksena oli, että yritykset ottaisivat huomioon mahdolliset tulevat kurssitappionsa entistä tarkemmin.

Kun mainittujen säännösten katsottiin antavan yrityksille liian vähän joustovaraa, kirjanpitolakia muutettiin uudelleen vuoden 1977 alusta.¹ Pitkäaikaiset velat on kirjattava joko tilinpäätöspäivän tai velansyntymispäivän myyntikurssiin. Muuta kuin tilinpäätöspäivän kurssia käytettäessä on tilinpäätöksen liitetiedoissa ilmoitettava, mitä perusteita on sovellettu. Käytännössä olivat tutkitut yritykset vuoden 1977 alun jälkeen soveltaneet varsin usein pelkästään tilinpäätöspäivän kurssia, jolloin varovaisuusperiaate oli eräissä tapauksissa jätetty huomiotta. Lainmuutos antoi yrityksille mahdollisuuden valuuttavelkojen kurssivoittojen kirjaamiseen tulosvaikutteisesti jo ennen niiden realisoitumista. Koska KPL 21 §:ssä² vaadittavia tietoja voidaan pitää ylimääräisinä velvoitteina tuloslaskelman ja taseen tietojen lisäksi kolmansien osapuolten suojelemiseksi, tutkitut yritykset olivat usein pitäneet liitetietojen antamista tarpeettomana, jos ne olivat käyttäneet korkeampaan velan määrään johtanutta kurssia.

Määritelmänomaisesti syntyi kirjanpitolain ja sen muutosten mukaisesti kurssitappioita (vaihtoehtoisesti kurssivoittoa) valuuttaveloista, jos kirjanpidossa käytetty tilinpäätöspäivän myyntikurssi oli velan syntymisajankohtana vallinnutta myyntikurssia korkeampi (alempi).

1. 1. 1974 lähtien muunnettiin valuuttasaamiset Suomen markoiksi enintään tilinpäätöspäivän ostokurssin mukaan. Säännös merkitsi sitä, että kurssin lasku oli aina otettava huomioon. Toisaalta yritysten kuitenkin annettiin kirjata realisoitumattomat kurssivoittonsa tuotoiksi siten, että saamia kirjattaessa voitiin käyttää korkeampaa, tilinpäätöspäivän kurssia. Tämä menettely merkitsi poikkeamista sekä aikaisemmasta kirjanpitolainsäädännöstä että varovaisuusperiaatteesta ja oli ilmeisesti lähinnä tarkoitettu sellaisille yrityksille, jotka FIM:n suhteellisen suuren ja pysyväksi arvioidun devalvoitumisen jälkeen halusivat saattaa kirjanpitonsa ajan tasalle. Vaihtoehtoisesti

¹ KPL (994/76) 15 §, 2 mom.: ”Ulkomaan rahan määräiset saamiset muutetaan Suomen rahaksi enintään tilinpäätöspäivän Suomen Pankin ostokurssiin ja velat velan syntymispäivän tai tilinpäätöspäivän Suomen Pankin myyntikurssiin. Mikäli ulkomaan rahan määräiset saamiset tai velat on sopimuksella tai muutoin sidottu tiettyyn kurssiin, ne saadaan muuttaa Suomen rahaksi sitä noudattaen.”

² KPL (994/76) 21 §: ”Tuloslaskelmassa tai taseessa taikka niiden liitteinä on ilmoitettava: . . . 9) peruste, jonka mukaista kurssia on käytetty muutettaessa ulkomaan rahan määräiset velat Suomen rahaksi, ellei ole käytetty tilinpäätöspäivän Suomen Pankin myyntikurssia.”

saatettiin ko. kurssivoitot tuotoiksi kirjaamisen sijasta sisällyttää vastattavien arvostuseriin, jolloin niiden vaikutus tulokseen ei ollut ainakaan välitön.¹

Valuuttatalletukset kirjataan, kuten valuuttasaamisetkin, käyttäen enintään tilinpäätöspäivän ostokursseja.² Jos yritys on tehnyt velanhoitoa varten termiinkaupan, tuntuu luonnolliselta käyttää siinä sovittua kurssia (vrt. edellä KPL 15 §, 994/76). Kurssivoittojen ja -tappioiden esittäminen tilinpäätöksessä helpottuu tuntuvasti, kun otetaan käyttöön riittävä määrä kurssierotilejä. Esimerkiksi myyntituloihin liittyvät kurssivoitot ja -tappiot tulisi tuloslaskelmassa kirjata myynnin korjauseeriin tai vaihtoehtoisesti vähentää suoraan myyntituloista. Myös muuttuviin kuluihin liittyvät kurssivoitot ja -tappiot tulisi sisällyttää vastaaviin eriin ennen myyntikatetta. Rahoitustransaktioihin liittyvät kurssivoitot tai -tappiot kirjataan ”muihin tuottoihin ja kuluihin” (Hallböck, *ibid.*).

Elinkeinoverolaki (EVL 360/68) ja sen muutos (1094/76) sisältävät kurssitappioita koskevia säännöksiä. Verovuoteen 1976 saakka, mainittu vuosi mukaan luettuna, verovelvollinen oli oikeutettu vähentämään kurssitappion kuluna joko valuuttakurssin muuttumisvuonna tai velan maksuvuonna. Yritykset olivat siis oikeutettuja aktivoimaan realisoitumattomat³ kurssitappionsa vastaavaa-puolen arvostuserissä. Laki ei kuitenkaan sallinut vähennyksen tekemistä välivuosina eli niinä verovuosina, jotka seurasivat kurssin muuttumisvuotta, mutta edelsivät sitä vuotta, jolloin tappio lopullisesti realisoitui maksun muodossa. Kysymys kurssivoittojen tuotoksi kirjaamisen ajankohdasta oli avoin.⁴

Tätä joko-tai-sääntöä pidettiin liian jäykkänä ja suurempi joustavuus tuntui olevan tarpeen, koska kelluvien kurssien järjestelmä näytti jäävän pysyväksi. Säännöksiä (EVL § 26) muutettiin vuonna 1976 (1094/76). Valuuttaveloista aiheutuneet kurssitappiot saatiin edelleenkin vähentää sen vuoden kuluina, jonka aikana kurssi kohosi, mutta lainmuutoksessa oli lisäys: ”... tai verovelvollisen niin vaatiessa myöhempien verovuosien kuluna, kuitenkin niin, että sanotut tappiot on vähennettävä viimeistään sen verovuoden tulosta, jona tappiota vastaava summa on suoritettu.”

¹ Kirjanpitoperiaatteista ja verosäännöksistä, ks. mm. HALLBÖCK (1974); JÄÄSKELÄINEN — SALMI (1977); SALMI (1978). Ulkomaisista kirjanpitokokemuksista, ks. esim. DILLENBECK — GEIJER (1977); *Fordringar* (1978); *Accounting* (1978); *Frågan* (1975); SHWAYDER (1972); ALIBER — STICKNEY (1975).

² HEIKKONEN — ROINE (1974), s. 78.

³ Käsitteitä realisoitumaton ja realisoitunut käsitellään myöhemmin tässä luvussa.

⁴ ANDERSSON (*ibid.*, s. 12). Kirjanpitoa koskevista määräyksistä, vrt. myös IKKALA — ANDERSSON — NUORVALA (1973), esim. s. 312 seur.

Taulukko 721. Otosyritysten kurssitappioihinsa valuuttavelkojensa osalta soveltama tilinpäätösstrategia 1973—77¹

Yritysryhmä	1973		1974		1975		1976		1977	
	R	A	R	A	R	A	R	A	R	A
1	7	0	6	1	5	2	5	2	2	5
2	5	2	5	2	5	2	6	1	6	1
3	5	0	4	1	4	1	3	2	3	2
4	2	1	3	0	3	0	3	0	2	1
5	4	2	6	0	6	0	6	0	6	0
6	4	0	3	1	3	1	4	0	3	1
Yhteensä 1—6	27	5	27	5	26	6	27	5	22	10

R = kirjattu kokonaisuudessaan tulosvaikutteisesti

A = realisoitumattomien kurssitappioiden aktivointi (vastaavaa-puolen arvostuserät)

¹ Luvut tarkoittavat yritysten lukumääriä.

Jos lainan kuoletus tapahtui usean vuoden kuluessa, oli siis kuhunkin kuolentuserään liittyvä kurssitappio vähennettävä kuluna viimeistään viimeisen kuolentuserän maksuvuotena.

Yritysten valuuttaeriinsä soveltamia kirjanpitoperiaatteita tutkittiin haastateltutietojen ja yritysten vuosien 1970—77 vuosikertomusten perusteella. Yritykset pyrkivät lähes poikkeuksetta sisällyttämään tuloksiinsa kaikki kurssitappionsa, sekä realisoituneet että realisoitumattomat. Kaikki yritykset eivät kuitenkaan pystyneet kantamaan suuria kurssitappioita yhden ainoan vuoden aikana, eivät ainakaan vuonna 1977, jolloin markka devalvoitiin kahdesti. Usein myös yritysten noudattama pitkän aikavälin osingonjako- ja tilinpäätöspolitiikka vaikutti aktivointiin (Hallbäck, *ibid.*). Tällaisissa tapauksissa voitiin käyttää hyväksi arvostuseriä. Vastaavaa-puolen arvostuseriin sisällytettiin kurssitappiot, joita ei ollut vähennetty kuluina (kun taas tulouttamattomat kurssivoitot voitiin sisällyttää vastattavaa-puolen arvostuseriin). Arvostuseristä tehtiin yksityiskohdittain selkoa tilinpäätöksen liitetiedoissa, joiden tarkoituksena oli mm. käsityksen antaminen aktivointien suuruudesta eri vuosina.

Yritysten kurssitappioihinsa soveltamalle kirjanpitostrategialle antoi leimansa erityisesti vuosina 1973—76 varovaisuusperiaatteen noudattaminen. Otokseen sisältyvistä 32 yrityksestä vuosittain vain 5 tai 6 aktivoi realisoitumattomia kurssitappioitaan sisällyttämällä niitä vastaavaa-puolen arvostuseriin (taulukko 721). Vuonna 1977, jolloin yritysten kannattavuus oli heikko, lähes kolmannes otosyrityksistä aktivoi realisoitumattomia kurssitappioitaan. Vain kulutustavarasektorissa (ryhmä 5) pystyivät kaikki yritykset kirjaamaan

kurssitappionsa tulosvaikutteisesti myös vuonna 1977, lähinnä siksi että nämä tappiot olivat pienempiä (ks. kuvio 732) kuin muissa ryhmissä.

Yritysten kirjanpitolähtöisyyden yleiskatsauksen päätteeksi esitetään seuraavassa muutamia käytännön esimerkkejä. Jotkut yritykset tähdensivät, että aktivointi mahdollisti suuremmat poistot. Jos esim. eräessä uusvientiyrityksessä myös huomattavat realisoitumattomat kurssitappiot vuonna 1977 olisi kirjattu tulosvaikutteisesti, ei poistoja olisi voitu tehdä ollenkaan ja tulos olisi täysin vääristynyt. Eräessä metsäteollisuusyrityksessä, joka aktivoi kurssitappionsa, todettiin, että mikäli yrityksen tulos olisi sallinut, kurssitappiot olisi ensi kädessä kirjattu tulosvaikutteisesti, minkä jälkeen poistot olisi maksimoitu ja lopuksi varastot aliarvostettu. Muuan metalliteollisuusyritys kirjasi kaikki kurssitappionsa tulosvaikutteisesti ja lisäsi varastovarauksiaan päämääränään poistojen säästäminen (pienentäminen) ja välillisten työvoimakustannusten vähentäminen.¹ Varovaisuusperiaatteen mukaisesti kirjattiin valuuttasaamiset usein alkuperäisiä kursseja käyttäen siitä huolimatta, että kurssit olivat tilinpäätösajankohtaan mennessä nousseet. Esimerkiksi valuuttatalletusten tuottamia kurssivoittoja ei kirjattu tulosvaikutteisesti ennen talletuksen nostamista.

Yritysten valuuttatulosten analyysia vaikeuttavat osittain samantapaiset käsitteelliset ongelmat kuin valuutta-aseman määrittämistäkin (luku 22). Määritelmä- ja mittausongelmat liittyvät mm. varantojen ja virtojen yhteensovittamiseen, kurssien valintaan, kattamisasteeseen, muihin yritysten välisiin eroihin laskentaperusteissa sekä edellä käsiteltyihin kirjanpitoa koskevissa säännöksissä sekä kirjanpitolähtöisyydessä tapahtuneisiin muutoksiin. Metodologiset vaikeudet lienevätkin yksi selitys siihen, miksi yritysten valuuttatuloja koskevia empiirisiä tutkimuksia ei ole aikaisemmin tehty Suomessa eikä muuallakaan. Tutkimuksessa pyydettyjen yksityiskohtaisten valuuttatulostietojen antaminen, erityisesti 1970-luvun alkuvuosilta, osoittautui eräille yrityksille erittäin työlääksi.

Kyselylomakkeessa pyydettiin tietoja yritysten valuuttatuloksesta vuosittain ajanjaksolta 1970–77 seuraavaa luokittelua käyttäen:

¹ Esim. vuonna 1978 työnantajan sosiaaliturvamaksu oli 7.875 % palkoista (8.875 % toukokuun 1. päivän jälkeen maksetuista palkoista), jos poistot olivat alle 10 % palkkasummasta. Jos ne olivat 10–30 %, sosiaaliturvamaksu oli 8.375 % (1. 5. jälkeen 9.375 %), ja jos ne olivat yli 30 %, maksu oli 8.875 % (9.875 %). Ks. asetus työnantajan sosiaaliturvamaksusta (966/77).

Kurssivoitot tai -tappiot

K^x	=	vienti
K^m	=	tuonti
K^{cs}	=	lyhytaikaiset valuuttasaamiset
K^{ds}	=	lyhytaikaiset valuuttavelat
K^{cl}	=	pitkäaikaiset valuuttasaamiset
K^{dl}	=	pitkäaikaiset valuuttavelat
K^h	=	valuuttalainojen kuoletukset
K^b	=	valuuttatalletukset
K^z	=	muut kurssivoitto- ja -tappioerät

Jokaisesta erästä kerättiin erikseen tiedot kalenterivuositain kurssivoitoista (esim. K_p^x), kurssitappioista (K_n^x) ja nettovaluuttatuloksesta (K_o^x). Myynti- ja ostoerien (viennin ja tuonnin) osalta pyydettiin tietoja ko. tilivuonna kertyneistä kurssivoitoista ja -tappioista, so. kurssivoitoista ja -tappioista, jotka liittyivät tämänytyypisiin, ennen tilivuoden päättymistä selvitettyihin tai maksettuihin virtaeriin. Valuuttasaatavien ja -velkojen osalta taas tiedusteltiin tilivuoden lopussa todettuja kurssivoittoja ja -tappioita.¹

Tässä käytetty havaitun valuuttatuloksen käsite on sopusoinnussa kirjanpidossa (laskentatoimessa) noudatetun käytännön kanssa. Tämä on ainoa yritysten yleisesti käyttämä käsite, josta tietoja on saatavissa. Se ei suinkaan vastaa mitään teoreettista ihannetta,² vaan on pikemminkin luonnehdittavissa "laskentamiehen staattiseksi valuuttatulokskäsitteeksi". *Havaittu valuuttatulos* sisältää sekä tiettyjä realisoituneita että realisoitumattomia kurssivoitoja ja -tappioita. *Realisoituneet* kurssivoitot ja kurssitappiot määritellään niiksi, jotka tilivuoden aikana ovat vaikuttaneet yrityksen kassavirtoihin. Niitä syntyy, kun tilivuoden aikana vastaanotetaan tai maksetaan ulkomaanvaluuttaeriä kurssiin, joka poikkeaa alkuperäisestä kurssista, niin että kotimaanvaluuttaa saadaan tai maksetaan viimeksi mainitun kurssin edellyttämää määrää enemmän tai vähemmän. *Realisoitumattomat* erät voivat vaikuttaa kassavirtoihin vasta seuraavien vuosien aikana.

Kassavirtakäsitteeseen verrattuna edellä esitetty *havaitun valuuttatuloksen käsite kuitenkin aliarvioi vientiin ja tuontiin liittyvät kurssivoitot tai -tappiot*

¹ Kun tiedot perustuivat kirjanpitoon, kaksinkertaisen laskennan vaaraa ei ollut esim. viennin/lyhytaikaisten valuuttasaatavien tai tuonnin/lyhytaikaisten valuuttavelkojen osalta.

² Vrt. RUUHELA (1972, s. 15), jolla oli osittain samanlaisia voittokäsitteeseen liittyviä ongelmia.

ja yliarvioi lähinnä pitkäaikaisiin valuuttavelkoihin liittyvät kurssitappiot. Havaittuun valuuttatulokseen sisältyvät realisoituneet vientiin ja tuontiin liittyvät erät muodostavat siis vain osan kaikista "todellisuudessa" realisoituneista. Sen sijaan tavallisesti vain vähäinen osa pitkäaikaisiin valuuttavelkoihin liittyneistä kurssitappioista on realisoitunut vuoden kuluessa, kuoletus- ja korkomaksuihin liittyneiden kurssitappioiden muodossa. Tämä johtuu ensiksikin siitä, että viennin ja tuonnin osalta valuuttatulos lasketaan yleensä yrityksen laskutuskurssin ja maksuajankohdan kurssin välisenä erotuksena.¹ Jos FIM devalvoidaan, nostetaan juoksevan viennin/tuonnin laskutuskurssia, jolloin havaittu devalvointivaikutus heikkenee voimakkaasti viennin/tuonnin valuuttatulosta laskettaessa. Toiseksi, valuuttavelat otettiin tilinpäätökseen yleensä tilinpäätöspäivän kurssiin, ja siksi realisoitumattomien kurssitappioiden määrä nousi huomattavasti, erityisesti kahden devalvaation vuotena 1977, jolloin valuuttavelat olivat kasvaneet jyrkästi.

Vaikka tässä onkin kyseessä osittaitutkimus, todettakoon, että esimerkiksi ulkomaisten valuuttavelkojen kokonaiskustannusten analyysissä olisi otettava huomioon sekä kurssimuutokset että korkoerot. Vahvojen valuuttojen määräisistä lainoista, jotka useimmin ovat tuottaneet kurssitappioita, on maksettu huomattavasti alempia korkoja heikompiin lainavaluuttoihin verrattuna. Alempi korko on usein jopa riittänyt kokonaan kompensoimaan syntyneet kurssitappiot.

Muuan lisänäkökohta, joka on otettava huomioon koko tulosvaikutusta arvioitaessa, on tavaran hinnan ja valuuttalajin välinen suhde (vrt. esim. havaintoja FIM-pohjaisten sopimusten ja tuontihinnan trade-off-suhteesta luvussa 635). Tulevaa kurssikehitystä koskeviin odotuksiin perustuvat ratkaisut voivat vaikuttaa valuuttatulokseen vastaavasti. Esimerkiksi suomalaisen viejän tehdessä hintanoteerauksensa vahvana pidettynä valuuttana voi FIM-hinta olla alempi, kuin jos hintanoteeraus tehdään heikkona pidettynä valuuttana, jolloin korkeampi FIM-hinta voi korvata saamatta jääneen "kurssi-voiton".

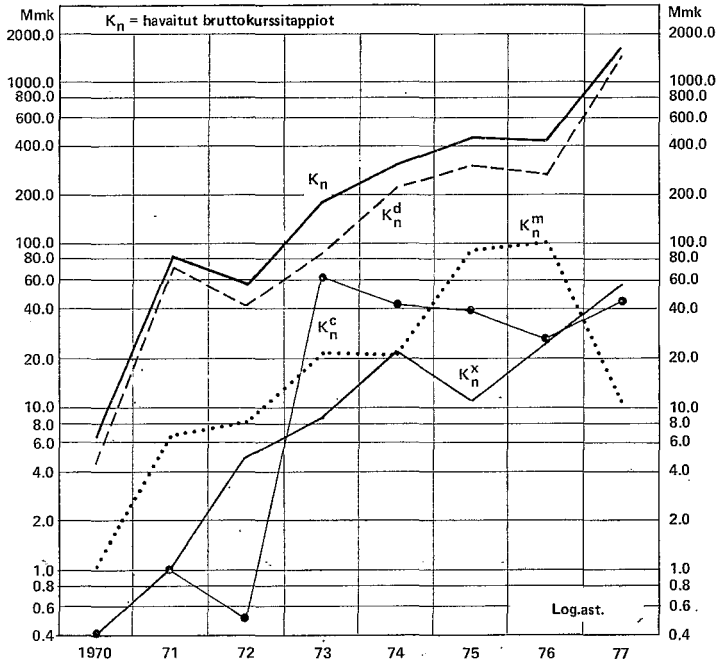
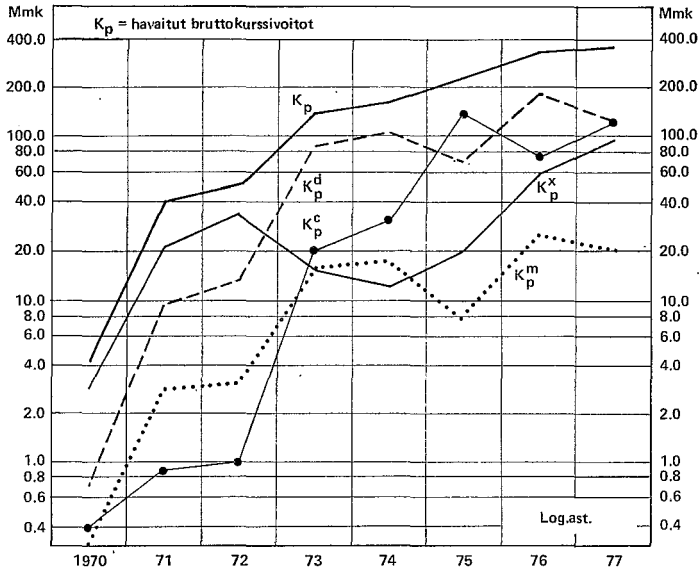
73. Havaitut valuuttatulokset vuosina 1970—77

Tutkittujen yritysten havaitut (ilmoitetut) kokonaisvaluuttatulokset käyvät

¹ Poikkeuksena tästä yleissäännöstä jotkut yritykset käyttivät laskutuspäivän kurssien asemesta kiinteitä kurssia, jotka vahvistettiin vuodeksi kerrallaan, sikäli kuin ei tapahtunut suuria kurssin muutoksia, tai kuukausittain. Useat tuontiyrietykset vähensivät kurssitappionsa suoraan ilman niiden erillistä kirjaamista, mikä pienensi havaittuja kurssitappioita. Eräässä tuontiyrietyksessä oli käytössä menettely, jonka mukaan tilivelkojen osalta käytettiin erotusta, joka saatiin korottamalla tilivelan laskutuskurssin mukaista määrää 10 % ja laskemalla näin saadun luvun ja velan maksupäivän/tilinpäätöspäivän kurssin mukaisen määrän erotus.

Kuvio 731.

OTOSYRITYSTEN HAVAITUT VALUUTTATULOKSET 1970—77, MMK



yläviivat: d = valuuttavelat; c = valuuttasaamiset; x = vienti; m = tuonti; s = lyhytaikainen; l = pitkäaikainen; b = valuuttatalletukset; h = valuuttoihin sidottujen lainojen lyhennykset;

z = muut
 $K^c = K^{cs} + K^{cl} + K^b$

$K^d = K^{ds} + K^{dl} + K^h + K^z$

ilmi kuviosta 731 ja taulukosta 731. Yritysryhmittäin käsitellään havaittuja valuuttatuloksia luvussa 74. Yritysten havaitut kurssivoitot (K_p) ja kurssi-tappiot (K_n) olivat sangen vähäisiä ajanjaksona 1970–72 siitä huolimatta, että valuuttaindeksi kohosi lähes 6 % ja yksittäiset valuutat heilahtelivat voimakkaasti. Luvut saattavat olla alhaisia osittain kehittymättömän raportoinnin takia mutta ennen kaikkea siksi, että valuuttavelat olivat huomattavasti pienempiä kuin myöhemmin (ks. kuvio 3311). Vuoden 1972 lopussa oli tutkittujen yritysten valuuttavelkojen absoluuttinen määrä vain kolmannes siitä, mitä se oli tutkimusajanjakson lopussa.

Taulukko 731. Otosyritysten valuuttatulosten funktionaalinen jakautuma 1970–77, mmk

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	Σ
K_p^x	2.8	21.3	33.7	15.8	12.5	20.6	59.0	97.2	262.9
K_p^m	0.3	2.8	3.1	16.0	17.4	8.1	25.1	20.7	93.5
K_p^{cs}	0.2	0.1	0.3	1.1	1.2	18.0	4.6	14.6	40.1
K_p^{ds}	0.2	1.3	1.7	10.8	55.4	8.2	11.2	11.0	99.8
K_p^{cl}	0.0	0.0	0.1	9.9	18.2	60.8	49.9	60.8	199.7
K_p^{dl}	0.5	7.6	11.4	54.6	19.2	36.6	124.3	81.2	335.4
K_p^h	0.0	0.1	0.2	2.4	10.1	5.0	5.9	10.5	34.2
K_p^b	0.2	0.8	0.6	8.8	11.6	58.1	21.0	47.2	148.3
K_p^z	0.0	0.6	0.4	20.6	20.0	22.5	42.2	24.1	130.4
$K_p \Sigma$	4.2	34.6	51.5	140.0	165.6	237.9	343.2	367.3	1344.3

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	Σ
K_n^x	-0.4	-1.0	-4.8	-8.6	-21.8	-11.1	-24.8	-56.5	-129.0
K_n^m	-1.0	-6.5	-8.0	-21.1	-21.5	-90.0	-99.5	-111.6	-359.2
K_n^{cs}	-0.0	-0.0	-0.2	-2.4	-4.1	-2.2	-6.5	-2.4	-17.8
K_n^{ds}	-1.1	-9.7	-5.0	-18.9	-17.5	-24.5	-30.1	-116.5	-223.3
K_n^{cl}	-0.2	-0.9	-0.0	-55.8	-29.4	-28.1	-12.6	-29.6	-156.6
K_n^{dl}	-3.0	-50.8	-30.1	-47.7	-179.0	-216.8	-192.0	-1168.2	-1887.6
K_n^h	-0.1	-6.5	-3.0	-6.3	-5.7	-17.5	-17.3	-61.7	-118.1
K_n^b	-0.2	-0.1	-0.3	-2.7	-8.8	-8.8	-7.5	-12.0	-40.4
K_n^z	-0.2	-4.7	-3.8	-13.5	-20.6	-45.5	-31.2	-107.9	-227.4
$K_n \Sigma$	-6.2	-80.2	-55.2	-177.0	-308.4	-444.5	-421.5	-1666.4	-3159.4

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	Σ
K_o^x	+2.4	+20.3	+28.9	+7.2	-9.3	+9.5	+34.2	+40.7	+133.9
K_o^m	-0.7	-3.7	-4.9	-5.1	-4.1	-81.9	-74.4	-90.9	-265.7
K_o^{cs}	+0.2	+0.1	+0.1	-1.3	-2.9	+15.8	-1.9	+12.2	+22.3
K_o^{ds}	-0.9	-8.4	-3.3	-8.1	+37.9	-16.3	-18.9	-105.5	-123.5
K_o^{cl}	-0.2	-0.9	+0.1	-45.9	-11.2	+32.7	+37.3	+31.2	+43.1
K_o^{dl}	-2.5	-43.2	-18.7	+6.9	-159.8	-180.2	-67.7	-1087.0	-1552.2
K_o^h	-0.1	-6.4	-2.8	-3.9	+4.4	-12.5	-11.4	-51.2	-83.9
K_o^b	0.0	+0.7	+0.3	+6.1	+2.8	+49.3	+13.5	+35.2	+107.9
K_o^z	-0.2	-4.1	-3.4	+7.1	-0.6	-23.0	+11.0	-83.8	-97.0
$K_o \Sigma$	-2.0	-45.6	-3.7	-37.0	-142.8	-206.6	-78.3	-1299.1	-1815.1

K_p , K_n , K_o = kurssivoitot, kurssitappiot, netto; K^x = vienti, K^m = tuonti; K^{cs} , K^{cl} = lyhytaikaiset, pitkäaikaiset valuuttasaamiset; K^{ds} , K^{dl} = lyhytaikaiset, pitkäaikaiset valuuttavelat; K^h = valuuttalainojen lyhennykset; K^b = valuuttatalletukset; K^z = muut.

Voimakkaiden kurssiheilahteluiden ja ilmeisesti myös raportoinnin parantumisen takia lisääntyi havaittujen kurssierojen absoluuttinen arvo huomattavasti vuoden 1973 aikana. Ennen kaikkea tärkeän lainavaluutan, USD:n, jyrkkä lasku johti 66 milj. markan bruttovoittoon valuuttavelkojen osalta. Näiden vastapainona syntyi valuuttasaamisten, erityisesti USD- mutta jossain määrin myös GBP-saamisten, osalta kurssitappioita 58 milj. markkaa. Vaikka kurssivoittoja aiheutui myös monista muista eristä, ennen kaikkea EEC-valuuttojen nousun vuoksi, havaittu nettokurssitappio oli 37 milj. markkaa. Koska kurssivoitot sisälsivät enemmän realisoituneita eriä kuin kurssitappiot, kurssivaihteluiden vaikutus kassavirtoihin näytti vuonna 1973 olleen nettomääräisesti positiivinen.

Vuosina 1974-76 valuuttaindeksi pysytteli suhteellisen muuttumattomana tiettyjen yksittäisten valuuttojen (lähinnä GBP:n, CHF:n ja jossain määrin USD:n) kurssien osin keskenään erisuuntaisesta heilahtelusta huolimatta. Havaitut kurssivoitot kohosivat vähitellen vajaasta 170 milj. markasta runsaaseen 340 milj. markkaan. Niitä syntyi pääasiallisesti pitkäaikaisista vahvojen valuuttojen määräisistä saamisista, heikkojen valuuttojen määräisistä pitkäaikaisista veloista ja valuuttatalletuksista; esimerkiksi vuonna 1975 valuuttatalletuksista kertyi kurssivoittoja lähes 60 milj. markkaa. Kurssitappiot lähinnä pitkäaikaisista valuuttaveloista pysyttelivät kuitenkin suunnilleen 180

ja 220 milj. markan välillä ja tuontiin liittyvät enintään 100 milj. markan tasolla vuodessa. Bruttotappiot olivat noin 310 ja 440 milj. markan välillä, ja havaitut nettotappiot lisääntyivät ko. kolmivuotisjaksona noin 80–210 milj. markkaan vuodessa.

Havaitussa valuuttatuloksessa tapahtui radikaali muutos vuonna 1977, jolloin FIM devalvoitiin kahdesti. Valuuttaindeksin vuosikeskiarvo kohosi silloin edellisestä vuodesta yli 6 %, ja indeksin nousu joulukuusta 1976 joulukuuhun 1977 oli noin 10 %. Tutkittujen yritysten valuuttavelat olivat vuoden 1977 lopussa kohonneet noin 14 600 milj. markkaan. Nettokurssitappioiden arvo nousi yli kymmenkertaiseksi vuosien 1973–76 keskiarvoon verrattuna. Kursivoitujen määrää, noin 370 milj. markkaa, oli paradoksaalista kyllä suunnilleen samalla tasolla kuin edellisenä vuonna, mutta kurssitappiot nousivat noin 420 milj. markasta lähes 1 670 milj. markkaan.

Kuten edellä mainittiin, havaittu valuuttatulos merkitsee kassavirtojen kannalta juokseviin eriin (lähinnä vientiin/tuontiin) liittyvien kurssivoittojen ja -tappioiden aliarvioimista ja erityisesti valuuttavelkoihin liittyvien kurssitappioiden yliarvioimista. Tämä käy selvästi ilmi vuotta 1977 koskevista luvuista. Kahdesta devalvaatiosta huolimatta ilmoittivat yritykset saaneensa vientiin liittyviä kurssivoittoja ainoastaan jonkin verran yli 110 milj. markkaa (lyhytaikaisista valuuttasaamisista koituneet kurssivoitot mukaan lukien), mikä merkitsi vain noin 50 milj. markan lisäystä edellisestä vuodesta, jolloin valuuttakurssit keskimäärin alenivat. Kaavamaisen kurssien keskimääräisen nousun ja viennin noin 10 600 milj. markan arvon vertailun perusteella voitaisiin otaksua, että kurssimuutosten vaikutus olisi ollut noin 5- tai 6-kertainen. Sama päättely on kuitenkin sovellettavissa myös tuontiin, johon liittyvät havaitut kurssitappiot nousivat runsaaseen 110 milj. markkaan, johon tulivat lisäksi vajaan 120 milj. markan suuruiset lyhytaikaisista valuuttaveloista aiheutuneet kurssitappiot, kun tuonnin arvo oli likimain yhtä suuri kuin viennin eli noin 11 000 milj. markkaa.

Otosyritysten yhteenlasketut havaitut bruttokurssivoitot ajanjaksona 1970–77 olivat yhteensä noin 1 350 milj. markkaa. Bruttokurssitappiot olivat kaikkiaan noin 3 160 milj. markkaa, ja nettotappioksi tuli noin 1 810 milj. markkaa.

Havaitun valuuttatuloksen eräkohtaisen analyysin helpottamiseksi esitetään taulukossa 732 eri erien prosenttiset osuudet valuuttavoitoista ja -tappioista.

Taulukon 732 luvut antavat lisävalaistusta edellä mainittuun vientiin liittyvien kurssivoittojen (K_p^x) aliarvostukseen. Niiden osuus (ml. lyhytaikaiset saami-

set) oli vain 23 % yhteenlasketuista havaituista kurssivoitoista. Suunnilleen neljäsnes kurssivoitoista aiheutui pelkästään pitkäaikaisista valuuttaveloista (K_p^{dl}), mikä johtui pääasiallisesti USD:n heikentymisestä Suomen markkaan nähden. Suuria kurssivoittoja syntyi lisäksi pitkäaikaisten valuuttasaamisten (K_p^{cl}) ja valuuttatalletusten (K_p^b) kurssien kohoamisen johdosta sekä erään K_p^z sisältyvien termiinivoittojen vaikutuksesta.

Bruttomääräisesti peräti 60 % havaituista kurssitappioista aiheutui pitkäaikaisista valuuttaveloista (K_n^{dl}). Muista bruttotappioista suurin osa koitui tuontieristä (runsaat 10 %) ja näihin liittyvistä lyhytaikaisista valuuttaveloista sekä tietyistä erän ”muut” (K_n^z) veloista ja termiintappioista. Runsaaseen 1 800 milj. markkaan ajanjaksona 1970–77 kohonneista nettotappioista aiheutui siis noin 1 550 milj. markkaa pitkäaikaisista valuuttaveloista.

Havaittujen kurssivoittojen ja -tappioiden suhteellisen suuruuden valottamiseksi niitä verrattiin yritysten liikevaihtoon. Kuvio 732 osoittaa, että suhteellisten bruttomääräisten kurssivoittojen taso oli sangen vakaa, suunnilleen 0.5–0.8 % liikevaihdosta vuosina 1973–77.

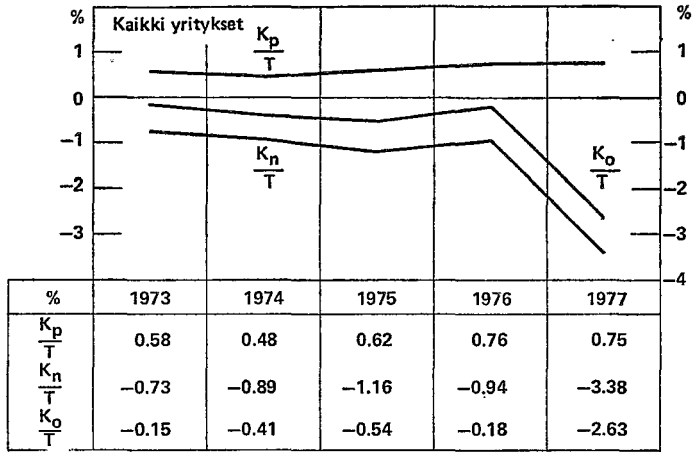
Suhteelliset bruttokurssitappiot pysyttelivät vuoteen 1976 saakka suunnilleen 0.7 ja 1.2 prosenttia välillä, mikä merkitsi sitä, että suhteelliset nettotappiot eivät juuri ylittäneet puolen prosentin tasoa. Kuva muuttui aivan toisenlaiseksi devalvointivuonna 1977, jolloin bruttotappioiden nousu noin 3.4 prosenttiin liikevaihdosta kohotti myös suhteelliset nettotappiot noin 2.6 prosenttiin. Näillä yritysten liikevaihtoon verrattuna korkeilla nettovaluuttatappioilla oli myös huomattava vaikutus yritysten tilinpäätösstrategiaan.

Taulukko 732. Otoyriyten kurssivoittojen (K_p) ja kurssitappioiden (K_n) funktionaalinen jakautuma 1970–77, %

	K_p	K_n
K^x	19.9	4.0
K^m	6.9	11.4
K^{cs}	3.0	0.6
K^{ds}	7.4	7.1
K^{cl}	14.8	5.0
K^{dl}	24.8	59.7
K^h	2.5	3.7
K^b	11.0	1.3
K^z	9.7	7.2
	100.0	100.0

Kuvio 732.

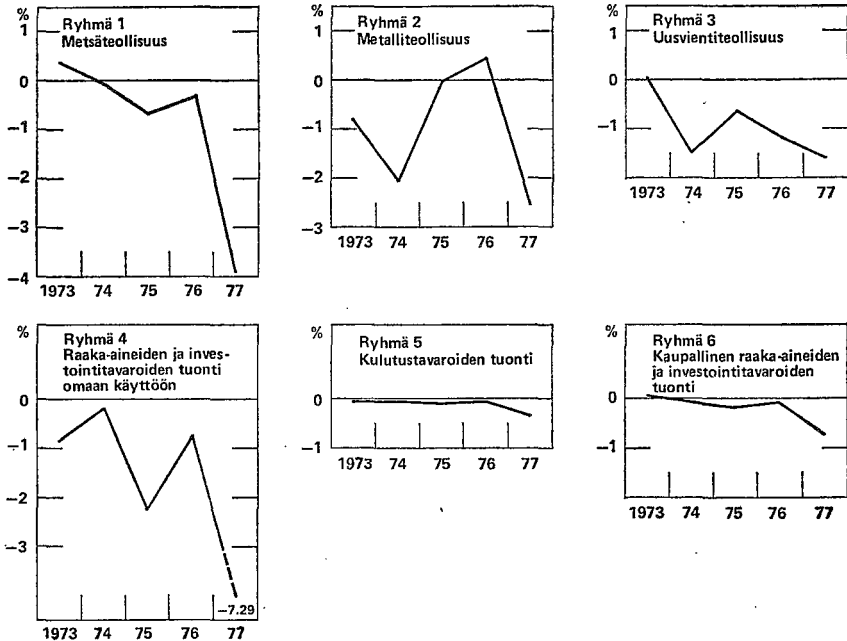
OTOSYRITYSTEN SUHTEELLISET VALUUTTATULOKSET 1973—77



K_p, K_n, K_o = havaitut kurssivoitot, kurssitappiot, netto
 T = liikevaihto, mmk

Kuvio 733.

OTOSYRITYSTEN SUHTEELLISET NETTOVALUUTTATULOKSET YRITYSRYHMITTÄIN



Yritysrhytmittain tarkasteltuna (kuvio 733) suhteellinen valuuttatulos vaihteli huomattavasti enemmän sekä ajallisesti että ryhmäkohtaisesti. Metsäteollisuusryhmässä olivat havaitut nettotappiot peräti 3.9 % liikevaihdosta vuonna 1977, metalliteollisuusyritysten ryhmässä 2.6 % ja tuontiryhmässä 4 jopa 7.3 %. Näissä ryhmissä todetut korkeat suhdeluvut aiheutuivat ennen kaikkea suurista valuuttaveloista (ks. kuvio 3312). Muissa ryhmissä havaitut suhteelliset kurssitappiot olivat huomattavasti pienempiä, mikä johtui ennen kaikkea pienemmistä valuuttaveloista mutta jossain määrin myös raportoinnin heikommasta tasosta. Esimerkiksi ryhmässä 5 (kulutustavaratuonti) valuuttamääräisen velkaantuneisuuden aste oli vuonna 1977 vain 0.03, kun taas tuontiyritysrhmässä 4 se oli 0.95, metsäteollisuusryhmässä 0.46 ja metalliteollisuusryhmässä 0.41. Metalliteollisuusryhmän tuntuvat tappiot vuosina 1973–74 johtuivat pitkäaikaisten valuuttavelkojen arvon nostamisesta uuden kirjanpitolain mukaiseksi sekä USD:n heikentymisestä, joka aiheutti kurssitappioita valuuttasaamisten osalta.

Metsäteollisuusryhmän havaittuun valuuttatulokseen vaikutti se, että tämän yritysrhmän vienti tapahtui pääasiassa neljän myyntiyhdistyksen välityksellä. Näihin yhdistyksiin kohdistunut erillinen haastattelukierros osoitti, että ne seurasivat karkeasti ottaen samanlaisia kurssivoittojen ja -tappioiden kirjauserusteita kuin edellä esitettiin. Myyntiyhdistysten välityksellä tapahtunut vienti jälleenrahoitettiin yleensä (paitsi sidottujen valuuttojen tapauksessa) viennin laskutusvaluuttaa käyttäen, jolloin kurssiriski tuli katetuksi. Lisäksi ko. neljä yhdistystä olivat hyvin aktiivisia termiinimarkkinoilla. Esimerkiksi vuonna 1977 niiden termiinimyntien ilmoitettiin vastanneen 1.5–2 mrd. markkaa, josta yli kolmannes oli kolmansien valuuttojen välisiä termiinoiteja.

Myyntiyhdistykset käyttivät tilityksissään sisäisiä standardikursseja. Niiden kirjanpidollinen valuuttatulos, jossa otettiin huomioon sekä tavaravirrat että rahoitus, lienee vuonna 1977 liikkunut nettomääräisesti +20 ja -20 milj. markan välillä yhdistystä kohden. Metsäteollisuusryhmään kuuluville seitsemälle yritykselle oli näiden havaittujen kurssivoittojen tai -tappioiden merkitys näin ollen vähäinen omaan havaittuun valuuttatulokseen verrattuna. Eri asia on, että yhdistystenkin valuuttatulokset edellä esitettyyn tapaan laskettuna aliarvioivat kirjanpituvuoden aikana vientiin liittyvät kurssivoitot ja yliarvioivat valuuttaveloista aiheutuneet kurssitappiot.

Havaitusta valuuttatuloksesta, johon sisältyy sekä realisoituneita¹ että realisoitumattomia eriä (ks. edellä esitettyä määritelmää), voitiin ottaa erilleen

¹ Realisoituneisuuden symbolina käytetään ylätähteä *.

Taulukko 733. Otosyristysten realisoituneet valuuttatulokset (\bar{K}) vuonna 1977, mmk

	\bar{K}_p^x	\bar{K}_p^m	\bar{K}_p^{cs}	\bar{K}_p^{ds}	\bar{K}_p^{cl}	\bar{K}_p^{dl}	\bar{K}_p^h	\bar{K}_p^b	\bar{K}_p^z	$\Sigma \bar{K}_p$
Ryhmä 1	31.9	3.2	2.4	0.0	2.0	0.3	0.0	17.4	10.7	67.9
2	50.2	3.3	0.2	3.7	8.3	11.5	0.0	12.2	13.4	102.8
3	6.0	0.3	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.3
4	5.2	11.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.5	1.0	28.2
5	2.4	0.2	2.7	0.3	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	7.0
6	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	0.9	0.0	2.8
Σ	96.0	18.8	6.3	4.0	10.3	11.8	1.3	42.4	25.1	216.0

	\bar{K}_n^x	\bar{K}_n^m	\bar{K}_n^{cs}	\bar{K}_n^{ds}	\bar{K}_n^{cl}	\bar{K}_n^{dl}	\bar{K}_n^h	\bar{K}_n^b	\bar{K}_n^z	$\Sigma \bar{K}_n$
Ryhmä 1	5.7	14.9	0.0	11.3	0.0	28.5	1.4	3.0	0.3	65.1
2	29.8	6.8	0.8	25.0	1.2	70.2	10.2	5.0	8.4	157.4
3	0.1	0.2	0.0	5.4	0.0	5.1	0.1	0.2	0.0	11.1
4	2.9	75.1	0.0	1.8	0.0	68.6	6.2	1.2	11.7	167.5
5	12.6	7.1	0.0	7.1	0.0	0.0	30.5	0.3	0.0	57.6
6	0.3	2.3	0.0	6.0	0.0	1.4	9.8	0.0	0.0	19.8
Σ	51.4	106.4	0.8	56.6	1.2	173.8	58.2	9.7	20.4	478.5

	\bar{K}_o^x	\bar{K}_o^m	\bar{K}_o^{cs}	\bar{K}_o^{ds}	\bar{K}_o^{cl}	\bar{K}_o^{dl}	\bar{K}_o^h	\bar{K}_o^b	\bar{K}_o^z	$\Sigma \bar{K}_o$
Ryhmä 1	26.2	-11.7	2.4	-11.3	2.0	-28.2	-1.4	14.4	10.4	2.8
2	20.4	-3.5	-0.6	-21.3	7.1	-58.7	-10.2	7.2	5.0	-54.6
3	5.9	0.1	1.0	-5.4	0.0	-5.1	-0.1	-0.2	0.0	-3.8
4	2.3	-63.6	0.0	-1.8	0.0	-68.6	-6.2	9.3	-10.7	-139.3
5	-10.2	-6.9	2.7	-6.8	0.0	0.0	-30.5	1.1	0.0	-50.6
6	0.0	-2.0	0.0	-6.0	0.0	-1.4	-8.5	0.9	0.0	-17.0
Σ	44.6	-87.6	5.5	-52.6	9.1	-162.0	-56.9	32.7	4.7	-262.5

realisoituneet kurssivoitot ja -tappiot. Määritelmän mukaan näihin eivät kuulu aktivoitunut kurssivoitot ja -tappiot. Yritysten realisoituneesta valuuttatuloksesta hankittiin tietoja (taulukko 733) haastatteluja seuranneen erillisen kyselykierroksen avulla. Yhdenmukaisia tietoja ei kuitenkaan ollut saatavissa vuotta 1977 edeltäneeltä ajalta.

Näistä vuoden 1977 realisoituneista kurssivoitoista, joiden yhteismäärä oli lähes 200 milj. markkaa, noin 45 % syntyi viennistä (\bar{K}_p^x), mikä on huomattavasti suurempi kuin vastaava osuus kaikista havaituista kurssivoitoista. Myös valuuttatilien osuus (\bar{K}_p^b) realisoituneista kurssivoitoista oli lähes kaksinkertainen, suunnilleen 20 %. Vajaat 10 % realisoituneista kurssivoitoista tuli tuonnin osalle (\bar{K}_p^m).

Tämän menetelmän mukaan todetut realisoituneet kurssitappiot olivat vuonna 1977 yli kaksinkertaiset vastaaviin kurssivoittoihin verrattuna eli noin 480 milj. markkaa. Havaittujen kurssitappioiden kokonaismäärään verrattuna huomattavasti pienempi osa realisoituneista kurssitappioista johtui odotetusti pitkäaikaisista valuuttaveloista (\hat{K}_n^{dl}) (osuudet olivat vastaavasti 36 % ja 60 %). Sen sijaan jonkin verran suurempi osa tuontiin liittyvistä (yli 20 %) ja kuoletuksiin liittyvistä kurssitappioista (12 %) oli realisoituneita. Vientiin liittyvien havaittujen kurssitappioiden yhteismäärä (\hat{K}_n^x) koostui lähes yksinomaan realisoituneista tappioista (samoin kuin vastaava kurssivoittojen yhteismäärä realisoituneista voitoista).

Verrattaessa toisiinsa vuoden 1977 kaikkia realisoituneita ja realisoitumattomia kurssivoittoja ja -tappioita osoittautui, että noin 59 % voitoista oli realisoituneita. Kurssitappioista vastaava osuus oli huomattavasti pienempi, noin 29 %, lähinnä kirjanpidon varovaisuusperiaateen noudattamisen takia. Vuonna 1977 realisoituneiden nettokurssitappioiden kokonaismäärä, 260 milj. markkaa, oli noin 20 % ko. vuoden havaituista kokonaiskurssitappioista. Tämän vertailun mukaan rajoittui realisoitunut kokonaisvaikutus (kassavirtavaikutus) tutkituissa yrityksissä noin viidennekseen havaitusta vaikutuksesta. Vaikutus jakautui kuitenkin sangen epätasaisesti eri yrityksille ja oli riippuvainen yritysten viennin/tuonnin volyymin, viennin ja tuonnin välisestä suhteesta sekä valuuttarakenteesta ja valuuttaveloista.

74. Havaitun ja estimoidun valuuttatuloksen vertailu

Edellä esitetyn, havaitun valuuttatuloksen analyysin jälkeen pyritään selvittämään, missä määrin yritysten valuuttatulosta voidaan pitää "annettuna" eli miten suuri osa kurssivoitoista ja -tappioista voidaan selittää kurssien muutosvauhdin ja yrityksen valuuttarakenteen avulla. Kysymystä voidaan tarkastella kuviossa 341 havainnollistettujen analyyttisten riippuvuussuhteiden antamaa taustaa vasten. Mitä enemmän valuuttakurssien muutokset (jotka sisältyvät ympäristötekijöihin) sekä valuuttavirtojen suuruus, rakenne ja suunta (jotka sisältyvät resursseihin) selittävät valuuttatulosta, sitä pienempänä voidaan pitää valuuttastrategian vaikutusta ja päinvastoin.

Aluksi määriteltiin yhtälö

$$(741) \quad K_o - \hat{K}_o = f(Q, L, F)$$

jossa K_o on havaittu nettovaluuttatulos, \hat{K}_o estimoitu (laskennallinen) netto-

valuuttatulos, Q edustaa erilaisia valuuttastrategiaa kuvaavia tekijöitä (mm. kurssien ja valuutta-aseman seurannan tasoa, valuuttastrategisten keinojen käyttötiheyksiä), L erilaisia yrityksen likviditeettiä kuvaavia tekijöitä ja F erilaisia termiinkauppoja kuvaavia tekijöitä. Näiden selittävien muuttujien mukaan ottamiseen johtaneesta ajatuskulusta tehdään selkoa seuraavassa luvussa 75. Päämääränä oli siis viime kädessä yrittää selittää myös havaittujen ja estimoitujen valuuttatulosten välisiä, positiivisia tai negatiivisia poikkeamia edellä esitetyn tyyppisten selittävien muuttujien avulla. Tämän tyyppisten yhtälöiden käyttö perustuu olettamukseen, että aineisto on jokseenkin homogeeninen.

Seuraavaksi muodostettiin lauseke laskennalliselle nettovaluuttatulokselle. Lähtökohdaksi otettiin tuonnin ja viennin sekä valuuttasaamisten ja -velkojen valuuttajakautumasta ja arvosta vuosilta 1973–77 saadut kyselytiedot. Estimointi tapahtui seuraavan lausekkeen mukaisesti:

$$(742) \quad \hat{K}_{o, it} = \sum_{v=1}^{13} \frac{\Delta E_{a, t}^v}{E_{a, t-1}^v} \left[(X_{it}^v - M_{it}^v) + (C_{it}^v - D_{it}^v) \right]$$

jossa

$i = 1, \dots, 32$ (yritykset)

$t = 1973, \dots, 1977$

$v = \text{USD, GBP, } \dots, \text{ OC (valuutat)}$

$\frac{\Delta E_{a, t}^v}{E_{a, t-1}^v} =$ valuutan avistakurssin suhteellinen muutos
vuodesta $t-1$ vuoteen t

$X_{it}^v =$ yrityksen i valuutan v määräinen vienti vuonna t

$M_{it}^v =$ yrityksen i valuutan v määräinen tuonti vuonna t

$C_{it}^v =$ yrityksen i valuutan v määräiset saamiset vuonna t

$D_{it}^v =$ yrityksen i valuutan v määräiset velat vuonna t

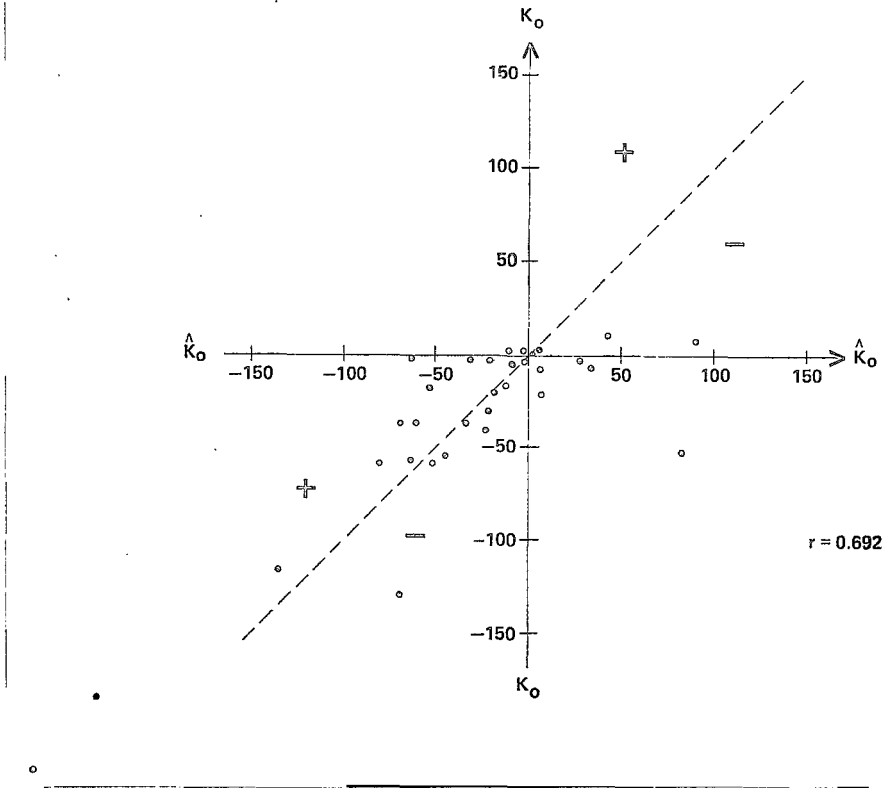
$\hat{K}_{o, it}$ on siis i :n yrityksen estimoitu ¹ valuuttatulos vuonna t . Kurssimuutosten vaikutuksia virta- ja varantosuureisiin ilmaistaessa sovellettiin kunkin valuutan kurssin vuosikeskiarvojen muutoksia. ² Valuuttakurssien vuosikes-

¹ Tässä ja muissa estimoinneissa käytettiin hyväksi Helsingin yliopiston HYLPS-ohjelmistoa.

² Viennin ja tuonnin jakautumiin kuuluu myös FIM-osuuksia, so. 13 valuuttakomponenttia, kun taas valuuttavelkojen ja -saamisten yhteydessä FIM ei esiinny. OC = muut valuutat; näiden kurssikehitystä edustaa niiden neljän valuutan (ITL, ESP, JPY, ATS) painotettu keskiarvo, joilla oli erillisinä mukaan otettujen valuuttojen jälkeen korkeimmat painokertoimet.

Kuvio 741.

**OTOSYRITYSTEN HAVAITUT JA ESTIMOIDUT NETTOVALUUTTATULOKSET
(AJANJAKSON 1973—77 KESKIARVOT YRITYKSITTÄIN)**

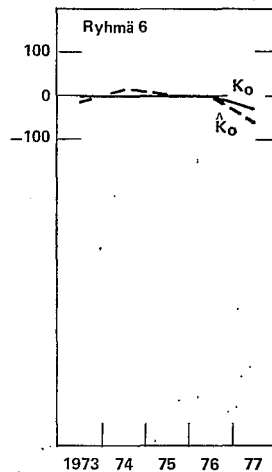
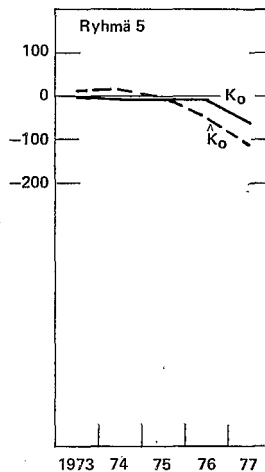
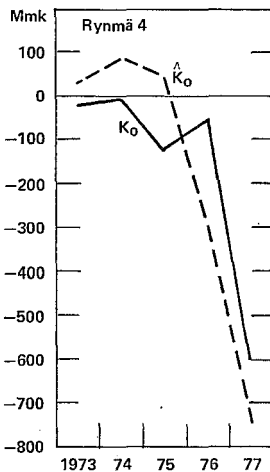
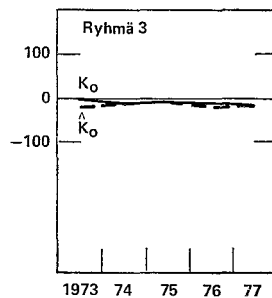
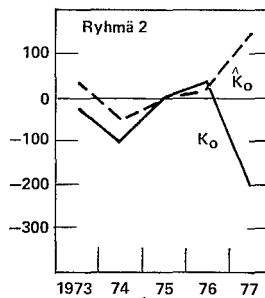
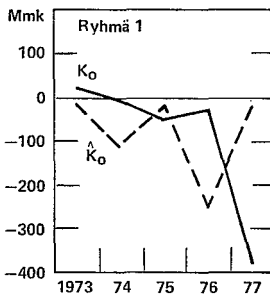
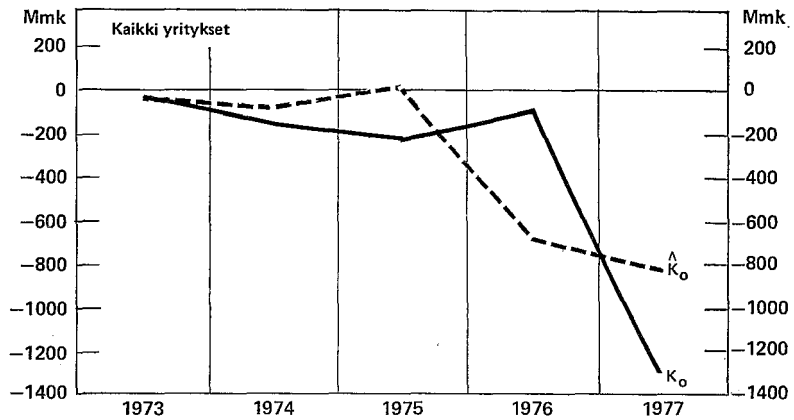


kiarvojen soveltaminen vuoden t nettovientivirtojen osalta sekä nettovelkaan vuoden t lopussa oli ainoa mahdollinen menettely, sillä kuukausittaisia valuuttavirtatietoja ei ollut saatavissa. Mitään perusteita ei ollut a priori sellaiselle menettelylle, että esimerkiksi vuoden t-1 kurssien keskiarvoja olisi käytetty vuoden t vienti- ja tuontivirtojen osalta ja vuoden t lopun saatava- ja velkasaldojen osalta.

Kuvio 741 esittää havaitun ja estimoidun nettovaluuttatuloksen suhdetta yrityksittäin ajanjaksona 1973–77. Yritykset, joissa $K_o > \hat{K}_o$, ovat positiivisissa kentissä 45°-suoran yläpuolella. Näissä yrityksissä havaittu nettotulos sai estimoitua tulosta korkeampia positiivisia tai sitä matalampia negatiivisia arvoja. Yritykset, joissa $K_o < \hat{K}_o$, sijaitsevat 45°-suoran alapuolella, negatiiv-

Kuvio 742.

OTOSYRITYSTEN HAVAITUT JA ESTIMOIDUT
NETTOVALUUTTATULOKSET 1973—77



visella alueella. Otoksen 32 yrityksestä positiiviseen kenttään kuului 14 ja negatiiviseen kenttään 18. Muuttujien K_o ja \hat{K}_o välinen korrelaatio oli 0.69.

Kaikkiin yrityksiin ja eri yritysryhmiin kohdistuvat aikasarjat ajanjaksolta 1973–77 on koottu kuvioon 742, jossa vuosittaisia estimoituja nettovaluuttatuloslukuja verrataan vastaaviin havaittuihin arvoihin. Kokonaisnettovaluuttatulos oli kummallakin tavoin laskettuna negatiivinen jakson kaikkina muina vuosina paitsi vuonna 1975, jolloin \hat{K}_o oli lievästi positiivinen. Suureiden K_o ja \hat{K}_o välinen erotus kasvoi ajan myötä osittain valuuttavelkojen kasvun ja osittain eri valuuttojen kurssikehityksen lisääntyneen epäyhtenäisyyden vuoksi. Kaikkien yritysten yhteenlaskettu havaittu kurssitappio oli estimoitua tappiota suurempi vuosina 1974 ja 1975 ja etenkin vuonna 1977, kun taas estimoitu tappio oli hieman havaittua tappiota suurempi vuonna 1973 ja hyvin paljon suurempi vuonna 1976.

Suureiden K_o ja \hat{K}_o väliset erot noudattavat suurin piirtein valuuttaindeksiin muutoksia (kuvio 421): niinä vuosina, jolloin valuuttaindeksi kohosi, havaittu tulos oli yleensä estimoitua heikompi ja päin vastoin. Erityisesti vuonna 1977 olivat havaitut kurssitappiot huomattavasti estimoituja suuremmat, koska vuoden lopun kurssit, joita käytettiin suureen K_o arvoja ilmoitettaessa, olivat yleensä suuretta \hat{K}_o laskettaessa käytettyjä keskikursseja korkeammat huhtikuussa ja syyskuussa tapahtuneiden devalvoitien johdosta. Toisaalta taas se, että K_o osoitti vuonna 1976 pienempiä tappioita kuin \hat{K}_o , aiheutui lähinnä USD:n, SUR:n ja GBP:n kurssien laskusta vuoden loppupuolella. Poikkeusvuosi 1974 selittyy öljykriisiä seuranneesta valuuttavelan voimakkaasta kasvusta. Koko tutkimusajanjaksona olivat kaikkien otosyritysten yhteenlasketut havaitut nettokurssitappiot noin 210 milj. markkaa estimoituja suuremmat.

Yritysryhmittäin tarkasteltuna erotukset vaihtelivat huomattavasti voimakkaammin kuin koko otoksessa. Kokonaistulosta vastaavasti oli metsä- ja metalliteollisuusryhmien havaittu valuuttatulos vuonna 1977 huomattavasti estimoitua tulosta negatiivisempi. Metsäteollisuusryhmässä tätä kompensoi suuressa määrin vuoden 1976 havaittu tulos, joka ei ollut niin negatiivinen kuin estimoitu tulos. Metalliryhmässä, jossa nettoviennin arvo oli korkea ja jolla oli suuret valuuttavelat, vuoden 1977 estimoitu tulos (lähes 150 milj. markan nettokurssivoitot) osoitti samoin sitä, miten havaitut luvut yliarvioivat tappioita ajanjaksoina, jolloin kurssitaso kohoaa nopeasti. Uusvientiyri-tysten ryhmässä kehittyivät K_o ja \hat{K}_o sängen yhdenmukaisesti. Tuontiyritysryhmässä 4, jossa sekä nettotuonti että valuuttavelat ovat huomattavan suuria,

K_0 ja \hat{K}_0 eivät myöskään poikenneet paljoa toisistaan. Ryhmissä 5 ja 6 estimoitu tulos oli vuonna 1977 havaittua huonompi siitä huolimatta, että ryhmään kuuluvilla yrityksillä oli jonkin verran valuuttavelkoja, mikä osoittaa joidenkin näistä yrityksistä aliarvioineen tuontiin liittyneet kurssitappionsa.

75. Vertailutulosten tulkinta

Tutkimusajanjaksona koko otoksesta laskettu suureiden K_0 ja \hat{K}_0 välinen korrelaatio oli suhteellisen korkea, mikä viittaa siihen, että kokonaisuutena tarkastellen huomattava osa valuuttakurssimuutoksista olisi heijastunut yritysten valuuttatulokseen lyhyellä aikavälillä "automaattisesti". Tämä toteamus perustuu otaksumaan, että estimoituun valuuttatulokseen ei jo ole sisällytetty huomattavassa määrin valuuttastrategisia elementtejä (esim. laajamittaisia sopimusvaluutan muutoksia vuoden aikana). Valuuttajakautuman kehityksen tarkastelu tukee tällaista otaksumaa (luku 634). Ainakaan lyhyellä aikavälillä useimmat yritykset eivät näytä kysyneen muuttamaan havaittua valuuttatulostaan huomattavasti estimoitua tulosta edullisemmaksi. Tähän huomioon liittyviä epävarmuustekijöitä ovat toisaalta suureen K_0 raportointi ja toisaalta kurssimuutoksiin sovellettu likiarvomenettely lausekkeessa 742. Sen sijaan esimerkiksi luvussa 8 suoritettava kolmen esimerkkitapauksen analyysi viittaa siihen, että pitkällä aikavälillä yritykset voivat huomattavasti pienentää kurssimuutosten negatiivista vaikutusta valuuttatulokseensa. Kuten mainittiin, katsottiin a priori aiheelliseksi pyrkiä selvittämään suureiden K_0 ja \hat{K}_0 välisiä positiivisia tai negatiivisia eroja aiheuttaneita tekijöitä. Relevantteina pidettyjä riippumattomia muuttujia olivat yrityksen valuuttaorganisaation taso (Q_1, \dots, Q_4),¹ likviditeetti (L) ja terminointiaktiiviteetti (F).

Testaus tapahtui käyttäen lineaarista regressiomallia, joka estimoitiin pienimmän neliösumman menetelmällä. Suureiden Q_1, \dots, Q_4 ollessa selittävinä muuttujina testaukset eivät antaneet käyttökelpoista lisäselitystä. Ilmeisesti syynä tähän oli se, että Q-muuttujat edustivat staattisia, haastatteluajankohdana vallineita tekijöitä, kun taas valuuttatulokset olivat aikasarjan muodossa. Myös likviditeetti- ja termiinimuuttujilla tehdyt kokeet johtivat epäyhtenäisiin tuloksiin sekä parametrien a priori oletettujen etumerkkien, t-arvojen sekä selitysasteiden osalta.²

¹ Q_1 = valuutta-aseman seurannan taso; Q_2 = valuuttastrategialle omistettu aika; Q_3 = valuuttastrategisten keinojen käyttöiheys; Q_4 = valuuttakurssien seurannan taso. Ks. luku 5.

² Muuttujien konstruointia ja suoritettuja testejä selostetaan seikkaperäisesti ruotsinkielisessä versiossa, s. 136—, ja sen liitteessä 17.

Testausstrategiaa verrattiin haastateltujen henkilöiden käsityksiin yrityksen valuuttatulokseen olennaisesti vaikuttavista tekijöistä. Heidän mukaansa yleisimmat valuuttatappioihin johtaneet tekijät olivat

- valuuttakurssien nousu
- suuret valuuttavelat
- suuri valuuttamenojen enemmisyys valuuttatuloihin verrattuna
- vähäiset valuuttavirtojen yhteensovittamismahdollisuudet
- termiinkurssien korkea taso (tuontiyritysten kannalta)
- liikkumavaraa rajoittava likviditeettipaine
- kehittämätön valuuttastrategia ja -informaatio
- valuuttatulojen ja -menojen epäsuotuisa yhdistelmä
- epäonni

Näiden tekijöiden vertaaminen kvantitatiivisiin testeihin sisällytettyihin muuttujiin osoittaa useimpien tulleen otetuksi huomioon: suurin osa oli otettu huomioon jo estimoidun valuuttatuloksen yhteydessä (kurssimuutokset, valuuttavelat, valuuttarakenne ja valuuttamenojen enemmisyys) ja muut likviditeettiä, termiinioperaatioita ja valuuttastrategian tasoa edustavien muuttujien yhteydessä.

Testeistä, joiden tarkoituksena oli mahdollisen lisäselityksen löytäminen havaitun ja estimoidun valuuttatuloksen väliselle erotukselle, voidaan päätellä yrityksen valuuttatuloksen määräytyvän niin mutkallisten prosessien lopputuloksena, että ne tuskin ovat selitettävissä muutaman harvan jo sinänsä vaikeasti konstruoitavan selittävän muuttujan avulla. Testausyritykset kohdistuivat lisäksi varsin vähäisiin eroihin, jotka jäivät jäljelle estimoidun valuuttatuloksen antaman selityksen jälkeen.

76. Tiivistelmä

Yritysten valuuttatulosta koskevia tutkimuksia ei ole aikaisemmin tehty Suomessa eikä tietävästi muuallakaan maailmassa. Kirjanpitökäytännön varovaisuusperiaate vaikuttaa voimakkaasti havaittuihin (ilmoitettuihin) valuuttatuloksiin. Kassavirtasuureisiin verrattuna aliarvioituvat myynteihin/ostoihin liittyvät kurssivoitot/tappiot sellaisina vuosina, jolloin valuuttakurssissa on tapahtunut nopeita nousuja, kun taas lähinnä valuuttaveloista aiheutuvat kurssitappiot vastaavasti yliarvioituvat. Yrityksistä yli neljä viidennestä kirjasi kaikki valuuttaveloista johtuneet valuuttatappionsa tulosvaikutteisesti muina vuosina paitsi 1977, jolloin noin kolmannes joutui aktivoimaan realisoitumattomia kurssitappioitaan.

Tutkittujen yritysten yhteenlasketuista bruttokurssitappioista, jotka olivat noin 3.2 mrd. markkaa tutkimusajanjaksona, 67 % oli peräisin pitkä- ja lyhytaikaisista valuuttaveloista. Vain 20 % havaituista bruttokurssivoitoista, joiden yhteismäärä oli yli 1.3 mrd. markkaa, johtui yritysten ilmoituksen mukaan viennistä. Suhteelliset nettokurssitappiot olivat vuonna 1977 kaikkiaan 2.6 % liikevaihdosta. Ryhmittäin eriteltyinä ne olivat 3.9 % metsäteollisuusryhmässä ja 2.6 % metalliteollisuusryhmässä; tuontiyritysryhmässä 4 ne olivat peräti 7.3 % liikevaihdosta. Vuonna 1977 realisoituneet nettotappiot olivat vain noin 1/5 havaituista.

Sen seikan selvittämiseksi, missä määrin yritysten valuuttatulosta voitiin pitää etukäteen "annettuna", so. yrityksen omasta aktiivisesta valuuttastrategiasta riippumattomana, laskettiin estimoitu valuuttatulos. Havaitun ja estimoidun tuloksen välinen korrelaatio oli varsin korkea, joten tästä päätellen suurin osa kurssimuutoksista heijastuu ainakin lyhyellä aikavälillä valuuttatuloksessa automaattisesti. Pyrkimykset selvittää havaitun ja estimoidun tuloksen välistä erotusta edelleen erilaisten, valuuttastrategian tasoa, yrityksen likviditeettiä ja termiinkauppoja edustavien selittävien muuttujien avulla eivät johdaneet mainittavassa määrin lisäselitysten löytymiseen. Tämä viittaa siihen, että valuuttastrategia on liian monimutkainen prosessi selitettäväksi yksinkertaisen lineaarisen mallin ja muutamien harvojen muuttujien avulla.

8. Esimerkkitapauksia valuuttastrategioista

81. Luvun sisältö ja tarkoitus

Tutkimuksen empiirisen osan lopuksi analysoidaan seuraavassa yhteenvedon-omaisesti yritysten todellista valuuttakäyttäytymistä esimerkkitapauksia tarkastelemalla. Tutkimus kokonaisuudessaan on suuntautunut valuuttastrategisesti aktiivisten yritysten tarkasteluun, joten myös tässä luvussa suoritettavan analyysin kohteeksi valittiin otosyrityksiä, joiden valuuttastrategia oli todettu erityisen kehittyneeksi ja valuuttatulosten perusteella arvioiden menestyksekkääksi. Valitut yritykset ovat näin ollen eräiltä osin poikkeuksellisia. Yrityksistä kaksi oli vientiyrityksiä ja yksi tuontiyritys.

Ensiksi tässä luvussa tarkastellaan yrityksen valuuttastrategisen ympäristön, resurssien, tavoitteiden ja valuuttatuloksen keskinäisiä riippuvuuksia kuviossa 341 esitetyn analyttisen kaavion mukaisesti. Toiseksi pyritään kuvaamaan menestyksellistä valuuttastrategiaa harjoittaneiden yritysten valuuttakäyttäytymistä. Esimerkkitapausten avulla valotetaan lisäksi valuuttastrategiaa nimenomaan yrityksen johdon kannalta.¹

Tutkimuksen luottamuksellisuusperiaatteen vuoksi käytetään yrityksistä peitenimiä. Yritysten tunnistamisen estämiseksi tietyt numerotiedot on lisäksi pyöristetty tavalla, jolla ei ole analyysin kannalta oleellista merkitystä.

82. Finnfine

Vientiyritys Finnfinen yli miljardin markan vuosivaihdosta viennin osuus oli yli puolet. Tuonnin vuosittainen arvo oli 200–400 milj. markkaa. Tärkeimpien vientivaluuttojen (SUR, USD ja SEK) osuus viennin kokonaisarvosta

¹ Esimerkkitapaukset edustavat osittain systeemiajattelua ja osittain niissä tarkastellaan asioita roolikeskeisesti. Edellinen katsomustapa pyrki kartoittamaan finaaliyhteyksiä, so. selvittämään päämäärähakuisten voimien ja toisiinsa suhteutettujen eri syiden vaikutusta. Jälkimmäisen tavoitteena on niiden merkitysten ja sisältöjen kartoitus, joita eri henkilöt asettavat toiminnalleen ja ympäristölleen, ja se tähtää tilannekohtaisiin tulkinta- ja prosessimalleihin. Ks. ARBNOR — BJERKE (ibid., s. 5—12).

oli 80–90 %. Tärkeimmät tuontivaluutat olivat DEM, SEK, NOK ja GBP, joiden yhteenlaskettu osuus oli 70–80 %. Yrityksen valuuttavelat (pitkä- ja lyhytaikaiset) olivat yli 300 milj. markkaa.

Finnfinen keskitetyssä valuuttaorganisaatiossa (vrt. kuvio 531) rahoitusosasto vastasi valuuttakurssien ja valuuttapositioiden seurannasta. Epävirallinen valuuttaryhmä kokoontui talousjohtajan johdolla vähintään kerran kuukaudessa keskustelemaan kurssikehityksestä, rahoituksesta ja valuuttastrategiasta. Rahoitusosasto antoi viennistä vastuussa oleville säännöllisesti sopimusvaluuttoja koskevia suosituksia. Valuuttatilien, maksurytmien muutosten ja muiden valuuttastrategisten operaatioiden hoito kuului rahoitusosastolle, paitsi silloin kun kyseessä olivat tärkeähköt poikkeamiset aikaisemmin noudatetusta valuuttastrategisesta linjasta. Lainavaluutoista rahoitusosasto keskusteli säännöllisesti talousjohtajan kanssa. Toimitusjohtajan kanssa neuvoteltiin, kun oli kyse suurehkoista valuuttalainoista tai huomattavista valuuttastrategian muutoksista.

Rahoitusosasto koostui kymmenestä henkilöstä (konttorihenkilökunta mukaan luettuna), joista muutamilla oli akateeminen loppututkinto. Viimeksi mainittujen ja ylikassanhoitajan ajasta keskimäärin 1/3 oli omistettu valuuttakysymyksille, rahoitusjohtajan ajasta 1/3 ja talousjohtajan ajasta 1/6. Muihin toimintoihin verrattuna Finnfinessa käytettiin valuuttakysymyksiin runsaasti aikaa (asteikkoarvo ”paljon”, liite 4), ja edellä mainittua henkilökunnan määrää pidettiin riittävänä.¹ Järjestelmällistä koulutusta valuuttakysymyksissä annettiin mm. tekemällä ulkomaisiin pankkeihin tutustumisvierailuja sekä siten, että ulkomaisten pankkien valuutta-asiantuntijaryhmät tekivät yritykseen neuvotteluvierailuja.

Valuuttakurssien seurannassa käytettiin hyväksi mm. ulkomaiselta valuuttaennusteinstituutilta (Henley Center) ja pankilta (Marine Midland) tilattuja valuuttaennusteita. Sitä vastoin yrityksellä ei mielestään ollut riittävästi käyttöä Reuterin Monitorille, joka toimittaa jatkuvaa kurssi- ja korkoinformaatiota ja jota pankit ja jotkut muut yritykset käyttävät. Myynti- ja osto-osastoihin pitämiensä jatkuvien yhteyksien lisäksi rahoitusosasto järjesti vuosittain yrityksen sisäisiä valuuttaseminaareja.

Finnfinen pitkän aikavälin valuuttastrategisiksi tavoitteiksi ilmoitettiin kurssitappioiden välttäminen sekä kurssivoittojen saavuttaminen aktiivisen transaktiopolitiikan avulla. Lyhyellä aikavälillä, kun valuuttakurssien odotettiin

¹ Aikaisemmin yrityksen palveluksessa oli ollut henkilö (valuuttadealeri), joka oli erikoistunut pelkästään valuuttakysymysten hoitoon.

muuttuvan, yrityksen preferenssit muuttuivat siten, että kurssivoittojen tavoittelulle oltiin valmiita antamaan enemmän painoa. Finnfinen valuuttastrateginen tavoitteenasettelu oli keskimääräistä aggressiivisempaa. Talusjohtaja korosti kuitenkin, että yhtiö ei spekuloinut, vaan riskeiltä suojauduttiin niin pitkälle kuin eri tilanteissa tuotto-, riski- ja kustannussyistä oli perusteltua.

Finnfine kiinnitti erityistä huomiota hyvään valuuttaposition seurantaan, ja se oli otosyrityksistä ainoa, joka laati positiolaskelmia 18 kuukaudeksi eteenpäin. Positiot jaksotettiin ensimmäisen kuukauden osalta päivittäin, toisen kuukauden osalta viikoittain ja kolmannesta kuukaudesta lähtien kuukausittain (ks. kuvio 551). Yksi tekijä, joka mahdollisti näin pitkälle ajanjaksolle laaditut luotettavat laskelmat, oli se, että yritys sai huomattavan osan tuloistaan pitkälle tulevaisuuteen ulottuvien sopimusten perusteella. Finnfinen nettoviennistä aiheutuneet USD-, SUR- ja SEK-tulot ylittivät tavallisesti sen samojen valuuttojen määräiset menot, kun taas vajeusta esiintyi DEM:n ja jonkin verran myös CHF:n osalta. Finnfinen valuuttavirtojen koostumusta — sillä oli huomattavia kahden suhteellisen heikon valuutan määräisiä tuloja ja kahden vahvan valuutan määräisiä menoja — pidettiin ongelmallisena.

Valuuttakurssien seurannan perusteella laadittiin Finnfinessa päivittäin mm. yksityiskohtaisia avista- ja termiinikurssien kehitystä koskevia tilastoja. Termiinikurssitiedot sisälsivät valuutta/FIM-kurssien ohella myös kolmansien valuuttojen (SEK/DEM, SEK/NLG, SEK/CHF jne.) välisiä kurssveja 1–12 kuukauden pituisiksi termiinijaksoiksi. Yksityiskohtaiset, myynneissä ja ostoissa sovellettavia kurssveja koskevat ohjeet saatettiin ajan tasalle säännöllisin väliajoin. Näiden yleisten valuuttaohjeiden sekä sisäisen, lyhyempiin ja pitempiin toimituksiin sovellettavien kurssien mukaan luokitellun osto/myyntiluettelon avulla saattoivat tulosyksiköiden myynti- ja ostotoimintoja hoitavat elimet tehdä yhdenmukaisia tarjousvertailuja sekä hintalaskelmia. Yli 0.5 milj. markan suuruiset liiketoimet oli aina käsiteltävä tapaus tapaukselta yhdessä ostokeskuksen ja/tai rahoitusosaston kanssa. Kaikki ulkomaan valuutan määräiset maksut kulkivat rahoitusosaston kautta.

Valuuttastrategian peruslinjana oli pyrkiä mahdollisuuksien mukaan tasapainottamaan valuuttavirraf osto- ja myyntiosastoille annettavien sopimusvaluuttasuositusten avulla sekä rahoitustoimia (valuuttatalletuksia, lainoja ja swap-operaatioita) hyväksi käyttäen. Koska yrityksen vientivaluutat eivät yleensä olleet sen päätettävissä, osto-osastojen suorittamaa valuuttojen valintaa pyrittiin valvomaan ja ohjaamaan erittäin tarkasti. Tämän vuoksi tuontivaluuttojen hajonta oli erittäin merkittävä. Suuria vientisopimuksia valmisteltaessa neuvoteltiin niistä säännöllisesti rahoitusosaston kanssa. Finnfine

käytti FIM-pohjaista laskutusta vientikaupassaan vähän (1977 vain 1.2 %), mihin vaikutti mm. pankkien ulkomailta tulevista FIM-maksuista perimä 1/8 prosentin suuruinen provisio. Myös tuonnissa oli FIM-laskutuksen osuus vähäinen, vuonna 1977 vain noin 2.2 %. Yritys ei ollut tuontitoiminnoissaan onnistunut lisäämään FIM-pohjaista laskutusta, sillä myyjät olivat pitäneet Suomen markkaa heikkona valuuttana ja katsoneet FIM-pohjaisen laskutuksen edellyttävän hintojen tarkistamista.

Finnfinen valuuttatalletukset olivat tavallisesti vaihdettavien ylijäämävaluuttojen määräisiä, eikä niitä vaihdettu esimerkiksi ”vahvoiksi” DEM- tai CHF-talletuksiksi toisaalta vaihtokustannusten välttämiseksi ja toisaalta korkeamman koron ja edullisten terminointimahdollisuuksien vuoksi. Tavallisesti kyseessä olivat 1/2–3 kuukauden tai enintään 6 kuukauden talletukset. Yrityksen omien, kurssikehitystä koskevien olettamusten nojalla pidettiin heikompien valuuttojen talletusajat yleensä vahvempien valuuttojen talletusaikoja lyhempinä. Heikommat valuutat käytettiin ensiksi siten, että niiden määräisten maksujen suorittamisen lisäksi niitä vaihdettiin vahvoiksi valuutoiksi näinä valuuttoina suoritettavia maksuja varten. Finnfine saattoi huomattavan suurien valuuttaylijäämiensä vuoksi tehdä suuriakin valuuttatalletuksia, joiden määrä oli ajoittain 100 ja 200 milj. markan välillä.

Valuuttamääräisten saamisten ja velkojen yhteensovittamisen jälkeen jääneisiin, yleensä pitkiin nettopositioihin Finnfine sovelsi tavallisesti tietynlaista keskittien filosofiaa: puolet nettopositioista terminoitiin. Yrityksessä tällaista menettelyä pidettiin spekulatiosta pidättäytyvänä. Täydelliseen terminointiin ei haluttu ryhtyä, ja se olisi ollutkin käytännössä vaikeata alle 3 kuukauden ja yli 12 kuukauden sopimusten osalta. Voimakkaiden kurssinnousuodotusten vallitessa (esim. vuonna 1977) terminointi kuitenkin väheni ja Finnfine lisäsi huomattavasti valuuttatalletuksiaan. Valuuttojen termiinipreemioiden pienentyessä keväällä 1978 vähensi Finnfine huomattavasti terminointitoimintaansa.

Finnfinen huomattavien USD-termiinimyyntien markka-arvo vaihteli vuosina 1976–77 230 ja 280 milj. markan välillä vuotta kohden. Vuosina 1975–76 sen SUR-termiinimyyntit olivat yhteensä noin 160 milj. markkaa ja vuosina 1975–77 sen SEK-termiinimyyntien yhteismäärä oli noin 230 milj. markkaa. Toisaalta Finnfine teki vuosina 1974–77 suuria DEM-termiinistöjä markka-arvoltaan kaikkiaan 130 milj. markkaa.

Näiden valuutta-aseman ohjausstrategioiden ohella Finnfine pyrki vähentämään valuuttariskejään valuuttasalkkuaan hajauttamalla (luku 634). Mm. eräiden suurten vientisopimusten yhteydessä oli sovittu maksun sitomisesta

tiettyyn, tarkoitusta varten muodostettuun valuuttakoriin, jossa valuuttojen X, Y ja Z painokertoimet olivat vastaavasti 60, 25 ja 15 %. Valuuttalainoja hankkiessaan Finnfine pyrki mahdollisuuksien mukaan ottamaan huomioon yhteensovittamisnäkökohdat. Koko 1970-luvun ajan Finnfine oli johdonmukaisesti karttanut — yhtä ainoata poikkeusta lukuun ottamatta — DEM- ja CHF-määristä lainanottoa, osittain siksi että sen näiden valuuttojen määräiset menot olivat olleet vastaavia tuloja suuremmat. Yrityksen USD-määräisestä lainanotosta aiheutuneet menot vastasivat osittain USD-ylijäämää. Kaikkiin roll-over -rahoituslainoihin sisällytettiin monivaluuttaehto ja lyhyet korkoperiodit, jotka mahdollistivat etukäteissuoritukset ja/tai valuutan vaihdon. Viennin jälleenrahoitus pyrittiin yleensä hoitamaan sopimusvaluutan määräsillä luotoilla.

Yhteensovittamisen, termiinkauppojen ja valuuttacocktailien lisäksi Finnfine käytti valuuttastrategiassaan ajoittain maksurytmin muuttamista. Tavallisesti se kuitenkin pyrki maksamaan tuontinsa nopeasti. Muutamassa harvassa tapauksessa oli kurssiklausuleita käytetty myös kotimaisissa toimitus-sopimuksissa ulkoa tuotujen komponenttien osalta.

Finnfinella ei ollut mainittavassa määrin valuuttayhteistyötä ulkomaisten tytäryhtiöiden kanssa. Yrityksen omaa valuuttastrategiaa jossain määrin rajoittavina tekijöinä pidettiin sekä byrokraattisuutta että yrityksen hajauttamista useiksi tulosyksiköiksi. Finnfinen keskimääräinen eri valuuttastrategisten keinojen käyttötiheys oli otoksen korkeimpia (pistearvo oli yli 3 ja otoksen keskiarvo 2.2).

Voimakas motivoituneisuus ja korkea ambitiotaso näyttivät olevan ominaisia Finnfinen valuuttaorganisaatiolle. Yrityksessä oltiin mm. sitä mieltä, että olisi ”yhtä vastuutonta johtaa tehdasta ilman tuotannon suunnittelua kuin lyödä laimin valuuttavirtoja ja niiden aikajakaumia koskevien yksityiskoh- taisten laskelmien sekä selkeän valuuttastrategian laatiminen”. Toimituksia koskevien jälkikäitelaskelmien yhteydessä valvottiin mm. ”lopullista” valuuttatulosta. Määrittelyongelmia oli syntynyt mm. korkotulojen ja termiini- voittojen vertailussa sekä ylipäätään termiinivoittojen määrittelyssä: olisiko termiinkurssia verrattava kaupantekoaajankohdan sisäiseen kurssiin vai sopi- muksentekopäivän avistakurssiin vai eräpäivän avistakurssiin? Jälkikäteis- laskelmien tarkoituksena oli kuvastaa pikemminkin ”efektiivisen” valuutta- tuloksen käsitettä kuin kirjanpitolähtöisiä havaittuja kurssieroja.

Tutkituista yrityksistä vain Finnfine noudatti portfoliolinjaa terminointipoli- tiikassaan. Yritys ei terminoinut yksittäisiä transaktioitaan tapaus tapaukselta, vaan terminoinnin kohteena olivat nettovaluuttapositiot, jopa siten ettei

tiedetty eikä oltu kiinnostuneita siitä, minkä vientitoimen terminoinnista oli kyse tai koskiko terminointi valuuttalainojen kuoletuksia ja korkoja vai tuontivelkoja. Hyvän maksuvalmiustilanteen vallitessa saatettiin ajoittain tehdä termiinimyyntiin kanssa samanaikaisesti valuuttatalletus (swap).

Terminimyyntejä tehtäessä tarkistettiin aina valuuttabudjetin avulla, että ko. valuuttaa todella oli eräpäiväksi tulossa yritykseen. Näin meneteltiin, jottei termiinisolimusten kattamiseksi olisi jouduttu turvautumaan tarpeettomiin valuutan avistaostoihin. Viennistä saatujen valuuttojen avistavaihdossa käytettiin hyväksi usein ulkomaisia pankkeja. Vasta sen jälkeen kotiutettiin halutut valuuttaerät. Finnfine oli harvoin vaihtanut kotimaan valuuttaa ulkomaan valuutaksi valuuttamenojensa suorittamiseksi, mikä vähensi sen agio-kustannuksia.

Kolmansien valuuttojen (lähinnä SEK/DEM) ristikkäisterminointiin turvaututtiin ajoittain suuressa määrin pyrittäessä suojautumaan DEM-määräisiin maksuihin liittyviltä kurssiriskeiltä tilanteissa, joissa DEM:n kurssin odotettiin nousevan. Ryhdyttäessä tällaiseen vahvan valuutan määräisten maksujen terminointiin heikkoa valuuttaa vastaan punnittiin vastakkain esimerkiksi SEK:n devalvointiriskiä ja DEM:n revalvointiriskiä. Vastaavasti voitiin esimerkiksi FIM:n devalvaatiota odottaessa vaikkapa GBP-määräisen vajeen terminointi suorittaa GBP:n ja jonkin kolmannen, heikompana pidetyn valuutan kesken ja näin välttää FIM:n käyttö terminoinnissa.

Finnfinen valuuttatuloslukuja on esitetty seuraavassa asetelmassa (mmk):

	Havaitut (K)		Realisoituneet (K)	Havaitut suhteelliset ¹	
	1970—77	1977		$(\frac{K}{T})$, %	
			1977	1970—77 (keskiarvo)	1977
Kurssivoitot	257	77	23	2.9	4.1
Kurssitappiot	—251	—62	—22	—2.8	—3.3
Netto	+6	+15	+ 1	+0.1	+0.8

¹ T = liikevaihto.

Valuuttatulos oli erityisen tyydyttävä, kun otetaan huomioon yrityksen edellä mainitut huomattavat valuuttavelat. Vain kaksi muuta vientiryhmään kuuluvaa yritystä ylti vuosina 1970—77 vähäisiin havaittuihin nettovoittoihin. Voittoja syntyi lähinnä pitkäaikaisista valuuttaveloista (kurssien laskun vuoksi), pankkitalletuksista ja termiinkaupoista, mutta ajoittain kuitenkin myös pitkäaikaisista valuuttasaamisista. Vuosina 1976—77 Finnfine noudatti tilin-

päätösstrategiaa, jonka mukaan se kirjasi realisoitumattomatkin kurssitappionsa tulosvaikutteisesti; joinakin aikaisempina vuosina ne oli aktivoitu.

83. Finnpride

Vientiyritys Finnpriden runsaan 1/2 mrd. markan vuotuisesta liikevaihdosta viennin osuus oli yli puolet. Tuonnin arvo oli vajaat 100 milj. markkaa vuodessa ja valuuttavelkojen (lyhyt- ja pitkäaikaisten) yhteismäärä oli yli 100 milj. markkaa brutto. Finnpridella oli lisäksi tuotantotoimintaa harjoittavia ulkomaisia tytäryhtiöitä. Emoyhtiön vientivaluutat olivat pääasiallisesti si-dottuja valuuttoja sekä USD ja SEK. Tärkeimmät tuontivaluutat olivat SEK, DEM ja NOK.

Finnpriden suhteellisen voimakkaasti keskitetyn valuuttaorganisaation ylin elin toimitusjohtajan jälkeen oli rahoitustyöryhmä, jonka puheenjohtajana toimi talousjohtaja ja jonka jäseninä olivat yhtiön rahoitusjohtaja, johtava lakimies sekä yksi valuutta-asioihin perehtynyt, korkeakoulututkinnon suorittanut avustaja. Rahoitustyöryhmä kokoontui vähintään kerran kuukaudessa ja käsitteli rahoituskysymysten lisäksi valuuttastrategian päälinjoja. Valuutta-asioiden käytännön hoidosta vastasi pääkonttorin rahoitusosasto. Kaikkiaan kymmenkunta rahoitusosaston ja kassaosaston henkilökuntaan kuuluva oli tekemisissä valuuttakysymysten kanssa, joiden hoito oli vuodesta 1972 alkaen tapahtunut pääpiirteittäin juuri kuvatun valuuttaorganisaation mukaisesti. Suunnitteilla oli vielä yhden lisähenkilön palkkaaminen valuuttakysymyksiä hoitamaan.

Kun seuranta- ja strategiajärjestelmien sisänaajovaihe oli jo takanapäin ja ne olivat hyvin integroituneet, arvioitiin valuuttakysymysten (suunnittelun jne.) vaatima aika yrityksessä kaikkiaan vain yhdeksi työvuodeksi. Yrityksessä arveltiin myös, että ”liian suuri viisaus valuuttakysymyksissä voi tulla kalliiksi”, esimerkiksi siten että ryhdyttäisiin ottamaan riskejä heikoin perustein. Sen vuoksi rahoitustyöryhmä harkitsi kokonaisstrategiaa säännöllisin väliajoin.

Rahoitustyöryhmässä tapahtuneen keskustelun jälkeen rahoitushallinto hoiti yhdessä talousjohtajan kanssa valuuttalainoja ja kaikkia normaaliin valuuttastrategiaan liittyviä asioita, ml. terminoinnit, valuuttatiliasiat jne. Sekä vienti-että tuontisopimusvaluutat oli huomattavalta osin lyöty lukkoon, mutta tytäryhtiöillä sen sijaan oli enemmän valintamahdollisuuksia. Vientivaluuttoja olivat yleensä ostajamaiden valuutat; silloin kun valinnan mahdollisuuksia oli, kyseeseen tuli useimmiten USD tai DEM.

Samoin kuin Finnfine piti Finnpridekin kurssivoittojen saavuttamista tärkeänä lyhyen aikavälin tavoitteena. Pitkän aikavälin tavoitteiden ilmoitettiin olevan korostetusti defensiivisiä. Yrityksen harjoittaman valuuttasuunnittelun lähtökohtana oli sopimusvaluuttojen luokittelu kolmeen ryhmään: heikot, vahvat ja muut valuutat. Esimerkiksi vuonna 1974 FIM ja GBP kuuluivat heikkoihin ja DEM sekä CHF vahvoihin. Kurssikehityksen arviointi suoritettiin osittain ulkopuolisilta (Henley Center, Business International) tilattujen kurssiennusteiden perusteella. Tulosityksiköille annettujen ohjeiden mukaan oli myynnin osalta suosittava vahvoja valuuttoja. Yrityksen joutuessa myymään heikkona valuuttana tapahtuvaa maksua vastaan ohjeena oli terminointi. Ostoissa taas oli ohjeiden mukaan suosittava kotimaanvaluutan tai sitä heikomman valuutan käyttöä. Jos maksu kuitenkin jouduttiin suorittamaan markkaa vahvempana valuuttana, ohjeiden mukaan tuli terminoida. Suomen markkaa ei käytetty viennissä ollenkaan ja tuonnissakin sen käyttö oli vähäistä.

Valuuttastrategian perustan muodostivat yksityiskohtaiset 12 kuukauden valuuttapositionalaskelmat. Ne saatettiin ajan tasalle kuukausittain ja niitä korjattiin myös, jos rahoitustyöryhmä oli tehnyt tärkeitä asiaan vaikuttavia päätöksiä. Noudatetun valuuttastrategian päälinjana oli valuuttasaamisten ja -velkojen yhteensovittaminen. Yli jäävät heikkojen valuuttojen määräiset pitkät positiot katettiin usein terminoimalla, kun taas vahvojen valuuttojen määräisiin lyhyihin positioihin liittyviltä riskeiltä suojauduttiin valuutanostojen ja valuuttatalletusten avulla.

Tytäryhtiöille suuntautuva vienti tapahtui useimmiten näiden sijaintimaan valuuttaa vastaan, jolloin päämääränä oli valuuttariskien keskittäminen pääkonttorin "valuuttapooliin". Pääsääntöisesti emoyhtiö antoi tytäryhtiöille valuuttastrategiaa koskevia yleisiä suosituksia ja tietoja sekä piti niihin kiinteätä yhteyttä. Liian sitovien ohjeiden antamista pyrittiin kuitenkin välttämään, koska haluttiin säilyttää tietty määrä joustavuutta ja jättää liikkumatilaa myös paikallisiin arvioihin perustuville ratkaisuille. Kaikki valuutanmyyntiongelmät käsiteltiin mikäli mahdollista pääkonttorissa. Sen sijaan pääkonttorin oli vaikeata auttaa tulosityksiköitä valuutan ostoissa, sillä yrityksen kaikilla tulosityksiköillä oli valuuttaylijäämää. Omaksuttujen perussääntöjen mukaan sellaiset valuuttaylijäämät, joita pääkonttori ei voinut käyttää tai kattaa, oli pääsääntöisesti joko myytävä avistakaupalla tai terminoitava.¹ Rahoitustyöryhmän päätökset valuuttatilien hajauttamisesta olivat tilanteesta

¹ Finnpride oli kehitelty valuuttavirtaennusteita ja terminointipäätöksiä varten matemaattisen mallin. Järjestelmä oli rajoitettu eikä vaatinut on-line-järjestelyjä.

riippuvaisia, mutta usein riskit jaettiin siten, että talletuksista 1/3 pidettiin DEM-, 1/3 CHF- ja 1/3 USD-määräisinä.

Jotta tehtäville tarjouksille saataisiin vankka pohja, tulosityksiköt käyttivät myyntihintalaskelmissaan 6–12 kuukauden termiinkursseja lähtökohtanaan. Kyse oli näin ollen ”terminoinnista” suhteessa yrityksen keskusjohtoon, joka puolestaan sitten päätti yrityksen valuutta-aseman mukaan, oliko todellinen terminointi tarpeen vai oliko käytettävä hyväksi muita suojautumiskeinoja, esimerkiksi yhteensovittamista. Rahoitushallinto sovelsi sisäistä käyttöä varten tarkoitettuja standardikursseja, joiden taso määrättiin kunkin vuoden alussa ja joita tarkistettiin vuoden kuluessa ainoastaan suhteellisen suurten kurssien tasomuutosten jälkeen.

Finnpriden termiinitransaktioista valtaosan muodostivat suuret SUR-termiinimyyntit, joiden markka-arvo vuonna 1977 oli noin 160 milj. markkaa. Lisäksi tehtiin vähäisempiä USD- ja DEM-termiiniostoja sekä SEK-myyntejä eri vuosina. Myös pieniä DKK- ja NOK-määriä ostettiin ja myytiin termiinillä.

Muista valuuttastrategisista keinoista käytettiin ennen kaikkea maksurytmin muuttamista, pitkäaikaisiin rahoituslainoihin liitettäviä monivaluuttaklausuuleja, aktiivista yhteistyötä tytäryhtiöiden kanssa sekä valuuttaklausuuleita kotimaisten, suuria tuontikomponentteja sisältävien toimitusten yhteydessä. Yleisenä sääntönä tuonnissa, varsinkin vahvoina valuuttoina maksettavassa, oli lyhyiden maksuaikojen hyväksikäyttö, mikä johti tuntuviin käteisalennuksiin. CHF- tai DEM-määräisiä lainoja ei otettu ja aikaisemmat DEM-lainat oli maksettu takaisin.

Finnpriden valuuttatulokset käyvät ilmi seuraavasta asetelmasta (mmk):

	Havaitut (K)		Realisoi-	Havaitut suhteelliset ¹	
	1970—77	1977	tuneet (K)	$(\frac{K}{T})$, %	
			1977	1970—77 (keskiarvo)	1977
Kurssivoitot	26	15	15	1.1	2.7
Kurssitappiot	—35	—12	—6	—1.6	—2.1
Netto	—9	+ 3	+ 9	—0.5	+0.6

¹ T = liikevaihto.

Vuosina 1970—77 Finnpriden havaittu nettotulos oli vientiyritysryhmän parhaita ja vuonna 1977 koko otoksen toiseksi paras. Vuonna 1977 myös reali-

soitunut nettotulos oli otoksen toiseksi paras. Suhteutettuna liikevaihtoon oli nettotulos vuosina 1970–77 seitsemän parhaan joukossa. Kaikki kurssitapit, realisoitumattomat mukaan luettuina, kirjattiin koko tarkasteluajanjaksona tulosvaikutteisesti.

84. Finnsale

Kauppayritys Finnsalen vuosivaihto ylitti miljardi markkaa, vuotuisen tuonnin arvo oli 300–500 milj. markkaa ja vuotuisen viennin arvo 50–100 milj. markkaa. Sen tärkeimmät tuontivaluutat olivat USD, GBP, DEM, NLG ja SEK, mainitussa järjestyksessä. FIM-määräisen tuonnin osuus oli noin 11 %. Tärkeimmät vientivaluutat olivat SEK, DEM ja USD. FIM-määräisen viennin osuus oli alle 10 % kokonaisviennistä. Valuuttavelkojen määrä (joista 2/3 oli tilivelkoja) vuonna 1977 vaihteli 200 ja 300 milj. markan välillä; lähes kaikki valuuttavelat olivat USD-velkoja.

Osittain hajautettu, talousjohtajan ja rahoitushallinnon johtama valuuttaorganisaatio antoi säännöllisesti valuuttasuosituksia osto-osastoille, joilla kuitenkin oli oikeus lopullisesti päättää sopimusvaluutoista. Ajoittain järjestettiin ostotoimintaa koskevia seminaareja, joissa annettiin valuuttainformaatiota. Vientiyksiköt olivat valuutta-asioissa suhteellisen itsenäisiä. Vientivaluuttoja pidettiin useimmiten etukäteen annettuina. Suojautumisstrategiasta, mm. tärkeästä terminointipolitiikasta, keskusteltiin perusteellisesti yrityksen johdon piirissä 3–4 kertaa vuodessa ja lisäksi aina kurssimuutoksia odotettaessa rahoitusjohtajan laatimien perusteellisten selvitysten pohjalta.

Tärkeimpänä pitkän aikavälin valuuttastrategisena tavoitteena pidettiin valuuttatappioiden välttämistä. Kurssivoittojen aktiivinen tavoittelu pitkien valuuttapossioiden avulla oli luonnollisista syistä (yritykseen tulevien valuuttavirtojen pienuuden vuoksi) vähämerkityksistä.

Kuukausittain laadittaviin valuuttaposiolaskelmiin sisällytettiin tuontiluotot, lyhytaikaiset kotimaiset valuuttavelat, vientisaamiset, valuuttatilit sekä termiinierät. Tulevaisuuden valuuttaposiota koskevia valuuttalajeittaisia laskelmia ei tehty, koska niistä saatavan hyödyn ei uskottu korvaavan suurta työmäärää. Tutkimusajanjaksona Finnsale ei käyttänyt valuuttakurssiseuran nassaan apuna ulkopuolisia ennusteita; aikaisemmin se oli käyttänyt Henley Center -ennusteinstituutin palveluksia. Rahoitushallinto jakoi kuitenkin valuutat epävirallisesti vahvoihin ja heikkoihin ja oli säännöllisesti yhteydessä pankkinsa valuuttaosastoon.

Finnsalen valuuttastrategia perustui erityisesti vuonna 1977 maksurytmin muutosten hyväksikäyttöön sekä laajamittaiseen tuonti- sekä muiden valuuttavelkojen terminointiin. Esimerkiksi vuonna 1977 sen termiinimyyntien (jotka olivat lähes yksinomaisesti USD-määräisiä) vasta-arvo oli yli 200 milj. markkaa. Lisäksi pyrittiin mahdollisuuksien mukaan ohjailemaan tuontivaluuttojen valintaa kurssikehitystä koskevien ennakkointien mukaisesti.

FIM-pohjaisten sopimusten käyttöä rajoittivat toisaalta ulkomaisten toimittajien hintakompensaatiovaatimukset ja toisaalta se, että osto-osastoilla ei uskottu FIM-sopimusten käyttömahdollisuuksiin. Kaikki valuuttatulot ohjattiin valuuttatileille, mutta juoksevien menojen suuren volyymin vuoksi näiden tilien enimmäissaldo oli harvoin 1–2 milj. markkaa suurempi.

Samoin kuin monet muut tuontiyhtymät saattoi Finnsalekin siirtää kurssiriskinsä osittain muiden kannettaviksi. FIM:n devalvoitien jälkeen tulosityksiköille annettiin välittömästi seuraavat ohjeet:

1. oli tutkittava, mitä mahdollisuuksia oli hintasäännöstelystä vapaiden varastotavaroiden hintojen korottamiseen,
2. oli valmistettava tulevien tuontitavaroiden uutta hinnoittelua; ja
3. oli käytävä suoria neuvotteluja ulkomaisten tavarantoimittajien kanssa devalvaation hintavaikutusten jakamisesta.

Kolmas kohta vastasi epävirallista valuuttaklausuulia. Huomattavana tuontiyhtymänä Finnsale sai monesti ulkomaiset tavarantoimittajat alentamaan osittain sekä jo laskutettujen että tulossa olevien tavaroiden valuuttapohjaisia hintoja. Näissä tapauksissa eivät Finnsalen FIM-määräiset tuontihinnat siis kohonneet valuuttakurssien yleistä nousua vastaavasti.

Varastossa olleiden, hintasäännöstelyn alaisten kulutustavaroiden kotimaisia hintoja ei kuitenkaan voitu nostaa, sillä annettujen tietojen mukaan hintavalvontaviranomaiset sallivat hintojen tarkistamisen vasta uuden, muuttuneiden valuuttakurssien mukaisen laskun esittämisen jälkeen. Eräiden hintasäännöstelyn piiriin kuulumattomien varastossa olleiden tavaroiden (erityisesti koneiden) hintoja voitiin kuitenkin osittain tarkistaa esimerkiksi helmikuussa 1978 tapahtuneen devalvoitien jälkeen. Rahoitusosasto perusteli edellä mainituissa kirjallisissa ohjeissaan esitettyjä toimenpiteitä siten, että tuontivelkojen FIM-määräinen, devalvaatiosta aiheutunut kasvu edellytti hintakompensaatiota.

Em. syiden takia tuontisektorissa esiintyi usein huomattavia eroja havaittujen kurssitappioiden ja niiden tulosvaikutusten välillä.

Finnsale kirjasi ylipäättään säästeliäästi kurssitappioitansa ja lähinnä vain ra-

hoituseriin liittyvät kurssitappiot. Esimerkiksi tuontikaupassa tilaus- ja maksunsuoritusajankohdan välillä syntyneitä kurssitappioita ei rekisteröity, vaan laskut kirjattiin maksupäivän kurseja käyttäen. Viennin osalta laskettiin kuitenkin laskutus- ja maksamisajankohtien välisenä aikana syntyneet kursivoitot. Vieläpä terminoidut tuontivelat kirjattiin tilinpäätösajankohdan avistakurssien mukaan korkeampien terminikurssien sijasta. Tulosityksiköt eivät olleet yleensä kiinnostuneita kurssiheilahteluista; useimmiten ne tiesivät maksupäivän kurssin ja käyttivät sitä tavarain hinnoittelun lähtökohtana.

Vaikka siis rahoitushallinto otti kantaakseen kaikki kurssitappiot, tavaratoimituksiin liittyvät terminointikustannukset kohdistuivat tulosityksiköihin. Tämä ”kaupallinen” terminointi oli vähäistä, koska tulosityksiköt olivat sitä mieltä, että terminikurssien korkean tason vuoksi ne olisivat hinnoitelleet itsensä ulos markkinoilta, elleivät kilpailijatkin terminoineet. Tulosityksiköiden terminointihalukkuutta vähensi lisäksi edellä mainittu hintavalvontakäytäntö.

Finnsalen valuuttastrategian tavoitteita, keinoja ja tuloksia devalvointivuoden 1977 aikana voidaan valottaa tarkemmin haastattelutietojen avulla.

Yrityksen rahoitushallinto arvioi jo varhaiskesällä 1977 eräässä johtokunnalle laatimassaan muistiossa, että huhtikuussa suoritettu FIM:n devalvointi ei ollut riittävä maan ulkomaisen kilpailukyvyn palauttamiseksi. Valuuttastrategian lähtökohtana oli se, että FIM devalvoitaisiin syksyllä uudelleen. SEK:n devalvoinnin todennäköisyyden arvioitiin tukevan tätä olettamusta, koska kruunun devalvointi olisi edelleen lisännyt kurssien nousupainetta Suomessa. Finnsalen nettovaluuttavelat olivat lähes 300 milj. markkaa, josta lyhytaikaista tuontivelkaa oli 130 milj. markkaa ja kotimaista valuuttavelkaa 40 milj. markkaa. Valuuttavelkoja ei ollut terminoitu. Vuosien mittaan tuontivelat oli muunnettu lähes kokonaan USD-määräisiksi.

FIM:n mahdollisen 15 prosentin devalvaation laskettiin johtavan 44 milj. markan suuruisiin, tuonti- ja muista valuuttaveloista johtuviin suoranaisiin kurssitappioihin. Valintatilanne oli seuraavanlainen: jos kaikki terminointikelpoiset¹ valuuttavelat olisi terminoitu, lisäkustannukset olisivat vallitsevin terminikurssien laskettuna olleet 15–18 milj. markkaa. Termiinipreemioita (tietyissä tapauksissa 5–6 %; ks. kuvio 6323) pidettiin edullisina verrattaessa niitä huhtikuun devalvointia edeltäneisiin, jopa 17 prosentin preemioihin. Rahoitushallinto esitti, että terminointi kannattaisi näin ollen siinäkin tapauksessa, että FIM devalvoitaisiin tai USD muutoin vahvistuisi vaikkapa vain 3 % seuraavien kuuden kuukauden kuluessa.

¹ Normaalisti 3–12 kuukauden kuluessa erääntyvät tuontituotot, kuoletukset ja korot.

Edellä esitettyjen pohdintojen nojalla esitettiin johtokunnalle, että Finnsale muuttaisi valuuttastrategista linjaansa siten, että toisaalta pyrittäisiin valuuttavelkojen voimakkaaseen vähentämiseen ja toisaalta jäljelle jäävien valuuttavelkojen terminointiin. Jatkuvasti ylläpidettäväksi terminointikatteeksi ehdotettiin 80 milj. markkaa, joka vastasi alle puolta yrityksen ulkomaisista valuuttaveloista (kotimaisia valuuttavelkoja ei voitu terminoida). Johtokunta hyväksyi esityksen mm. siksi, että FIM:n odotettiin joutuvan lisääntyvän spekuloinnin kohteeksi, minkä otaksuttiin nostavan suojautumiskustannuksia (termiinikurssitasoa) kesän kuluessa.

Vuonna 1977 oli elokuun alkuun mennessä (kuukautta ennen devalvointia) tehtyjen termiiniostojen määrä 92 milj. markkaa. Ne kattoivat marras-helmikuussa erääntyvät valuuttavelat. Terminointikustannukset sopimusten tekopäivien avistakursseihin verrattuna olivat keskimäärin 5 % veloista eli vajaat 5 milj. markkaa. Myös kaikki uudet tuontiluotot terminoitiin elokuun alusta lähtien. Ostosastoja kehoitettiin mahdollisuuksien mukaan nopeuttamaan sellaisten tuontivelkojen maksamista, jotka oli joka tapauksessa maksettava lähikuukausina. Maksuvalmiussystä ei loka—joulukuussa lankeavia tuontivelkoja voitu kuitenkaan maksaa pois.

Devalvaation jälkeen syksyllä 1977 Finnsalen johtokunta laati kokonaisarvion noudatetun valuuttastrategian vaikutuksista. Laskennallisten devalvaatiotapoiden arvioitiin vuoden aikana olleen 20 milj. markkaa (ml. 5 milj. markan terminointikustannukset). Lukuun sisältyivät sekä realisoituneet että realisoitumattomat, valuuttalainoista aiheutuneet kurssitappiot. Noudatetun valuuttastrategian vaikutuksia koskevat arviot ulotettiin myös kauemmas menneisyyteen. Vuonna 1975 kurssitappiot olivat olleet yli 5 milj. markkaa ja vuonna 1976 yli 1 milj. markkaa. Jos Finnsale olisi terminoinut kaikki tuontivelkansa vuosina 1975—77, terminointikustannukset¹ olisivat olleet 58 milj. markkaa, kun taas kurssitappiot olivat kaikkiaan 27 milj. markkaa, mikä johtui lähinnä avistakurssien vakaasta kehityksestä vuosina 1975—76. Tämän laskelman mukaisesti valittu, enemmän avoimia positioita jättävä linja oli johtanut 31 milj. markkaa parempaan tulokseen. Tuontiluottojen keskimääräinen korkotaso oli 8 %, kun taas kotimaisesta lyhytaikaisesta rahoituksesta alhaisenkin arvion mukaan maksettu korko oli 12 %. Yritys maksoi näin ollen korkoina noin 16 milj. markkaa vähemmän kuin siinä tapauksessa, että se olisi onnistunut korvaamaan kaikki tuontiluotonsa kotimaisin lainoin.

Finnfinen suorittama valuuttastrategian valinta tukee edellä esitettyjä korkopariteetilaskelmiin liittyviä huomioita. Taulukossa 6331 esitettiin periaatteel-

¹ Sopimusten tekopäivän avistakursseihin verrattuna.

lisena ohjeena, että kotimainen rahoitus ja maksujen suorittaminen etukäteen kannattaa, jos yrityksen marginaalikorkotaso on korkopariteettitason alapuolella — kuten ainakin aluksi oli ilmeisesti laita Finnsalen tapauksessa. Sen vuoksi käytettiin kaikkia tarjolla olevia rahoitusmahdollisuuksia maksurytmin muuttamiseen. Vain silloin kun korkokustannukset olisivat ylittäneet korkopariteettia vastaavan tason ja/tai rahoitusmahdollisuudet ehtyivät, turvaututtiin terminointiin.

Finnsalen suorittama lisäanalyysi viittasi siihen, että syyskuun alussa tapahtunut FIM:n 3 prosentin suuruinen devalvaatio oli edelleen liian pieni. Tämän vuoksi Finnsale turvautui syksyn 1977 kuluessa jatkuvasti maksurytmin muutoksiin, so. pyrki mahdollisimman nopeasti maksamaan lähikuukausien aikana lankeavat tuontilaskunsa. Siten yrityksen valuuttavelat supistuivat elokuussa edelleen 20 milj. markkaa ja marras—tammikuussa 10 milj. markkaa. Maksuvalmiusnäkökohdat rajoittivat kuitenkin etukäteissuorituksia, joskin yrityksen valuuttavelat elo—tammikuussa vähenivätkin kaikkiaan 77 milj. markkaa. Marras—joulukuussa tehtiin lisäksi suuria termiiniostoja, joiden kokonaisuus ylitti 80 milj. markkaa. Finnsale oli näin ollen suojautunut mahdollisimman pitkälle valuuttavelkojen potentiaalisia kurssitappioita vastaan joko maksamalla valuuttavelat pois maksuvalmiusnäkökohtien puitteissa tai terminoimalla ne.¹ Vuoden 1978 helmikuun alussa, ennen FIM:n 8 prosentin suuruista devalvaatiota, yrityksen valuuttavelat olivat — kireistä rahamarkkinoista ja yrityksen tuonnin arvon kasvusta huolimatta — lähes 100 milj. markkaa pienemmät kuin vuotta aikaisemmin ja tuontivelkojen katteena olevien termiiniostojen määrä oli 116 milj. markkaa. Finnsalen havaitut valuuttatulokset, jotka edellä esitetyistä syistä aliarvioivat tappioita ja kohdistuvat lähinnä rahoituseriin, olivat (mmk):

	Havaitut (K)		Realisoi- tuneet (K)	Havaitut suhteelliset ¹ $\left(\frac{K}{T}\right)$, %	
	1970—77	1977		1970—77 (keskiarvo)	1977
Kurssivoitot	1	1	1	0.0	0.0
Kurssitappiot	—25	—10	—10	—0.1	—0.2
Netto	—24	—9	—9	—0.1	—0.2

¹ T = liikevaihto.

¹ Termiinkauppoja koskevien säännösten mukaan yrityksen 45 milj. markan suuruisia kotimaisia valuuttalainoja ei voitu terminoida, ja myös muista valuuttamääräisistä kuoletuksista ja koroista olivat terminointikelpoisia ainoastaan vuoden kuluessa maksettaviksi lankeavat. Kun myös pitkäaikaisten valuuttamääräisten rahoituslainojen katsottiin olevan sidottuja käyttöpääomainvestointeihin, rahoitushallinto arvioi devalvaatioista aiheutuneiden hankinta-arvojen kohoamisen ”kompensoidaan” kurssitappiot. Vientisaamisten arvo oli tammikuun lopussa noin 13 milj. markkaa.

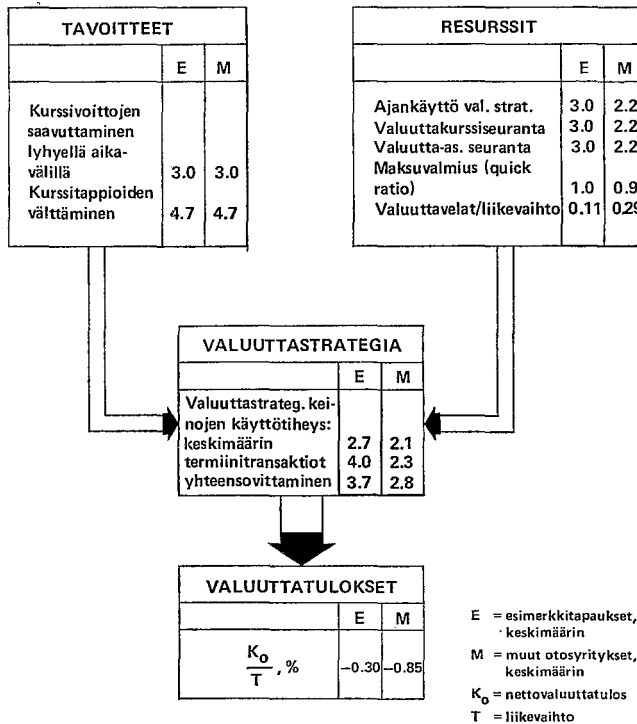
Sekä havaitut että realisoituneet nettomääräiset kurssitappiot olivat lähellä tuontiyritysryhmän keskiarvoa. Suhteelliset nettomääräiset kurssitappiot olivat pienimpien joukossa. Vuoden 1977 osalta ilmoitettiin vain realisoituneet kurssivoitto- ja -tappioerät, jotka muodostivat kaksi kolmannesta kaikista kurssivoitoista ja -tappioista. Sekä realisoituneet että realisoitumattomat kurssitappiot kirjattiin tulosvaikutteisesti, koska haluttiin tiukasti noudattaa varovaisuusperiaatetta. Poikkeamista tästä linjasta merkitsi kuitenkin se, että terminoidut velat arvostettiin käyttäen kirjauspäivän avistakursseja.

85. Johtopäätöksiä

Esimerkkiyritysten suhteellisen hyviin valuuttatuloksiin johtaneiden ominaisuuksien tarkastelua pyrittiin edelleen helpottamaan vertaamalla toisiinsa näiden ja muiden otosyritysten valuuttastrategisia tavoitteita ja resursseja sekä

Kuvio 851.

ESIMERKKITAPAUSTEN JA MUIDEN OTOSYRITYSTEN VERTAILU



niiden valuuttastrategiassaan noudattamia linjoja (ks. kuvio 851).¹ Tarkasteltujen kolmen yrityksen ilmoittamat valuuttastrategiset tavoitteet eivät ambitiotasoltaan eronneet keskimäärin muiden otosyritysten ilmoittamista. Kumpaankin ryhmään kuuluvat yritykset pitivät kurssitappioiden välttämistä erittäin tärkeänä. Toisaalta kuitenkin esimerkkiyritykset olivat valmiita käyttämään organisatorisia voimavarojaan muita yrityksiä huomattavasti enemmän valuuttastrategisiin tarkoituksiin: haastattelutulosten mukaan esimerkkiyritykset käyttivät kolmanneksen verran enemmän aikaa valuuttastrategisille kysymyksille kuin muut yritykset. Samoin sekä valuuttakurssien että valuuttaposition seurannan taso oli edellisissä korkeampi kuin jälkimmäisissä. Esimerkkiyritysten maksuvalmius oli suunnilleen samanlainen kuin muidenkin otosyritysten, mutta niiden suhteelliset valuuttavelat olivat huomattavasti pienemmät. Tämä heijasti osittain esimerkkiyritysten tietoista pyrkimystä pitää valuuttavelkansa valuuttastrategisista syistä pieninä (vrt. esim. Finnsale).

Kolmen tarkastellun yrityksen valuuttastrategia vaikutti myös keskimääräistä määrätietoisemmalta. Ne olivat käyttäneet erilaisia valuuttastrategisia keinoja huomattavasti useammin kuin muut yritykset (kaikkien valuuttastrategisten keinojen keskimääräistä käyttöiheyttä osoittava pistearvo oli esimerkkiyrityksillä noin neljännessä korkeampi kuin muilla otosyrityksillä). Yksittäisistä keinoista esimerkkiyritykset olivat turvautuneet sekä terminointiin että yhteensovittamiseen muita huomattavasti useammin. Siitä huolimatta että kolmen esimerkkitapauksena tarkastellun yrityksen vuosien 1970–77 valuuttatulokset olivat kokonaisuutena tarkasteltuina lievästi tappiolliset, ne olivat kuitenkin keskimäärin lähes kolme kertaa paremmat kuin muiden yritysten. Tämä selittynee suureksi osaksi siten, että esimerkkiyritysten valuuttavelat olivat osittain niiden harjoittaman tietoisien politiikan ansiosta muiden yritysten valuuttavelkoja pienemmät, että ne eivät olleet ottaneet vahvojen valuuttojen — esim. DEM ja CHF — määräisiä valuuttalainoja ja että valuuttasioiden johto oli niissä ollut hyvä.

¹ Kuvio on kuvion 341 yksinkertaistus ja pyrkii lähinnä valottamaan esimerkkitapausten ja muiden yritysten välisiä kvantitatiivisia suhteita.

9. Yhteenveto ja johtopäätökset

Luvussa 91 esitetään vain yleisiä johtopäätöksiä otosyritysten käyttäytymisestä, koska tavanomaiset, tutkimustehtävän eri osiin liittyvät tiivistelmät on jo esitetty asianomaisten lukujen yhteydessä. Luvussa 92 tarkastellaan tutkimuksen tavoitteen mukaisesti kehiteltyjä hypoteeseja, joita voidaan käyttää perustana etsittäessä lähtökohtia jatkotutkimuksille. Luvussa 93 esitetään muutamia tutkimuksessa ilmenneitä mikro- ja makrotaloudellisia seuraamuksia.

91. Otosyrityksiä koskevia johtopäätöksiä

Valuuttakurssien voimakas vaihtelu aiheutti valuuttaoperaatioita harjoittaville yrityksille ongelmia, joita ne eivät olleet aikaisemmin kohdanneet. Nämä ongelmat ovat tuskin luonteeltaan ohimeneviä, sillä paluu kiinteisiin valuuttakursseihin ei ole näköpiirissä ja suomalaisyritysten valuuttavelat ovat siksi suuret, ettei niiden kovin nopea vähentäminen ole mahdollista. Valuuttakurssien heilahdellessa esiintyi tosin suhteellisen rauhallisiakin ajanjaksoja, mutta kurssien vähittäiset suuret liukumukset tai äkilliset, hyppäksenomaiset kurssimuutokset keskeyttivät tällaiset vakaan kehityksen jaksot. Tuntuvien makrotaloudellisten vaikutusten lisäksi oli yritysten valuuttakäyttäytymisellä myös laajakantoisia makrotaloudellisia seuraamuksia, sillä yli 90 % Suomen valuuttavirroista kulkee yritysten kautta. Tutkittujen 32 yrityksen osuus oli kolmannes maan ulkomaankaupasta ja valuuttaveloista.

Yritysten valuuttatuloksiin vaikuttavat lähinnä ulkoiset valuuttastrategiset ympäristötekijät (mm. kurssimuutokset, valuuttasäännökset) sekä yritysten omat tavoitteet, resurssit ja valuuttastrategia. Ympäristötekijöitä tarkastellaan tässä luvussa myöhemmin. Yrityksen valuuttariski määräytyy sen valuuttaposition (valuuttavelat vähennettyinä samojen valuuttojen määräisillä saamisilla) perusteella; jos nettovelka on nollan suuruinen, riskiä ei ole ko. valuutan osalta.

Tutkittujen yritysten pitkän aikavälin valuuttastrategisessa tavoitteenasettelussa korostui riskien karttaminen. Riskin karttaminen kuvastaa vastenmieli-

syöttä suunnitellun tulotason vaihteluja kohtaan. Yritysten valuuttastrateginen aktiivisuus vaihteli lyhyellä aikavälillä yleensä kuitenkin valuuttakurssi-vaihteluiden suuruuden ja kurssimuutosodotusten voimakkuuden mukaan. Yritysten pyrkimys aikaansaada huomattavien kurssimuutosodotusten vallitessa suuria muutoksia valuuttapositioneissaan ei merkinnyt niiden riskinkarttamispyrkimyksen heikentymistä, koska valuuttakurssien odotettiin muuttuvan vain tiettyyn suuntaan.

Päivittäin vaihtelevien valuuttakurssien tapauksessa — ”normaaliolosuhteissa” — valuuttastrategia jatkuvana liiketaloudellisena ongelmana erosi sisäsyntyisiltä kurssimuutoksilta (FIM:n devalvaatiolta) suojautumiseen tähtäävästä valuuttastrategiasta toisaalta odotusten voimakkuusasteen ja toisaalta suojautumismahdollisuuksien osalta. Sisäsyntyisten kurssimuutosten yhteydessä olivat valuuttavelkoja omaavien otosyritysten riskinvähentämismahdollisuudet pienemmät kuin ulkosyntyisten, keskenään erisuuntaisten vähittäisten kurssimuutosten tapauksessa. Devalvoinnin yhteydessä kurssien muutokset olivat yhtä suuria ja samansuuntaisia, ja näin ollen valuuttasalkun hajauttaminen (esim. useita sopimusvaluuttoja käyttämällä tai turvautumalla valuuttacocktaileihin) ei olisi pienentänyt riskejä.

Yritykset eivät pyrkineet johdonmukaisesti suojautumaan kaikilta valuuttariskeiltä (kattamaan kaikkia valuuttapositioneita). Tämä johtui lähinnä käytännön vaikeuksista esimerkiksi niiden pyrkiessä yhteensovittamaan velkoja ja saamia tai suojautumiskustannusten korkeudesta esimerkiksi terminointia käytettäessä. Yritykset noudattivat valikoivaa politiikkaa ja pyrkivät suojautumaan osittain sellaisiin valuuttoihin liittyviltä riskeiltä, joiden kurssit näyttivät kehittyvän erityisen epäedulliseen suuntaan. Äärimmäistapaukset, joissa olisi pyritty pitkällä aikavälillä suojautumaan kaikkia riskejä vastaan näiden suuruudesta riippumatta tai joissa olisi noudatettu valuuttapositioneita täysin huomiotta jättävää antaa-mennä-politiikkaa, olivat erittäin harvinaisia.

Vientiyrityksillä oli paljon useampia valuuttastrategisia vaihtoehtoja kuin tuontiyrityksillä. Tärkeimmät valuuttapositioneiden ohjausekeinot olivat tärkeysjärjestyksessä lueteltuina yhteensovittaminen, maksurytmin muutokset, valuuttatilit, termiinikaupat, valuutta- ja hintaklausuulit sekä sopimusvaluutan vaihtaminen. Yritykset perustelivat normaalin kurssiepävarmuuden vallitessa noudattamaansa puolustuksellista valuuttastrategiaa lähinnä sillä, etteivät ne katsooneet omaavansa riittävästi sellaista taitamista, jota voimavarojen käyttö aktiiviseen riskin ottamiseen olisi edellyttänyt. Lisäksi ne katsoivat liiallisen valuuttakysymyksille omistetun toimeliaisuuden kohdistuvan niiden oman varsinaisen toiminta-alueen ulkopuolelle. Devalvaatio-odotusten vallitessa omaksuttu aktiivisempi asennoituminen merkitsi sitä, että yritykset pyrkivät

lähinnä maksurytmin muutosten (aientamisen/viivästämisestä) ja terminoinnin avulla joko maksimoimaan valuuttamääräiset nettosaamisensa (pitkät valuuttapositionsa) tai minimoimaan valuuttamääräiset nettovelkansa (lyhyet valuuttapositionsa).

Makrotasolla kurssimuutosodotusten ollessa voimakkaita valuuttavaranto joutui huomattavan paineen alaiseksi, mikä synnytti tarpeen ryhtyä tilannetta korjaaviin valuutta- ja rahapoliittisiin toimiin. Yritysten vilkastunut valuuttastrateginen aktiviteetti johti lisäksi tiettyjen valuuttastrategisten keinojen käyttömahdollisuuksien vähenemiseen ja/tai kallistumiseen. Kurssinousujen odotus yhdessä äkillisesti lisääntyneiden termiiniostojen kanssa johti vuonna 1977 ajoittain termiinipremioiden kohoamiseen ja siten samalla myös tuonin ja valuuttavelkojen terminoinnin kallistumiseen. Maksurytmin muutosten synnyttämä valuuttavarannon ehtymisen uhka aiheutti osaltaan Suomen Pankin päivälüuottokoron kohoamisen 23 prosentiksi ja sitä seuranneen pankkien rahoituspotentiaalin kapenemisen. Näin ollen valuuttastrategisia keinoja voitiin käyttää hyväksi ajoittain — ainakin jos kustannukset haluttiin pitää kohtuullisina — lähinnä vain "first-come, first-served" -periaatteen mukaisesti.

Valuuttakurssimuutosten vaikutusta yrityksiin voidaan myös tarkastella niiden taloudellisessa ympäristössä lähinnä vuosina 1974—75 tapahtuneen muutoksen muodostamaa taustaa vasten. Yrityksethän olivat tottuneet 1950-luvulta lähtien miltei keskeytymättömään, nopeaan taloudelliseen kasvuun. Ulkomaankauppa lisääntyi nopeasti ja yritysten kannattavuus oli useimmiten hyvä. Tulevaisuuden näkymät vaikuttivat valoisilta ja kotimaista luottoa oli saatavissa. Tällaisessa tilanteessa moni nyt tutkituista yrityksistä oli toimeenpannut suuria investointihankkeita. Suotuisat kysyntäennusteet sekä pyrkimys modernin tekniikan ja suurtuotannon etujen hyväksikäyttöön olivat johtaneet sangen mittaviin investointeihin. Investointilaskelmissa lähdettiin lähinnä kotimaisen rahoituksen ja riittävän omarahoitusasteen pohjalta.

Yritysten ympäristössä öljykriisin jälkeen tapahtuneet perustavanlaatuiset muutokset veivät pohjan niiden investointilaskelmilta. Energian ja raaka-aineiden hintojen poikkeuksellisen nopea nousu yhdessä tätä nousua hillitsemään tarkoitettua, teollisuusmaiden noudattaman kontraktiivisen politiikan kanssa johti taloudellisen kasvun jyrkkään hidastumiseen Suomen päämarkkina-alueilla.¹ Kiinteiden valuuttakurssien järjestelmä hajosi lopullisesti ja valuuttakurssit alkoivat heilahdella voimakkaasti. Valuuttavarannon laskiessa

¹ Esim. heinäkuussa 1973 julkaisemassaan ennusteessa OECD ennakoii OECD-maiden BKT:n kasvuksi vuonna 1974 runsaat 5 %, joulukuussa se ennusti kasvuksi 3 3/4 % ja heinäkuussa 1974 vain 1 %. Todellinen tulos oli —0.1 %.

suurten vaihtotasevajausten johdosta kotimaiset rahoitusmarkkinat kiristyivät.¹

Yritysten omarahoitusmahdollisuuksien vaikeutuessa ja kotimaisten pankkien rahoitusmahdollisuuksien asteittain heiketessä voitiin aloitetut investointihankkeet viedä päätökseen usein vain lisäämällä ulkomaista rahoitusta voimakkaasti. Tämän johdosta otosyritysten nettovaluuttavelat miltei kolminkertaistuivat vuodesta 1973 vuoteen 1977 eli nousivat runsaasta 5 mrd. markasta lähes 15 mrd. markkaan.

Sekä laajamittaiset ulkomaiset rahoitusoperaatiot että valuuttakurssien heilahtelu olivat yrityksille uudenlaisia kokemuksia. Yritysjohdo ei pitänyt valuuttalainojen ottamista ensi sijassa ongelmallisena. Joissakin tapauksissa pidettiin tunnettujen ulkomaisten pankkien kanssa käytäviä, suuria lainoja koskevia neuvotteluja suorastaan yrityksen nauttimaan arvontaa lisäävinä. Vahvojen valuuttojen määräisten lainojen alhaiset korot olivat omiaan synnyttämään tiettyä korkoilluusiota; usein lähdettiin toiveikkaasti otaksumasta, että kurssit tuskin nousisivat enempää kuin heikkoihin valuuttoihin verrattuna saavutettavissa olevaa korkosäästöä vastaavasti. Usean otosyrityksen rahoitusjohto ei ollut varustautunut käsittelemään joustavasti tällaisia perustavaa laatua olevia rahoitusvolyymien ja -rakenteen muutoksia epävakaiden valuuttakurssien välittäessä.

Kun tietyt lainavaluutat nousivat sekä trendinomaisesti että erityisesti Suomessa vuonna 1977 tapahtuneen kahden suhteellisen pienen devalvaation vuoksi, useimmat otosyrityksistä olivat edellä mainitusta syystä rakenteellisesti aivan toisenlaisessa asemassa kuin esimerkiksi vuonna 1967 tapahtuneen suuremman devalvaation yhteydessä. Otosyritysten havaittujen (ilmoitettujen) kurssitappioiden bruttomäärästä, joka oli yhteensä noin 3 160 milj. markkaa tarkasteltuna ajanjaksona, 67 % oli aiheutunut pitkä- ja lyhytaikaisista valuuttaveloista. Vuoden 1977 havaituista nettotappioista kuitenkin vain noin viidennes oli realisoituneita siinä mielessä, että ne olivat vuoden kuluessa vaikuttaneet ko. yritysten kassavirtoihin. Tämä johtui lähinnä siitä, että valuuttavelkojen arvostuksessa noudatettu varovaisuusperiaate kohotti velan FIM-määräistä arvoa ”etukäteen”. Havaitun valuuttatuloksen lisäksi tulivat viennistä koituneet raportoimattomat kurssivoitot ja tuonnista koituneet raportoimattomat kurssitappiot. On myös huomattava, että vaikka vahvojen valuuttojen määräisistä veloista aiheutui suurempia kurssitappioita kuin heikkojen valuuttojen määräisistä, edellisistä maksettavat alemmat korot olivat omiaan jonkin verran pienentämään tätä eroa rahoituskustannuksissa.

¹ Perusteellisen tätä koskevan analyysin on esittänyt WARIS (ibid., s. 111 seur.).

Tutkittujen yritysten keskimäärin suurista valuuttaveloista ja sovelletuista kirjanpitoperiaatteista seurasi, että niiden *lyhyen aikavälin*, esimerkiksi vuoden 1977, havaittu valuuttatulostulos oli suureksi osaksi "annettu". Tätä käsitystä tukee vertailu yritysten raportoitujen, havaittujen valuuttatulosten ja tietyllä tavalla estimoitujen (laskennallisten) valuuttatulosten välillä. Havaittujen ja estimoitujen tulosten välinen korrelaatio vuosina 1973–77 oli 0.69. Toisaalta tarkasteltaessa kolmea, erityisen hyvin kehittyneen valuuttaorganisaation ja menestyksellisten valuuttatulostensa perusteella valittua esimerkkiyritystä paljastui mielenkiintoisia näkökohtia yritysten mahdollisuuksista vaikuttaa *pitkällä aikavälillä* valuuttatuloksiinsa.

Kolmen esimerkkiyrityksen valuuttastrategiset tavoitteet eivät olleet a priori kunnianhimoisempia kuin muiden yritysten, mutta nämä yritykset sijoittivat huomattavasti muita enemmän organisatorisia voimavaroja valuuttastrategiaansa. Myös valuuttastrategian eri keinojen käyttöiheys oli näissä yrityksissä huomattavasti keskimääräistä suurempi. Erityisesti ne olivat käyttäneet paljon terminointia ja valuuttavelkojen ja -saamisten yhteensovittamista. Näiden yritysten suhteelliset valuuttavelat olivat tuntuvasti keskimääräistä pienemmät, osittain sen vuoksi että ne olivat tietoisesti pyrkinneet pitämään valuuttavelkansa alhaisina ja osittain luultavasti alun alkaenkin muihin yrityksiin verrattuna pitävämpien rahoituslaskelmien ansiosta. Liikevaihtoon verrattuna näiden yritysten valuuttatulokset olivat lähes kolme kertaa keskimääräistä parempia. Tämä johtui lähinnä siitä, että ne olivat vähentäneet valuuttavelkojaan ja välttäneet johdonmukaisesti "vahvojen" valuuttojen määräistä lainanottoa ja että niillä oli hyvin kehittynyt valuutta-asiain hallinto.

Tärkein tekijä kurssitappioiden välttämässä näytti olevan varovaisuus valuuttavelkoja otettaessa yleensä ja erityisesti "väärin" valuuttojen karttaminen lainavaluuttoja valittaessa. Tutkimuksessa on tullut ilmi muitakin kuin esimerkkitapausten yhteydessä mainittuja tekijöitä. Niissä tapauksissa, joissa valuuttastrategia oli osoittautunut menestyksekkääksi, oli yrityksen ylin johto ollut aktiivisesti mukana valuuttastrategiaa muotoillessa sekä siihen liittyviä tärkeimpiä päätöksiä tehtäessä, sen sijaan että kysymykset olisi uskottu vähäarvoisiksi teknisiksi yksityiskohdiksi katsottuina jonkun rahoitustoimintoja hoitavan henkilön tehtäväksi. Tämä mahdollisti sellaisten suurien linjojen koskevien ratkaisujen teon, joiden potentiaalinen taloudellinen vaikutus yritykseen oli suuri, kuten kävi ilmi mm. esimerkkiyritysten toimintaa tarkasteltaessa.

Menestyksekkäiden yritysten valuuttaorganisaatio oli lisäksi selväpiirteinen ja yleensä voimakkaasti keskitetty. Valuuttakysymyksille omistettiin suhteellisen paljon aikaa ja yritykset käyttivät valuuttakurssiseurannassaan ja va-

luuttaposiolaskelmissaan kehittyneitä menetelmiä. Säännöllisesti järjestettyjen yrityksen sisäisten valuuttakokousten ohella oli yrityksillä joissakin tapauksissa omia valuuttatyöryhmiä. Lisäksi oltiin läheisessä yhteydessä valuuttapankkien asiantuntijoihin ja usein laadittiin valuuttatuloksia koskevia jälkikäitelaskelmia. Näin ollen valuutta-asiain sisäisen ohjannan sekä niitä koskevien laskelmien ja raportoinnin taso oli menestyksekkäissä yrityksissä muiden yritysten vastaavaa tasoa korkeampi.

Yhteenvedonomaaisesti voidaan yritysten valuuttastrategian todeta sisältävän niin monitahoisia — mm. huomattavaan epävarmuuteen, strategiavaihtoehtojen lukuisuuteen, rakenteellisiin rajoituksiin ja menetelmäkysymyksiin liittyviä — ongelmia, että niistä selviytyminen oli otosyrityksille ollut keskimäärin huomattavan vaikeata. Vaikka useimmissa yrityksissä valuuttaorganisaatiota vähitellen ryhdyttiin kehittämään, tässä tutkimuksessa on pystytty osoittamaan joitakin merkittäviä puutteita yritysten valuuttastrategisessa valmiudessa. Tutkimuksessa on osoitettu myös, että ongelmia voitiin lievittää ja että yritykset pystyivät ainakin pitkällä aikavälillä parantamaan valuuttatuloistaan.

Kuitenkin esimerkiksi vuoden 1977 devalvaation vaikutuksesta nousseet lainavaluuttojen kurssit aiheuttivat sen, että suuret valuuttavelat omaava yritys olisi tuskin edes ”optimaalisella” valuuttapolitiikallakaan voinut välttää tuntevia, havaittuja kurssitappioita, joista kuitenkin vain osa realisoitui lyhyellä aikavälillä. Kurssitappioiden välttämistä vaikeutti yleinen maksuvalmiusase-
man kireys, jonka vuoksi huomattavat valuuttavirtoihin vaikuttavat maksu-
rytmin muutokset eivät useimmissa tapauksissa olleet mahdollisia.

92. Tutkimustulosten yleistettävyydestä

Yritysten valuuttastrateginen käyttäytyminen ja sen seurannaisvaikutukset näyttävät edellyttävän uutta sekä mikro- että makrotaloudellista teorianmuodostusta. Tätä varten tarvitaan selkeitä kysymyksenasetteluja, jotka ovat yleisempiä kuin otosyrityksiä koskeneet johtopäätökset ja joita voidaan myös testata empiirisesti.

Yritykset eivät ilmeisesti aseta itselleen tuottoja ja/tai riskiä koskevia määrällisiä valuuttastrategisia tavoitteita, vaan pyrkivät summittaisesti hahmoteltuihin, subjektiivisiin tavoitteisiin, jotka vaihtelevat suunnitteluhorisontin pituuden mukaan. Pääpaino on kuitenkin riskien karttamisessa.

Mainitunlainen pitkän aikavälin tavoitteenasettelu näyttää olevan ristiriidassa

uusklassisten, mm. voiton maksimointia koskevien olettamusten kanssa ja merkittävän suboptimoinnin ja rajoitetun rationaalisuuden hyväksymistä. Yritysten rajoitettu rationaalisuus on luonnollinen seuraus siitä, että niiden käytettävissä olevat tiedot ovat puutteelliset ja että niiden on vaikea ennakoita ja mahdoton ottaa huomioon kaikkia käyttäytymisvaihtoehtoja.

Käyttäytymisessä esiintyy huomattavia eroja sekä eri yritysten ja yritysryhmien välillä että vienti- ja tuontiyritysten välillä. Näitä seikkoja on vaikeata sovittaa yhteen valuuttateorian voiton maksimointia valuuttatuloksessa tavoittelevan "edustavan yrityksen" käsitteen kanssa.

Pitkän aikavälin tekijöistä lähinnä negatiiviset yllykkeet, so. kurssitappiot, ovat omiaan kohottamaan yritysten valuuttastrategista aktiviteettitasoa. Suuret kurssitappiot on raportoitava, yritysjohto vaatii niiden selittämistä ja ne merkitsevät yrityksille epämieluisia julkisuutta. On luonnollista, että yritysten johto pyrkii välttämään tällaisia häiriötekijöitä. Yritysten päätöstoiminnoille on usein tunnusomaista tietty "kriisireaktioiden" luonne. Tämä on sopusoinnussa sen behavioristisen käsitystavan kanssa, että päätöksentekoprosesseja ei panna alulle jatkuvasti, vaan niille on usein luonteenomaista satunnainen ongelmien etsintä ja ratkaiseminen.

Valuuttastrategisten keinojen käyttö ei yleensä pohjaudu laaja-alaiseen, tarjolla olevien eri vaihtoehtojen ja tarkoitusta varten laadittujen tuotto-, riski- ja kustannuslaskelmien vertailevaan tarkasteluun. Yritysten käyttäytyminen ei tässäkin suhteessa näytä olevan valuuttateorian maksimointiotaksumien mukaista vaan edustaa rajoitettua rationaalisuutta. Tämän hypoteesin ja portfolioteorian välinen vertailu viittaa siihen, että yritykset eivät sovelle portfolioteorian mukaista päättelyä, joka edellyttää pitkälle menevää erikoistietoa odotetuista tuotoista, riskeistä ja tulevaisuuden kustannuksista. Toisaalta portfolioteoria kuitenkin tarjoaa käyttökelpoisen viitekehyksen valuuttastrategian ja eri keinojen vaihtoehtoiskustannusten analysoinnille.

Pitkällä aikavälillä yritykset kattavat vain osan niille kaikkein "riskipitoisimmista" valuutoista aiheutuvista riskeistään. Tätä käsitystä voidaan verrata Aliberin neljään strategiavaihtoehtoon — pitkät tai lyhyet positiot, riskien täydellinen neutralointi tai valuuttapositiot huomiotta jättävä "antaa mennä"-politiikka.

Yritykset, joilla on pääasiallisesti pitkiä positioita, katsovat ilmeisesti, että poikkeamat korkopariteetista eivät ole satunnaisia vaan systemaattisia ja että termiinikurssit aliarvioivat avistakurssien tulevan nousun. Muussa tapauksessa viejät kattaisivat avoimet pitkät positionsa terminoimalla. Pitkien posi-

tioiden katsotaan johtavan suurempiin kassavirtoihin kuin tasapainotettujen tai lyhyiden positioiden. Lyhyiden positioiden valintaan — mm. terminoinnista luopumalla — johtaa päinvastainen ajatuskulku siten, että esimerkiksi maahantuojat pitävät termiinikursseja liian korkeina arvioimiinsa tulevaisuuden avistakursseihin verrattuina. Lyhyiden positioiden otaksutaan johtavan pienempiin menoihin tai suurempiin tuloihin kuin muiden vaihtoehtojen.

93. Eräitä mikro- ja makrotaloudellisia seuraamuksia

Tutkimustavoitteiden ulkopuolelta ja esitettyjen johtopäätösten lisäksi voidaan tutkimustulosten perusteella esittää vielä joitakin, lähinnä talouspolitiikkaan liittyviä näkökohtia.

Suomalaisyriyten kansainvälisen kilpailukyvyyn ylläpitäminen edellyttää periaatteessa, että niiden potentiaaliset riskeiltä suojautumisen mahdollisuudet ovat ainakin yhtä hyvät kuin ulkomaisten kilpailijoidenkin. Kilpailukyvyyn säilyttäminen suhteessa dynaamisiin ulkomaisiin yrityksiin saattaa siten vaatia suuremman toimintavapauden suomista suomalaisyrityksille. On mm. tärkeätä tarjota suomalaisyrityksille mahdollisuudet lisätä valuuttastrategista know-how-tietoaan ulkomaisten operaatioiden avulla. Ennen kaikkea kiristynyt kilpailu asettaa monella alalla suuria vaatimuksia rahoitustekniikalle. Valuuttakurssien epävarmuuden lisääntyminen mutkistaa asiaa edelleen. Yrityksissä, joiden talous- ja rahoitusosastot ovat laajuudeltaan ja laadultaan alimitoitettut, saattavat tällaiset valuuttaolot muodostua yrityksen kasvun jarruksi.

Muuan edellä sanottuun liittyvä valuuttastrateginen rakenteellinen ongelma on se, että suomalaisyritykset käyttävät kotimaanvaluuttaa viennissään ja tuonnissaan hyvin vähän. Esimerkiksi sen osuus viennistä oli vain noin 3 %, kun esimerkiksi Ruotsissa vastaava osuus oli lähes 70 %. FIM:n käyttö on ollut vähäistä rakenteellisista syistä mutta myös siksi, että FIM:n on jatkuvasti otaksuttu voivan ainoastaan heiketä. Eräs asiaan vaikuttanut seikka lienee myös ollut vientiluottojärjestelmän saama muoto. Muuttuneessa tilanteessa, jossa tapahtuu päivittäistä kurssiheilahtelua kumpaankin suuntaan, FIM-laskutus on eräissä tapauksissa varma suojautumisvaihtoehto.

FIM:n käytön lisääminen vienti- ja tuontikaupassa olisikin toivottavaa. Tätä voitaisiin luultavasti edistää jossain määrin yritysten, pankkien ja viranomaisten piirissä tapahtuvalla asennemuutoksella. Myös kehittyneemmät, yleisten (korkopariteettilinjaa noudattavien) valuuttamarkkinaperiaatteiden mukaisesti toimivat FIM-termiinimarkkinat ovat omiaan helpottamaan

FIM:n kansainvälistä käyttöä tarjoamalla ulkomaiselle osapuolelle tarpeen vaatiessa aikaisempaa paremmat suojautumismahdollisuudet. Vaikka FIM:n osuus jää joka tapauksessa vähäiseksi verrattuna esimerkiksi SEK:n osuuteen Ruotsin ulkomaankaupassa, sitä voitaneen kuitenkin lisätä tuntuvasti nykyisestä. Suojautumismahdollisuuksien paranemisen lisäksi FIM:n käyttö saattaisi osaltaan edistää vientitoiminnan lisäämistä lähinnä pienissä ja keskisuurissa yrityksissä, joita kurssiriskit ja mutkallisina pidettyjen valuuttakysymysten hoitaminen on pelottanut.

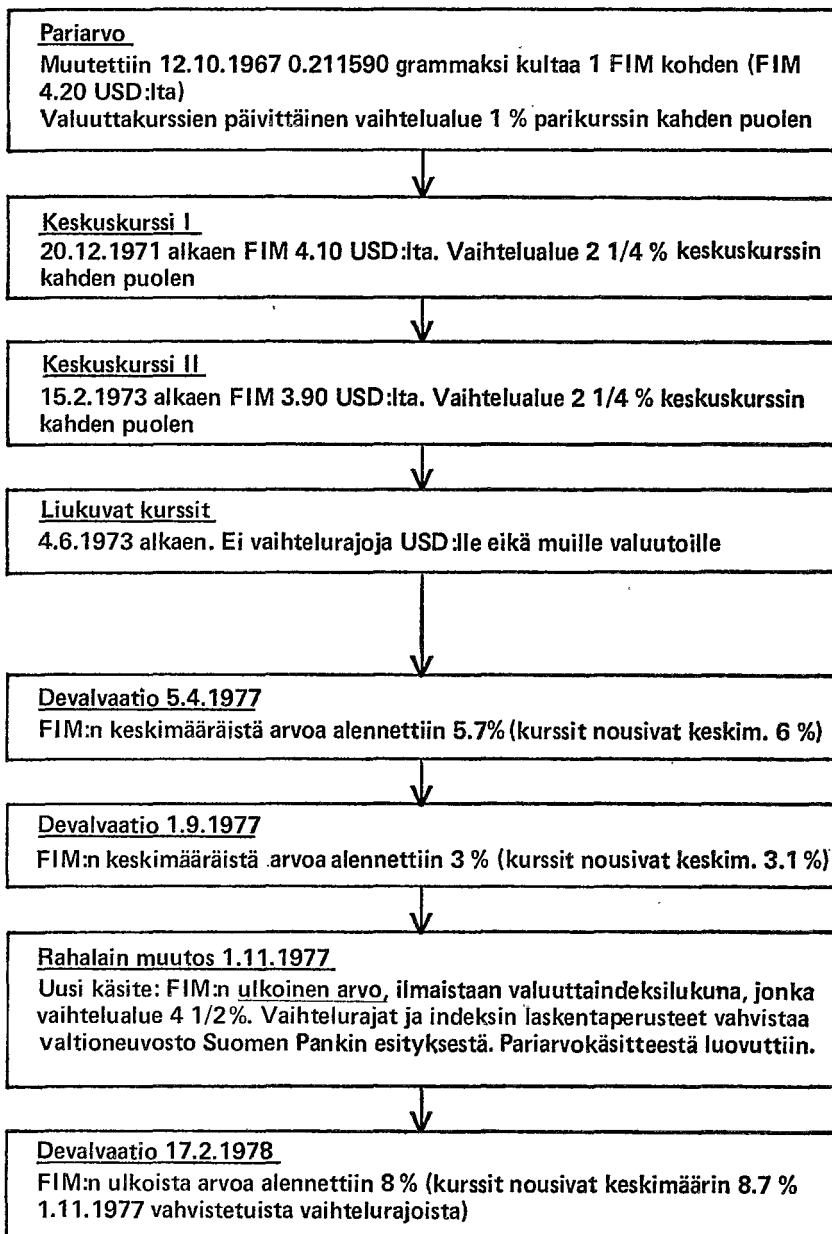
Valuuttakursseja koskeva epävarmuus on aiheuttanut Suomessa 1970-luvulla usein liioiteltuja kurssimuutosodotuksia sekä, pitemmin tai lyhyemmin viivein, tulopoliittikaan kohdistunutta painetta. Devalvointien positiivista, avoimeen sektoriin kohdistuvaa tulovaikutusta on kuitenkin vähentänyt tämän sektorin valuuttavelkojen samanaikainen lisääntyminen. Tulopoliittiset kompensatiovaatimukset pääsevät helposti toteutumaan palkkojen ja kantohintojen korotusten kautta. Suurelta osin ulkoa tuotavan energian hinnankorotukset ovat lisänneet teollisuuden haavoittuvuutta tuontihintoja nostamalla. FIM:n käytön lisääminen voisi ainakin jonkin verran vähentää kurssimuutosten kansantaloudelle aiheuttamia shokkivaikutuksia sekä tulopoliittikaan sisältävää spekulatiivista ainesta.

Useimmat otosyrityksistä näyttivät vähitellen hyväksyneen käsityksen, ettei pitkiä, häiriöttömiä, nopean taloudellisen kasvun kausia enää tule. Tällaisessa tilanteessa valuuttakurssishokit ja havaitut suuret kurssitappiot todennäköisesti aiheuttavat sen, että yritykset suosivat ulkomaanvaluutan määräistä lainanottoa entistä vähemmän ja/tai nostavat hankkeille asettamia tuottovaatimuksia valuuttaepävarmuuden potentiaalisia vaikutuksia vähentääkseen. Esimerkiksi devalvaatiovuonna 1977 kohosivat otosyritysten havaitut nettokurssitappiot 2.6 prosenttiin niiden liikevaihdosta. Pääomakustannukset siis lisääntyvät asteittain kurssitappioiden myötä. Samanaikaisesti saattaa nettovaluuttavelkaa oleva yritys painottaa riskien tasaamiseksi entistä enemmän hankkeiden valuutanansaintakykyä. Eri yrityksissä tällaiset arvioinnit ovat tietenkin eriluonteisia, mutta joka tapauksessa ne muuttavat eri hankkeiden rahoituslaskelmien pohjaa. Tällaisten tekijöiden yhteisvaikutus saattaa olla omiaan vähentämään investointitoimintaa maassa sekä hidastamaan kokonaistaloudellista kasvuvauhtia.

Myös yritysten valuuttastrategisten operaatioiden valuutta- ja rahapolitiikalle asettamat vaatimukset ovat suuresti muuttuneet. Maksurytmin muutoksien aiheuttaman valuuttojen maasta virtaamisen vaikutuksesta vuonna 1977 olisi Suomen Pankin valuuttavaranto ilman varantoluottojen nostamista lähes ehtynyt. Kun tämä tapahtui erittäin kireässä maksuvalmiustilanteessa, muutos-

potentiaali on todennäköisesti keveämpien rahamarkkinoiden aikana vastaavasti suurempi. Suomen Pankin vaihdettavien valuuttojen varannon olisikin oltava huomattavasti entistä suurempi, sillä matala valuuttavarannon taso saattaa voimistaa kurssimuutosodotuksia ja muuttaa ne itseään toteuttaviksi profetioiksi. Valuuttavarannon tason säilyttämiseksi voimakkaiden kurssimuutosodotusten vallitessa tarvitaan tehokkaita rahapolittisia toimia, mm. aktiivista korkopoliittikkaa.

SUOMEN VALUUTAJÄRJESTELMÄN KEHITYS¹⁾



1) Päivämäärät tarkoittavat voimaantulopäiviä.

Liite 2

Yhteensovittamisen, terminoinnin ja maksurytmin muuttamisen välinen valintatilanne: esimerkkitapaus

Vientiyritys Finndeal totesi 30. 5. 1978 laaditussa valuuttabudjetissaan, että sille syntyisi kolmen kuukauden kuluttua, 30. 8., pitkä nettopositio määrältään USD 500 000. USD oli noussut voimakkaasti — 3. 1. 1978 myyntikurssi oli ollut 3.98 FIM/USD ja 30. 5. se oli 4.30 (nousua 8 %) — ilman että USA:n maksutase olisi parantunut tai muita perustavanlaatuisia muutoksia (hallituksen energiapolitiikka, inflaatiouvauhti) olisi tapahtunut. Finndeal odotti siksi USD-kurssin laskevan. Kolmen kuukauden aikaväli ei ollut riittävän pitkä riskiposition eliminoinniseksi juoksevia transaktioita ohjailemalla (esim. pyrkimällä rakenteelliseen, laskutusvaluutan vaihdon tai valuuttaklausuulien avulla toteutuvaan yhteensovittamiseen). Finndealin rahoitus- ja valuuttaryhmä laati karkean arvion USD:n kurssin kehityksestä 30. 8. saakka. Ryhmä päätyi kolmeen kurssikehitysvaihtoehtoon, jotka arvioituine todennäköisyyksineen on esitetty seuraavassa asetelmassa.

USD:n avistakurssia koskeva oletamus	FIM/USD	Todennäköisyysarvio
1. vakaa	4.30	0.50
2. laskee 5 %	4.09	0.30
3. laskee 10 %	3.87	0.20

Laskelmien tulos riippuu suuressa määrin todennäköisyysarviointien paikansapitävyydestä, mikä pätee kuitenkin kaikkeen epävarmuuden vallitessa tapahtuvaan taloudelliseen päätöksentekoon. Kurssiarvioiden ja vastaavien todennäköisyysarvojen määrittäminen voidaan usein perustaa esim. kansainvälisten pankkien tai muiden ennusteita laativien laitosten tekemiin kurssiennusteisiin, jotka ovat usein osoittautuneet ainakin oikeansuuntaisiksi.

Myös muut esimerkin edellytykset on tehty mahdollisimman realistisiksi. Ulkomaiselle velalliselle etukäteissuorituksesta myönnettävä käteisalennus seuraa normaalia käytäntöä, so. $0.25(R^{USD}) = 2.1 \%$, jossa R^{USD} on käypä vuotuinen eurodollarikorko. Korkosäästö viejän maksaessa pois kotimaisen lainansa samanaikaisesti ottamallaan ulkomaisella kurssinsuojauslainalla on $0.25(R) = 2.3 \%$, jossa R on käypä kotimainen vuotuinen korko. Kolmen kuukauden USD-termiinikurssi (myynti) on FIM 4.344, ja korko- yms. pankkikulut kolmen kuukauden eurodollarilainasta ovat 2.7 %.

Eri kurssivaihtoehtoista odotettu tappio ilman suojautumistoimenpiteitä on

(\tilde{Y}_t) eli

$$\tilde{Y}_{0,t+1} = P_{t+1} (\tilde{E}_{a,t+1} - E_{a,t})$$

jossa valuuttapositio $P = C - D$; $C =$ valuuttasaamiset, $D =$ valuuttavelat, $E_{a,t} =$ USD-avistakurssi 30.5 ja $\tilde{E}_{a,t+1} =$ odotettu USD-avistakurssi 30.8. Mainittua kolmea kurssikehityshypoteesia soveltaen saadaan "no policy"-tapauksessa (FIM):

1. $\tilde{Y}_{o,t+1} = 0$
2. $\tilde{Y}_{o,t+1} = -105000$
3. $\tilde{Y}_{o,t+1} = -215000$

Kun suojautumistoimet eliminoivat "no policy"-vaihtoehtoihin 2 ja 3 liittyvät kurssitappiot, saadaan *odotetuksi bruttotuotoksi suojautumistoimien jälkeen* $\tilde{Y} = -\tilde{Y}_o$.

Vähentämällä eri suojautumistoimista aiheutuneet kulut (Ω) odotetuista bruttotuotoista ($\tilde{Y} - \Omega$) saadaan seuraavassa asetelmassa esitettävät FIM-määräiset nettotulot.

Vaihtoehtoisten menetelmien kustannukset ja nettotuotto (esimerkitapaus)

Valuuttastrateginen keino	Kurssihypoteesi	Kustannukset	Nettotuotto
Käteismaksu ja -alennus	1	$P^{\text{USD}} \times 4.30 \times (0.021 - 0.023) =$	-4 300
	2	$P^{\text{USD}} \times 4.09 \times (0.021 - 0.023) =$	-4 090
	3	$P^{\text{USD}} \times 3.87 \times (0.021 - 0.023) =$	-3 870
Terminimyynti	1	$P^{\text{USD}} \times (4.30 - 4.344) =$	-22 000
	2	$P^{\text{USD}} \times (4.09 - 4.344) =$	-127 000
	3	$P^{\text{USD}} \times (3.87 - 4.344) =$	-237 000
Suojautuminen valuuttalainan avulla	1	$P^{\text{USD}} \times 4.30 \times (0.027 - 0.023) =$	8 600
	2	$P^{\text{USD}} \times 4.09 \times (0.027 - 0.023) =$	8 180
	3	$P^{\text{USD}} \times 3.87 \times (0.027 - 0.023) =$	7 740

Nettotuottojen ja todennäköisyysarvojen (P) perusteella voidaan vaihtoehtoisten kurssinsuojaamismahdollisuuksien painotetut odotetut FIM-määräiset nettotuotot laskea seuraavan kaavan mukaan:

$$\tilde{Y}_p = \sum_i p_i (\tilde{Y}_i - \Omega_i); \quad i = 1, 2, 3 \text{ (kurssihypoteesit)}$$

Vaihtoehtoisten keinojen painotetut odotetut nettotuotot¹

Valuuttastrateginen keino	Painotettu odotettu nettotuotto (FIM)
Käteismaksu ja -alennus	+ 78 650
Terminimyynti	+171 000
Suojautuminen valuuttalainan avulla	+ 66 200

¹ Pyöristettyjä lukuja.

Tässä esitetyn vertailun mukaan terminointi vaikutti siis USD:n korkean termiinipreemion takia ylivoimaisesti edullisimmalta Finndealille. Käteismaksu (so. etukäteisperintä alennusta vastaan) antoi jonkin verran paremman tuloksen kuin suojautuminen valuuttalainan avulla, sillä käteisalennus oli valuuttalainasta aiheutuvia kokonaiskustannuksia pienempi.

Jos suojautumistoimien vaikutus maksuvalmiuteen otetaan myös huomioon, käteismaksun ja valuuttalainan ottamisen houkuttelevuus terminointiin verrattuna kuitenkin lisääntyy. Toisaalta termiinikauppojen nopeus puhuu tämän suojautumiskeinon puolesta. Vaikkei mitään olennaista kurssimuutosta tapahtuisikaan (kurssihypoteesi 1), jo valuuttalainan käyttämisestä suojautumiskeinona aiheutuu "tarpeettomia" kustannuksia FIM 8 600, kun taas muut keinot johtavat tässäkin tapauksessa tuottojen lisääntymiseen (vrt. Reckweg, *ibid.*, s. 100).

Kun USD-nettopositiot yleensä koostuvat saamisista useilta velallisilta, yritys joutuu ottamaan yhteyttä useihin velallisiinsa, joiden bruttovelat sille ovat yhteensä USD 500 000. Käytännössä yritys tietenkin kääntyisi lähinnä niiden velallistensa puoleen, joiden se otaksuisi vaativan pienimpiä käteisalennuksia. Vaihtoehtoisesti yritys voi käyttää useita valuuttastrategisia rinnakkaisia keinoja kokonaisriskien eliminoimiseksi (esimerkiksi terminoida osan saata vistaan ja pyrkiä saamaan käteismaksun toisesta osasta). Täydelliseen terminointiin verrattuna tästä on se etu, että menettelyllä on osittain myönteinen vaikutus yrityksen maksuvalmiuteen.

Liite 3

Yritysten valuuttamääräinen velkautuneisuusaste (D/T) (luvut ovat ryhmäkeskiarvoja)

Ryhmä	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
1	0.26	0.27	0.35	0.42	0.46	0.35
2	0.34	0.27	0.37	0.39	0.41	0.36
3	0.11	0.13	0.14	0.14	0.19	0.14
4	0.54	0.64	0.88	0.83	0.95	0.77
5	0.04	0.05	0.04	0.03	0.03	0.04
6	0.13	0.12	0.10	0.10	0.09	0.11
Kaikki yritykset	0.24	0.25	0.31	0.32	0.36	0.30

$$D = D^l + D^s$$

D^l = pitkäaikaiset valuuttavelat; D^s = lyhytaikaiset valuuttavelat; T = liikevaihto.

Liite 4

**Yritysten ajankäyttö valuuttastrategisiin tarkoituksiin
(luvut ovat ryhmäkeskiarvoja)**

Ryhmä	Keskiarvo
1	2.6
2	2.4
3	2.0
4	2.0
5	2.7
6	1.5
Kaikki yritykset	2.2

Asteikko 1—3 (1 = vähän, 2 = kohtalaisesti, 3 = paljon)

Liite 5

Yritysten termiinikaupat yritysryhmittäin 1970—77, mmk

Yritysryhmä	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	Σ1970—77	
1	F_x	0.0	0.0	3.7	14.2	59.2	55.5	93.4	55.8	281.8
	F_B	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	17.0	188.1	266.1	472.8
	F_n	0.0	0.0	3.7	14.2	57.6	38.5	-94.7	-210.3	-191.0
2	F_x	0.0	3.2	26.8	63.6	154.5	269.5	488.3	608.0	1 613.9
	F_B	0.0	0.0	7.4	75.3	30.3	61.6	115.6	146.7	436.9
	F_n	0.0	3.2	19.4	-11.7	124.2	207.9	372.7	461.3	1 177.0
3	F_x	0.0	0.0	2.2	6.1	12.1	11.1	19.6	23.3	74.4
	F_B	0.0	0.0	0.0	0.0	20.2	16.6	45.5	16.6	98.9
	F_n	0.0	0.0	2.2	6.1	-8.1	-5.5	-25.9	6.7	-24.5
4	F_x	0.0	0.0	0.0	7.2	19.9	28.9	13.3	69.1	138.4
	F_B	0.0	0.0	0.0	25.1	81.7	136.5	17.4	36.1	296.8
	F_n	0.0	0.0	0.0	-17.9	-61.8	-107.6	-4.1	33.0	-158.4
5	F_x	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	1.7
	F_B	-4.3	10.0	20.4	142.0	156.5	142.7	142.1	603.7	1 221.7
	F_n	-4.3	-10.0	-20.4	-142.0	-156.5	-142.7	-142.1	-602.0	-1 220.0
6	F_x	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	F_B	0.0	0.0	2.5	16.9	2.2	7.4	1.6	1.2	31.8
	F_n	0.0	0.0	-2.5	-16.9	-2.2	-7.4	-1.6	-1.2	-31.8
Σ1—6	F_x	0.0	3.2	32.7	91.1	245.7	365.0	614.6	757.9	2 110.2
	F_B	4.3	10.0	30.3	259.3	292.5	381.8	510.3	1 070.4	2 558.9
	F_n	-4.3	-6.8	2.4	-168.2	-46.8	-16.8	104.3	-312.5	-448.7

F_x = termiinivaluutan myynnit; F_m = termiinivaluutan ostot; $F_n = F_x - F_m$

Liite 6

Yritysten termiinkauppojen (F) valuuttajakautuma 1973—77, %

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
F_x^{USD}	72.0	49.4	32.5	39.8	44.4	47.6
F_x^{GBP}	12.7	16.8	12.2	5.5	7.0	10.8
F_x^{DEM}	8.6	0.6	0.7	1.2	3.6	2.9
F_x^{SEK}	2.7	20.6	26.0	18.4	12.7	16.1
F_x^{SUR}		0.0	22.7	28.5	27.1	19.6
F_x^{OC}	4.0	12.6	5.9	6.6	5.2	6.9
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
F_m^{USD}	67.9	68.6	80.0	52.5	64.3	66.7
F_m^{GBP}	5.8	1.4	2.5	0.4	0.1	2.0
F_m^{DEM}	15.1	28.7	15.4	15.8	12.1	17.4
F_m^{SEK}	2.3	0.0	0.0	2.7	0.6	1.1
F_m^{SUR}		0.0	0.0	23.6	6.5	7.5
F_m^{OC}	8.9	1.3	2.1	5.0	16.4	6.7
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

F_x = termiinimyyntit; F_m = termiiniostot; OC = muut valuutat.

Liite 7

Yritysten vientivaluuttajakautuma, %

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
USD	18.4	17.8	18.4	20.5	27.2	21.0
GBP	19.2	18.3	13.6	12.5	9.9	14.0
BEF	0.9	1.1	0.8	0.8	1.3	1.0
DKK	2.0	1.8	1.6	1.7	1.8	1.7
FIM	3.5	3.6	4.0	3.7	2.4	3.4
FRF	4.5	4.6	3.0	3.4	2.8	3.6
DEM	9.3	9.1	6.7	7.0	9.4	8.4
NLG	2.4	2.3	1.6	2.0	1.8	2.0
NOK	5.0	2.6	3.1	2.3	2.4	2.9
SEK	15.0	19.8	17.9	18.2	17.2	17.7
CHF	1.2	1.1	0.8	0.5	0.6	0.8
SUR	14.8	14.9	26.2	24.7	21.6	21.0
OC	3.8	3.0	2.3	2.7	1.6	2.5

Liite 8

Yritysten tuontivaluuttajakautuma, %

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
USD	41.1	50.5	48.4	51.0	56.1	50.5
GBP	7.3	7.4	7.8	5.5	6.2	6.7
BEF	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
DKK	1.1	1.1	0.9	0.7	0.8	0.9
FIM	3.0	2.2	2.6	2.7	2.7	2.6
FRF	1.5	1.2	1.6	1.2	1.0	1.3
DEM	17.3	13.3	12.9	11.6	9.7	12.4
NLG	1.5	1.1	1.2	1.1	1.3	1.2
NOK	2.5	2.3	2.1	2.3	2.4	2.3
SEK	12.8	9.7	10.7	10.7	7.6	10.0
CHF	1.2	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
SUR	7.2	7.7	8.1	9.3	8.5	8.2
OC	3.2	2.5	2.7	3.0	2.8	2.9

Liite 9

Yritysten valuuttavelkojen jakautuma valuutoittain, %

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
USD	37.7	39.4	42.1	44.4	45.4	42.7
GBP	5.9	4.7	3.6	3.0	2.4	3.5
BEF	0.7	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5
DKK	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
FRF	2.0	1.4	1.0	0.7	0.7	1.0
DEM	20.1	15.6	17.6	19.0	17.7	17.9
NLG	0.8	0.7	0.4	0.3	0.2	0.4
NOK	0.1	0.5	0.4	0.8	0.7	0.6
SEK	1.6	1.6	1.9	2.2	2.2	1.9
CHF	15.0	12.1	11.0	10.3	10.6	11.3
SUR	13.3	20.1	17.9	14.2	14.1	15.8
OC	2.7	3.2	3.8	4.7	5.4	4.3

Liite 10

Yritysten vientivaluuttajakautuma yritysryhmittäin, %

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
Yritysryhmä 1						
USD	16.3	13.5	15.9	15.3	18.3	15.8
GBP	24.8	24.2	19.7	19.2	17.1	20.9
BEF	1.2	1.6	1.2	1.0	1.5	1.3
DKK	1.8	1.7	1.6	1.6	1.9	1.7
FIM	3.6	3.7	3.8	4.5	2.4	3.6
FRF	5.9	5.8	4.5	5.2	4.5	5.2
DEM	10.8	9.8	7.7	9.2	8.7	9.2
NLG	3.5	3.3	2.5	3.2	3.1	3.1
NOK	2.3	2.1	2.5	2.4	2.6	2.4
SEK	10.3	14.2	13.1	13.4	17.2	13.8
CHF	1.2	1.2	0.9	0.7	1.1	1.0
SUR	14.8	16.1	24.0	21.3	20.2	19.4
OC	3.5	2.8	2.6	3.0	1.4	2.6

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
Yritys- ryhmä 2						
USD	23.7	24.6	21.9	20.3	27.0	23.7
GBP	5.9	6.5	4.3	4.8	4.0	4.8
BEF	0.4	0.5	0.4	0.5	1.5	0.8
DKK	1.7	1.0	0.6	0.9	0.9	0.9
FIM	1.6	2.1	3.5	1.6	1.3	1.9
FRF	2.6	2.4	1.2	1.8	1.9	1.9
DEM	7.5	9.2	5.6	5.2	12.3	8.4
NLG	0.2	0.2	0.1	0.7	0.8	0.5
NOK	11.4	3.1	3.4	1.8	1.8	3.3
SEK	25.0	33.9	24.5	26.2	18.5	24.4
CHF	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
SUR	15.9	13.0	32.9	34.2	28.5	27.1
OC	4.0	3.3	1.4	1.9	1.4	2.2
Yritys- ryhmä 3						
USD	4.1	5.7	4.4	15.2	5.8	7.5
GBP	31.0	25.6	18.1	14.5	15.4	19.9
BEF						
DKK	7.2	7.4	8.7	8.8	13.0	9.2
FIM	2.5	2.9	2.4	6.3	11.3	5.5
FRF						
DEM	2.4	2.6	4.2	3.2	4.5	3.5
NLG	1.2	1.6	1.1	0.4	1.2	1.1
NOK	6.0	5.1	6.0	5.9	8.2	6.3
SEK	21.6	21.2	29.5	21.1	18.5	22.3
CHF	1.4	1.7	2.8	0.3	0.5	1.3
SUR	13.9	18.7	17.2	16.1	15.6	16.4
OC	8.7	7.5	5.6	8.2	5.9	7.0
Yritys- ryhmä 4						
USD	61.6	59.5	59.0	92.2	92.9	83.2
GBP	6.6	1.8	12.2	2.7	1.0	2.8
BEF						
DKK				0.1	0.6	0.3
FIM	0.1	0.2	0.1			0.1
FRF	1.6	9.6	2.5	1.0	0.7	2.2
DEM	6.5	8.6	7.2	0.2		2.3
NLG						
NOK	6.5	3.8	6.5	0.7	0.2	1.7
SEK	15.8	16.0	11.9	2.9	4.5	7.1
CHF				0.1		0.1
SUR						
OC	1.3	0.5	0.6	0.2	0.1	0.3
Yritys- ryhmä 5						
USD	9.0	16.4	18.8	15.1	15.9	15.4
GBP	14.5	10.4	9.8	4.2	2.5	7.7
BEF	1.3	0.5	1.0	1.0	0.7	0.9
DKK	2.8	3.6	2.7	3.9	3.1	3.3
FIM	17.1	17.1	16.4	14.3	15.0	15.8
FRF	0.2	0.9	0.5	0.4	0.4	0.5
DEM	6.5	4.0	5.2	3.9	7.2	5.3
NLG	2.2	2.8	3.3	2.9	3.6	3.0

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
NOK	4.8	3.4	4.3	4.8	6.2	4.7
SEK	13.8	13.0	13.5	19.4	25.4	17.5
CHF	5.5	5.9	3.0	3.1	2.1	3.8
SUR	19.9	19.7	19.0	24.3	15.2	19.7
OC	2.4	2.2	2.5	2.7	2.5	2.4
Yritys- ryhmä 6						
USD	18.1	27.0	8.6	2.3	2.2	7.2
GBP				1.0	6.5	3.1
BEF						
DKK	11.9	9.5	8.3	7.2	3.8	6.4
FIM	20.6	18.1	20.3	15.7	8.6	13.7
FRF	2.5	0.9	2.6	2.6	2.0	2.2
DEM		0.6	2.9	27.6	17.5	14.5
NLG					1.7	0.8
NOK	3.1	4.6	3.4	2.2	7.3	5.0
SEK	32.5	22.1	22.9	27.6	28.5	27.0
CHF	3.7	3.1	2.6	3.0	1.6	2.4
SUR		6.4	23.2		6.7	7.0
OC	7.5	7.7	5.2	10.8	13.5	10.7

Liite 11

Yritysten tuontivaluuttajakautuma yritysryhmittäin, %

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
Yritys- ryhmä 1						
USD	18.4	16.9	15.8	11.8	15.8	15.5
GBP	11.0	10.7	8.6	8.3	10.5	9.8
BEF	1.1	1.1	1.1	1.0	0.4	0.9
DKK	1.6	1.4	0.9	0.9	1.3	1.2
FIM	5.1	5.6	5.3	4.6	7.5	5.7
FRF	2.2	2.2	2.8	1.8	1.6	2.2
DEM	16.3	15.0	14.9	15.8	12.5	14.8
NLG	2.2	2.5	2.5	2.6	3.3	2.6
NOK	3.0	3.3	2.9	2.6	2.8	2.9
SEK	10.4	8.6	11.6	12.3	9.0	10.3
CHF	1.3	1.2	1.0	1.0	0.7	1.0
SUR	24.7	29.1	29.8	33.5	31.8	30.1
OC	2.7	2.3	2.8	3.7	3.2	3.0
Yritys- ryhmä 2						
USD	10.5	10.9	10.3	9.5	9.3	10.0
GBP	4.4	6.4	5.0	4.9	7.1	5.7
BEF	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DKK	1.1	1.2	1.2	0.6	1.3	1.1
FIM	0.2	0.1	0.2	1.2	0.9	0.6
FRF	0.4	0.4	0.3	0.4	0.2	0.3
DEM	22.5	23.2	20.4	19.5	18.5	20.5
NLG	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6	0.7
NOK	6.3	6.3	6.1	6.7	5.6	6.2
SEK	34.7	30.9	32.7	31.9	27.8	31.1
CHF	1.4	1.5	1.5	0.8	1.6	1.4
SUR	15.8	16.4	19.5	19.5	23.7	19.5
OC	1.9	1.8	1.9	4.2	3.3	2.8

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
Yritysryhmä 3						
USD	13.1	11.9	11.4	10.7	13.0	11.9
GBP	6.3	13.5	10.5	7.9	13.4	10.7
BEF	0.3	0.3	0.7	1.0	1.0	0.7
DKK	2.3	2.2	1.9	2.2	1.9	2.0
FIM	12.1	12.9	12.4	18.8	12.5	13.9
FRF	1.3	0.8	1.1	1.6	1.7	1.3
DEM	27.8	25.1	25.3	25.7	17.6	23.8
NLG	4.9	6.0	6.9	5.0	5.7	5.8
NOK	7.4	5.9	6.1	6.5	6.5	6.4
SEK	5.1	4.3	4.4	4.7	5.4	4.8
CHF	2.9	3.1	3.0	1.9	1.8	2.5
SUR						
OC	16.5	14.0	16.3	14.0	19.5	16.2
Yritysryhmä 4						
USD	76.6	85.2	86.3	87.3	90.2	86.4
GBP	3.6	3.7	5.8	1.9	1.7	3.2
BEF	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DKK						
FIM	0.8	0.8	1.1	0.8	0.4	0.7
FRF	0.4	0.3	0.8	0.3	0.2	0.4
DEM	8.4	2.2	2.3	1.7	2.0	2.6
NLG	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2
NOK	0.4	0.7	0.1	0.1	1.0	0.5
SEK	7.6	4.3	2.7	3.9	1.0	3.3
CHF	0.8	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
SUR	0.8	1.9	0.5	3.4	2.8	2.1
OC	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
Yritysryhmä 5						
USD	43.0	43.9	43.7	42.4	49.6	44.9
GBP	7.9	7.7	7.8	8.2	9.3	8.3
BEF	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
DKK	2.6	4.0	3.2	2.6	2.1	2.8
FIM	7.0	4.6	5.9	5.1	5.4	5.5
FRF	2.0	2.4	2.2	2.3	1.4	2.0
DEM	13.5	17.3	15.0	15.3	11.1	14.4
NLG	2.8	1.2	1.7	1.6	2.4	1.9
NOK	3.3	3.0	2.9	4.0	3.4	3.3
SEK	9.4	7.7	8.4	9.2	7.8	8.4
CHF	1.7	0.9	0.9	1.1	0.9	1.1
SUR	1.7	1.3	1.4	1.5	0.6	1.2
OC	5.1	5.8	6.7	6.5	5.7	6.0
Yritysryhmä 6						
USD	9.9	7.4	10.3	12.7	13.9	10.7
GBP	15.8	19.2	21.8	18.4	18.7	18.9
BEF	0.9	0.9	0.8		0.1	0.5
DKK	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
FIM	0.4	0.3	1.5	2.9	4.3	1.8
FRF	4.2	3.9	4.4	5.3	5.7	4.7
DEM	43.4	41.3	39.5	37.8	36.0	39.6

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
NLG	2.0	1.9	2.6	3.3	3.0	2.6
NOK	0.4	0.4	0.2	0.4	0.2	0.3
SEK	12.9	13.7	10.9	10.3	10.2	11.6
CHF	0.2	0.1	0.5	0.4	0.1	0.3
SUR	3.0	3.4	1.5	1.6	1.7	2.3
OC	6.2	6.8	5.3	6.3	5.5	6.0

Liite 12

Yritysten valuuttamääraisten velkojen jakautuma yritysryhmittäin, %

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
Yritysryhmä 1						
USD	55.3	61.1	59.5	64.6	63.5	61.7
GBP	5.4	6.2	4.5	2.7	2.2	3.8
BEF	1.5	1.2	0.7	0.8	1.4	1.1
DKK	0.1	0.1			0.1	0.1
FIM						
FRF	5.4	4.2	3.4	1.9	1.9	2.9
DEM	12.2	9.4	14.0	14.2	13.9	13.1
NLG	0.6	0.8	0.3	0.2	0.2	0.4
NOK		0.1	0.2	0.3	0.4	0.2
SEK	0.1	0.7	0.5	1.3	0.9	0.8
CHF	18.4	14.1	14.7	11.9	13.2	13.9
SUR						
OC	1.0	2.2	2.2	2.1	2.4	2.1
Yritysryhmä 2						
USD	35.0	35.0	38.6	40.7	51.4	41.9
GBP	13.0	12.0	9.7	9.8	7.3	9.8
BEF	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5	0.6
DKK	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
FIM						
FRF	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DEM	16.7	16.4	14.5	15.3	12.2	14.6
NLG	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
NOK	0.2	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
SEK	3.9	4.4	6.8	6.9	5.3	5.7
CHF	20.7	18.7	12.2	9.4	9.3	12.7
SUR	7.3	10.2	14.3	12.3	9.4	10.9
OC	1.9	1.6	2.7	4.6	3.8	3.1
Yritysryhmä 3						
USD	18.5	28.3	41.2	40.2	29.1	32.3
GBP		0.4	0.8	0.8	0.3	0.5
BEF	0.3	0.1	0.1			0.1
DKK						

	1973	1974	1975	1976	1977	1973—77 (keskiarvo)
FIM						
FRF						
DEM	29.6	27.8	26.6	27.2	19.3	25.2
NLG						
NOK						
SEK	0.2			4.5	28.2	9.2
CHF	46.2	43.1	31.1	25.8	21.8	31.2
SUR			0.1	0.1		0.1
OC	5.2	0.3	0.2	1.4	1.2	1.4
Yritys- ryhmä 4						
USD	16.6	22.9	31.5	29.7	28.2	27.6
GBP	2.7	1.2	0.7	0.3	0.2	0.7
BEF		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DKK	0.2	0.1	0.1			0.1
FIM						
FRF	0.8	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2
DEM	28.6	15.9	19.2	23.2	22.3	21.3
NLG	2.1	1.1	0.7	0.6	0.4	0.8
NOK		0.9	0.6	1.6	1.1	1.0
SEK	1.4	1.1	0.6	0.2	0.1	0.5
CHF	6.2	6.6	6.6	7.6	9.4	7.7
SUR	40.1	46.2	35.1	29.7	29.4	34.1
OC	1.1	3.5	4.8	6.9	8.6	6.0
Yritys- ryhmä 5						
USD	49.2	48.4	47.3	51.6	65.9	52.9
GBP	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.1
BEF						
DKK						
FIM						
FRF						
DEM	41.2	38.9	32.4	24.6	23.2	30.8
NLG						
NOK						
SEK	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
CHF	8.9	11.1	19.1	22.8	6.6	14.5
SUR						
OC	0.6	1.3	1.0	0.8	3.7	1.5
Yritys- ryhmä 6						
USD	59.6	59.6	52.8	54.9	50.3	55.6
GBP	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.2
BEF						
DKK		0.3				0.1
FIM						
FRF	2.6	1.4	1.4	1.4	1.0	1.5
DEM	5.3	13.9	18.7	23.6	27.7	17.9
NLG	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
NOK	0.5	0.9	0.2	0.4	0.6	0.5
SEK	2.0	1.6	1.4	1.4	1.5	1.6
CHF	0.1	0.1	1.8	2.0	2.2	1.2
SUR	0.8	0.6	0.7	0.8	1.1	0.8
OC	28.7	21.2	22.6	15.1	14.9	20.4

Kuukausittaisten avistakurssimuutosten ¹ korrelaatio 1970—77

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
USD/GBP	0.23	0.03	-0.30	0.40	0.30	0.31	-0.32	0.88
BEF	0.97	-0.16	-0.27	-0.76	-0.56	-0.63	-0.26	0.79
DKK	0.94	-0.15	0.05	-0.79	-0.54	-0.34	0.21	0.67
FRF	0.28	0.04	-0.50	-0.80	-0.12	-0.44	0.16	0.93
DEM	-0.20	0.31	-0.14	-0.74	-0.55	-0.59	-0.14	0.70
NLG	0.56	0.15	-0.10	-0.56	-0.28	-0.50	-0.28	0.81
NOK	0.78	-0.13	0.05	-0.60	-0.30	-0.70	0.06	0.60
SEK	0.66	-0.07	-0.25	-0.22	-0.41	-0.64	-0.19	-0.02
CHF	0.12	0.58	0.07	-0.66	-0.36	-0.42	0.74	0.55
SUR	1.00	1.00	1.00	-0.03	0.53	0.16	0.90	0.89
GBP/BEF	0.12	0.80	0.34	-0.35	0.37	0.21	-0.50	0.73
DKK	0.23	0.89	0.55	-0.42	0.40	0.27	-0.63	0.66
FRF	0.17	0.44	0.46	-0.23	0.21	-0.13	0.02	0.82
DEM	-0.24	0.46	0.19	-0.58	-0.01	-0.01	-0.48	0.70
NLG	-0.44	0.70	0.08	-0.28	0.53	0.35	-0.24	0.78
NOK	0.20	0.81	-0.04	-0.12	0.51	0.07	-0.58	0.60
SEK	0.22	0.81	0.42	-0.16	0.37	-0.002	-0.40	0.02
CHF	-0.08	0.36	-0.46	-0.32	0.07	-0.23	-0.48	0.63
SUR	0.23	0.03	-0.30	0.15	-0.12	0.21	-0.42	0.91
BEF/DKK	0.92	0.87	0.74	0.96	0.94	0.84	0.74	0.95
FRF	0.27	0.20	0.88	0.97	0.35	0.71	-0.07	0.88
DEM	-0.24	0.38	0.74	0.92	0.50	0.87	0.83	0.95
NLG	0.63	0.79	0.85	0.91	0.88	0.93	0.84	0.99
NOK	0.79	0.80	-0.25	0.75	0.84	0.89	0.91	0.88
SEK	0.62	0.77	0.88	0.59	0.77	0.87	0.93	0.21
CHF	0.20	0.19	0.18	0.78	0.77	0.49	-0.07	0.81
SUR	0.97	-0.16	-0.27	0.04	-0.72	-0.25	-0.12	0.80
DKK/FRF	0.22	0.46	0.59	0.93	0.48	0.84	0.06	0.80
DEM	-0.38	0.48	0.50	0.91	0.51	0.84	0.72	0.91
NLG	0.46	0.70	0.58	0.91	0.89	0.88	0.56	0.96
NOK	0.89	0.93	0.03	0.72	0.83	0.86	0.86	0.93
SEK	0.54	0.89	0.77	0.55	0.85	0.83	0.63	0.44
CHF	0.25	0.33	0.06	0.72	0.72	0.32	0.28	0.74
SUR	0.94	-0.15	0.05	-0.004	-0.59	-0.05	0.28	0.72
FRF/DEM	0.06	0.32	0.64	0.84	-0.14	0.73	-0.08	0.87
NLG	-0.21	0.21	0.65	0.84	0.34	0.71	0.14	0.90
NOK	-0.11	0.41	-0.02	0.84	0.41	0.76	0.17	0.67
SEK	0.23	0.73	0.84	0.53	0.36	0.81	0.14	0.13
CHF	0.21	0.36	-0.07	0.80	0.42	0.34	0.36	0.70
SUR	0.28	0.04	-0.50	0.003	-0.13	-0.17	0.10	0.83
DEM/NLG	0.17	0.77	0.74	0.78	0.48	0.89	0.74	0.95
NOK	-0.32	0.67	-0.09	0.70	0.56	0.85	0.78	0.79
SEK	-0.12	0.46	0.69	0.68	0.52	0.80	0.69	0.22
CHF	-0.21	0.92	0.53	0.79	0.26	0.70	0.05	0.87
SUR	-0.20	0.31	-0.14	-0.02	-0.33	-0.34	-0.07	0.70
NLG/NOK	0.54	0.81	-0.19	0.60	0.94	0.85	0.73	0.86
SEK	0.36	0.65	0.75	0.58	0.87	0.80	0.84	0.22
CHF	0.17	0.67	0.46	0.57	0.82	0.58	-0.26	0.80
SUR	0.56	0.15	-0.10	0.03	-0.63	-0.34	-0.17	0.81

¹ Laskettuna kyseisen valuutan avistakurssien kuukausikeskiarvojen prosentuaalisesta muutoksesta FIM:n suhteen.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
NOK/SEK	0.49	0.82	0.10	0.68	0.87	0.96	0.89	0.53
CHF	0.44	0.50	-0.08	0.79	0.74	0.40	0.24	0.63
SUR	0.78	-0.13	0.05	-0.25	-0.62	-0.10	0.15	0.72
SEK/CHF	0.16	0.34	0.15	0.58	0.70	0.36	0.01	0.04
SUR	0.66	-0.07	-0.25	-0.04	-0.50	-0.17	-0.05	0.19
CHF/SUR	0.12	0.58	0.07	0.12	-0.60	-0.70	0.57	0.58

Liite 14

Yritysten quick ratio (QR)¹ (luvut ovat ryhmäkeskiarvoja)

Ryhmä	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1970—77 (keskiarvo)
1	0.91	0.82	1.06	0.83	0.77	0.78	0.69	0.68	0.82
2	1.00	0.95	2.46	2.01	1.16	1.00	0.77	0.74	1.26
3	0.94	1.05	1.32	1.23	0.73	0.83	0.80	0.80	0.96
4	0.84	1.02	0.83	0.59	0.57	0.53	0.63	0.58	0.70
5	1.00	1.07	1.02	0.94	0.91	0.82	0.77	0.75	0.91
6	1.07	0.90	1.10	1.12	1.03	1.02	1.02	1.07	1.04
Kaikki yritykset	0.96	0.97	1.30	1.12	0.86	0.83	0.78	0.77	0.95

$$^1 \text{QR} = \frac{\text{rahoitusomaisuus} - (\text{saamiset toimitusluotoista} + \text{ennakkomaksut, suoritettut})}{\text{lyhytaikaiset velat} - \text{ennakkomaksut, vastaanotettut}}$$

Liite 15

Keskimääräiset avistamyntikurssit vuosina 1970—77, mk

Valuutta	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
1 USD	4.180	4.174	4.146	3.816	3.774	3.679	3.864	4.029
1 GBP	10.014	10.205	10.368	9.355	8.833	8.155	6.983	7.042
100 SEK	80.62	81.82	87.20	87.76	85.22	88.80	88.86	90.21
100 NOK	58.52	59.50	62.97	66.64	68.44	70.59	70.95	75.83
100 DKK	55.76	56.41	59.72	63.47	62.17	64.21	64.04	67.23
100 DEM	114.67	120.17	130.07	144.34	146.21	149.80	153.78	174.15
100 NLG	115.62	119.72	129.22	137.50	140.70	145.73	146.42	164.59
100 BEF ¹	8.421	8.607	9.424	9.852	9.715	10.033	10.030	11.277
100 CHF	97.00	101.63	108.64	121.22	127.19	142.64	154.86	168.70
100 FRF ¹	75.62	75.78	82.25	86.10	78.65	86.00	81.09	82.16
100 ITL	0.6669	0.6765	0.7110	0.6571	0.5827	0.565	0.468	0.459
100 ATS	16.18	16.75	17.95	19.71	20.27	21.18	21.59	24.47
1 SUR	4.680	4.684	4.960	5.159	4.995	5.093	5.125	5.745
100 JPY ²	—	—	—	—	1.282	1.244	1.307	1.512
100 PTE	14.69	14.99	15.41	15.78	15.00	14.52	12.89	10.65
100 ESP	6.03	6.06	6.46	6.61	6.58	6.43	5.80	5.57
100 IKR	4.77	4.82	4.74	4.27	3.90	2.43	2.14	2.04

¹ Kaupallinen kurssi.

² Suomen Pankki ei noteerannut vuosina 1970—73.

KIRJALLISUUS

- Accounting for the Translation of Foreign Currency Transactions and Foreign Currency Financial Statements (1978). Professional Standards. Current text as of July 1. American Institute of Certified Public Accountants. Volume 3.
- ABDEL-MALEK, T. (1975). Some Aspects of Exchange Risk Policies under Floating Rates. Paper presented at the Annual Meeting of the Academy of International Business, December 28—29, Dallas, Texas. Moniste.
- AGGARWAL, R. (1976). Financial Policies for the Multinational Company. The Management of Foreign Exchange. New York.
- AHARONI, Y. (1966). The Foreign Investment Decisions Process. Boston.
- ALIBER, R. Z. (1975). Exchange Risk, Political Risk, and Investor Demand for External Currency Deposits. *Journal of Money, Credit and Banking*, May.
- ALIBER, R. Z. (1976). The Firm under Pegged and Floating Exchange Rates. *Scandinavian Journal of Economics*. Vol. 78, No. 2.
- ALIBER, R. Z. (1978). Exchange Risk and Corporate International Finance. Lontoo.
- ALIBER, R. Z. — STICKNEY, C. P. (1975). Accounting Measures of Foreign Exchange Exposure: The Long and Short of It. *Accounting Review* No. 1.
- ANDERSSON, B. m.fl. (1961). Sociologiska metoder. Tukholma.
- ANDERSSON, E. (1977). Elinkeinoverolain aukkojen poistamiseen tähtäävä lainmuutos. Verottaja n:o 1.
- ANKROM, R. K. (1974). Top-level Approach to the Foreign Exchange Problem. *Harvard Business Review*, July—August.
- ARBNO, I. — BJERKE, B. (1977). Företagsekonomisk metodlära, Lund.
- ARTTO, E. (1968). Yrityksen rahoitus. Systematiikka ja mukauttamistavat. *Acta academicae oeconomicae Helsingiensis*, Series A: 1. Helsinki.
- BARNETT, J. S. (1976). Corporate Foreign Exposure Strategy Formulation. *Columbia Journal of World Business*. Volume 11, No. 4.
- BRANSON, W. H. (1972). Macroeconomic Theory and Policy. New York.
- BROMWICH, M. (1976). The Economics of Capital Budgeting. Harmondsworth, Middlesex.
- CARTER, E. E. — RODRIGUEZ, R. M. (1978). What 40 U.S. Multinationals Think. *Euro money*, March.
- CHACHOLIADES, M. (1978). International Monetary Theory and Policy. New York.
- CYERT, R. M. — MARCH, J. G. (1963). A Behavioral Theory of the Firm. Englewood Cliffs, N.J.
- DILLENBECK, A. — GEIJER, R. (1977). Kurssäkrad — även i bokslutet? *Företags ekonomi*, Nr 1, januari.
- DORNBUSCH, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*. No. 12.
- DORNBUSCH, R. — FISCHER, S. (1978). Macroeconomics. New York.
- DUERR, M. G. (1975). Protecting Corporate Assets under Floating Currencies. The Conference Board. New York.
- EINZIG, P. (1961). A Dynamic Theory of Forward Exchange. Lontoo.
- EINZIG, P. (1966). A Textbook on Foreign Exchange. Lontoo.
- EINZIG, P. (1968). Leads and Lags. The Main Cause of Devaluation. Lontoo.
- EKHOLM, B-G. (1978). Determinanter för transaktionsbeteendet på aktiemarknaden. *Ekonomi och Samhälle*. Skrifter utgivna vid Svenska Handelshögskolan. Nr 27. Helsinki.
- ENSOR, R. — ANTL, B. (ed.) (1978). The Management of Foreign Exchange Risk. Lontoo.
- FINNEY, M. — MEADE, N. (1978). A Practical Approach to Corporate Borrowing and Exchange Risk. *Euro money*, October.
- Fordringar och skulder i utländsk valuta (1978). Förslag till rekommendation. Föreningen auktoriserade revisorer (FAR). Balans Nr 2.
- FRANZÉN, T. — UGGLA, M. (1978). Valutaoron sommaren 1977 — en analys av de förväntningsstyrda valutärörelserna. *Ekonomisk Debatt* Nr 2.
- Frågan som avgör vinsten: Hur bokförs valutaförlusten? (1975). *Veckans Affärer*, 23 oktober.
- GIDDY, I. A. (1976). Why It Doesn't Pay to Make a Habit of Forward Hedging. *Euro money*, December.

- GRASSMAN, S. (1971). Valutareerven och utrikeshandelns finansiella struktur. Statens offentliga utredningar. 1971: 32. Bilaga till betalningsbalansutredningens betänkande. Tukholma.
- GRAUER, F. L. A. — LITZENBERGER, R. H. — STEHLE, R. E. (1976). Sharing Rules and Equilibrium in an International Capital Market under Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3.
- GULL, D. S. (1975). Composite Foreign Exchange Risk. *Columbia Journal of World Business*, Vol. 10, No. 3.
- HAGEMANN, H. (1977). Anticipate Your Long-term Foreign Exchange Risks. *Harvard Business Review*, March—April.
- HAGUE, D. C. — OAKESHOTT, E. — STRAIN, A. (1974). Devaluation and Pricing Decisions, Lontoo.
- HALLBÄCK, K. (1974). Miten kurssivoitot ja -tappiot esitetään tuloslaskelmassa ja taseessa. *Julkaisematoni*.
- HEIKKONEN, J. — ROINE, H. (1974). Hyvä kirjanpitokäytäntö uuden lainsäädännön mukaan. Porvoo.
- HENNING, C. N. — PIGOTT, W. — SCOTT, R. H. (1978). *International Financial Management*. New York.
- HEYWOOD, J. (1978). Foreign Exchange and the Corporate Treasurer. Lontoo.
- HIETALAHTI, J. — POHJOISAHO, P. (1978). Suomen ulkomaiset velat ja saatavat. *Unitas* n:o 1.
- HIRSCH, F. (1969). *Money International. Economics and Politics of World Money*. New York.
- HOFFMEYER, E. (1978). The International Capital Market and the International Monetary System. The 1978 Per Jacobsson Lecture. September 24. Washington, D.C.
- IKKALA, O. — ANDERSSON, E. — NUORVALA, E. (1973). Uusi elinkeinoverolainsäädäntö. Helsinki.
- International Currency Review* (1978). Corporate Losses and Gains from Exchange Fluctuations. No. 1.
- JUCKER, J. V. — FARO, C. de (1975). The Selection of International Borrowing Sources. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. September.
- JÄPPINEN, E. K. (1969). Yrityksen suojautuminen valuuttariskeiltä. *Helsingin Osakepankin julkaisuja*.
- JÄRVINEN, R. ym. (1974). Uusi kirjanpitolainsäädäntö, Helsinki.
- JÄÄSKELÄINEN, V. — SALMI, T. (1977). Ulkomaan rahan määräisten tilinpäätöstietojen kääntämisestä. *Liiketaloudellinen aikakauskirja* n:o 4.
- JÖNSSON, S. (1973). Om nya ansatser i studiet av företagens investeringsbeteende. *Företagsekonomiska Institutionen vid Göteborgs Universitet, Rapportserie 1973: 12*. Moniste.
- KENEN, P. (1965). Trade, Speculation and the Forward Exchange Rate. Teoksessa BALDWIN, R. E. ym. (1965). *Trade, Growth and the Balance of Payments*. Chicago.
- KOHLHAGEN, S. W. (1975). Optimal Hedging Strategies for the Multinational Corporation without Exchange Rate Projections. December 29. Moniste.
- Komiteanmietintö — *Kommittébetänkande* (1979). Kansainvälisten yritysten verottamisesta. *Kansainvälisten yritysten verotustoimikunnan mietintö*. Helsinki, n:o 4.
- KORHONEN, M. (1978). Regressio-, varianssi- ja kovarianssianalyysi sekä näiden käyttö HYLPS-ohjelmistossa. *Helsingin Yliopiston laskentakeskuksen julkaisuja*. Opetusmoniste 1.
- KUH, E. (1963). *Capital Stock Growth: A Micro-Econometric Approach*. Amsterdam.
- LEVY, H. — SARNAT, M. (1978). Exchange Rate Risk and the Optimal Diversification of Foreign Currency Holdings. *Journal of Money, Credit and Banking*, November.
- LIEBERMAN, G. (1976). Two Ways to Measure Foreign Exchange Risk. *Euromoney*, June.
- LITAER, B. A. (1970). Managing Risks in Foreign Exchange. *Harvard Business Review*, March—April.
- LITAER, B. A. (1971). *Financial Management of Foreign Exchange. An Operational Technique to Reduce Risk*. Cambridge, Massachusetts.
- LUNDH, J.-G. (1976). Skydd mot växelkursförfluster. *Ekonomisk revy*, Nr 9.
- MAKIN, J. H. (1978). Portfolio Theory and the Problem of Foreign Exchange Risk. *Journal of Finance*, May.

- Management of Foreign Exchange Risks (1977). Speaker's papers. Dorchester Hotel, 26—27 May. Moniste.
- MARCH, J. G. — SIMON, H. A. (1958). Organizations. New York.
- MARKOWITZ, H. (1959). Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments. New York.
- MATTLIN, E. (1976). How Corporations Are Playing the Currency Game. Institutional Investor, May.
- MAYRZEDT, H. — PLATEN, O. von (1975). Verhaltensweisen schweizerischer Unternehmen gegenüber der Wechselkursentwicklung im Jahre 1974. Aussenwirtschaft, Juni.
- Morgan Guaranty Trust Co (1971). Developments in International Monetary Management. World Financial Markets, July 24.
- MYRDAL, G. (1968). Objektivitetsproblemet i samhällsforskningen. Uddevalla.
- NARS, K. (1972). Terminiikaupan suosio viejien parissa kasvanut. Kauppapolittisia tiedotuksia, n:o 10.
- NARS, K. (1973). Valuutat ja markka ristitulessa. Unitas n:o 4.
- NARS, K. (1974). Valuuttariskeiltä suojautuminen. Esitelmä Konttoriteknikka -74:ssä 8.10.1974. Julkaisematon.
- NARS, K. (1976). Markan ulkoisen arvon määräytymisestä. Kansallis-Osake-Pankki. Taloudellinen katsaus n:o 2.
- NORGREN, C. — UGGLA, C. (1976). Företagens internationella finansiering. Lund.
- OFFICER, L. H. (1976). The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article. International Monetary Fund, Staff Papers, March.
- OKSANEN, H. (1978). Devalvaatio-odotukset ja valuuttojen termiinimarkkinat Suomessa. Työväen taloudellinen tutkimuslaitos. Tutkimuksia 6.
- Operating in a Floating Rate World (1976). Business International Corporation. February.
- POEL, van de, J. H. R. — TEMPELAAR, F. M. (1978). Methodology of Science and the Theory of Corporate Finance. Paper presented at the 5th Annual Conference of the European Finance Association, September. Bergamo. Moniste.
- PRINDL, A. R. (1976). Foreign Exchange Risk. Bath.
- PURO, I. (1978). The Amendment of the Currency Act. Bank of Finland Monthly Bulletin, No. 2.
- RECKWEG, K. (red.) (1975). Virksomheden og valutaproblemerne. Kööpenhamina.
- REINIKAINEN, V. (1976). Valuuttakurssien ostovoimapariteettiteoria ja Suomen valuuttapolitiikan arvostelu. Liiketaloudellinen aikakauskirja, vol. 25, n:o 3.
- RIEHL, H. — RODRIGUEZ, R. M. (1977). Foreign Exchange Markets. A Guide to Foreign Currency Operations. New York.
- RODRIGUEZ, R. M. — CARTER, E. E. (1976). International Financial Management. Englewood Cliffs, N.J.
- ROLFE, S. E. — BURTLÉ, J. L. (1975). The Great Wheel: the World Monetary System. A Reinterpretation. New York.
- ROLL, R. — SOLNIK, B. H. (1975). A Pure Foreign Exchange Asset Pricing Model. Paper presented at Helsinki Conference on Monetary Mechanisms in Open Economies, August. Moniste.
- ROPER, D. E. (1975). The Role of Expected Value Analysis for Speculative Decisions in the Forward Currency Market. Quarterly Journal of Economics, No. 1.
- ROSENGREN, B. (1975). Valutareglering och nationell ekonomisk politik. En studie med anknytning till svenska erfarenheter åren 1959—73. Göteborgs universitet, memorandum nr 46. Moniste.
- ROSENWALD, R. R. (1976). How to Use the Various Definitions of Exposure. Euro-money, December.
- ROY, A. D. (1952). Safety First and the Holding of Assets. Econometrica, July.
- RUUHELA, R. (1972). Yrityksen kasvu ja kannattavuus. Acta academiae oeconomicae Helsingiensis. Series A: 8.
- SALMI, K. (1977). Vientiyrityksen lyhyen ajan rahoituspäätökset: toimintaympäristö, mukautuskeinot ja sopeutusajat sekä näiden kustannukset. Laudatur-tutkielma. Helsingin kauppakorkeakoulu.
- SALMI, T. (1978). Translation Gain and Loss Computations in Financial Accounting. Liiketaloudellinen aikakauskirja, vol. 27, n:o 2.
- SCHARRER, H.-E. — GEHRMANN, D. — WETTER, W. (1978). Währungsrisiko und Währungsverhalten deutscher Unternehmen im Aussenhandel. Hampuri.

- SCHMIDT, R. H. (1978). Methodological Aspects of Financial Economics. Paper presented at the 5th Annual Meeting of the European Finance Association, Bergamo. September. Moniste.
- Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Marktforschung an der Hochschule St. Gallen. (1975). Abdeckung der Wechselkursrisiken beim Aussenhandelsgeschäft. Zürich.
- SHAPIRO, A. C. — RUTENBERG, D. P. (1974). When to Hedge against Devaluation. *Management Science*, August.
- SHARPE, W. F. (1978). *Investments*. Englewood Cliffs, N.J.
- SHWAYDER, K. R. (1972). Accounting for Exchange Rate Fluctuations. *Accounting Review*, No. 4.
- SIEGEL, J. J. (1972). Risk, Interest Rates and the Forward Exchange. *Quarterly Journal of Economics*, No. 2.
- SIEGEL, S. (1956). *Nonparametric Statistics for the Behavioral Sciences*. Tokio.
- SIHTO, M. (1973). Valuuttakurssien muutokset tilinpäätöksessä ja verotuksessa. Tilinpäätäjän päivä n:o 22. Tehokkaan tuotannon tutkimussäätiö. Moniste.
- SIMON, H. A. (1970). *Administrative Behavior. A Study of Decision Making Process in Administrative Organization*. New York.
- SLIFER, D. K. (1976). The Export Financing Company as a Vehicle for Currency Risk and Financial Management. *Euromoney*, July.
- SOLNIK, B. (1978). International Parity Conditions and Exchange Risk. *Journal of Banking and Finance*, No. 2.
- SOLOW, R. M. (1973). Some Implications of Alternative Criteria for the Firm. Teoksessa MARRIS, R. M. — WOOD, A. (ed.) *The Corporate Economy. Growth, Competition, and Innovative Power*. Lontoo.
- STERN, J. L. (1962). *The Nature and Efficiency of the Foreign Exchange Market. Essays in International Finance*. Princeton University, Princeton, N.J., U.S.A., No. 40, October.
- STERN, R. M. (1973). *The Balance of Payments. Theory and Economic Policy*. Chicago.
- SWEDNER, H. (1965). *Sociologisk Metod. Andra upplagan*. Lund.
- SÖDERSTEN, B. (1978). *Internationell ekonomi*. Tukholma.
- TAIVALAHO, T. (1977). Viennin maksuajat ja rahoitus. Suomen Pankin kansantalouden osasto. Keskustelualoitteita (Moniste). Maaliskuu.
- TALOLA, H. (1976). Valuuttojen kurssiriskeiltä suojautuminen. *Kansallis-Osake-Pankki, Kuukausikatsaus n:o 4*.
- TALOLA, H. (1978). Valuuttojen termiinimarkkinat Suomessa vuonna 1978. *Kansallis-Osake-Pankki. Taloudellinen katsaus n:o 4*.
- TANSKANEN, A. (1974). Lyhytaikaiset pääomaliikkeet ja valuuttamarkkinoiden dynamiikka. Tampereen yliopisto. *Kansantaloustieteen laitoksen julkaisuja. Sarja A: n:o 4*. Tampere.
- TANSKANEN, A. (1977). Dollarin termiinimarkkinat Suomessa 1973—76. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. *Monistettuja tutkimuksia, C 11*. Lokakuu.
- TIKKA, K. S. (1977). Elinkeinoelämän muutokset: fuusio, ulkomailta hankitut tavarat, indeksi- ja kurssitappiot. Vero-opintopäivät. Moniste.
- Tilastomatematiikka ohjelmisto HYLPS. Helsingin yliopiston päivitettävä käsikirja.
- TSIANG, S. C. (1959). *The Theory of Forward Exchange and Effects of Government Intervention of the Forward Exchange Market*. IMF Staff Papers, April.
- TSIANG, S. C. (1959). *Fluctuating Exchange Rates in Countries with Relatively Stable Economics. Some European Experiences after World War I*. IMF Staff Papers, October.
- UGGLA, C. (1971). Valutaproblem och valutapositioner i exportföretag och importföretag. Försök till mikroekonomisk begreppsbildning. Tukholma.
- WARIS, K. (1977). *Markkakin on valuutta*. Helsinki.
- VASAMA, P.-M. — VARTIA, Y. (1972). *Johdatus tilastotieteeseen. Osa 1*. Helsinki.
- VESANEN, T. (1973). *Finanssiorgaaneista ja markan kansainvälisestä perusravosta*. Helsinki.
- WHEELWRIGHT, S. C. (1975). Applying Decision Theory to Improve Corporate Management of Currency-Exchange Risks. *California Management Review*. Vol. 17, No. 4.
- WITTGEN, R. (1975). *Währungsrisiko und Devisenkurssicherung*. Frankfurt am Main.

- WOOD, G. E. — CARSE, S. (1976). Financing Practices in British Foreign Trade. Euromoney, September.
- YEAGER, L. B. (1976). International Monetary Relations: Theory, History and Policy. Toinen painos. New York.
- ZIEMBA, W. T. — VICKSON, R. G. (ed.) (1975). Stochastic Optimization Models in Finance. New York.

SYMBOLILUETTELO

E_a	= avistakurssi
E_f	= termiinikurssi
M	= tuonti
T	= liikevaihto
X	= vienti
K_p	= havaittu kurssivoitto (määritelmä luvussa 72)
K_n	= havaittu kurssitappio
K_o	= havaittu nettovaluuttatulos
K_p^x	= kurssivoitto, vienti
K_n^x	= kurssitappio, vienti
K_o^x	= nettovaluuttatulos, vienti
K_p^{cs}	= kurssivoitto, lyhytaikaiset valuuttasaamiset
K_n^{cs}	= kurssitappio, lyhytaikaiset valuuttasaamiset
K_o^{cs}	= nettovaluuttatulos, lyhytaikaiset valuuttasaamiset
K_p^{ds}	= kurssivoitto, lyhytaikaiset valuuttavelat
K_n^{ds}	= kurssitappio, lyhytaikaiset valuuttavelat
K_o^{ds}	= nettovaluuttatulos, lyhytaikaiset valuuttavelat
K_p^{cl}	= kurssivoitto, pitkäaikaiset valuuttasaamiset
K_n^{cl}	= kurssitappio, pitkäaikaiset valuuttasaamiset
K_o^{cl}	= nettovaluuttatulos, pitkäaikaiset valuuttasaamiset
K_p^{dl}	= kurssivoitto, pitkäaikaiset valuuttavelat
K_n^{dl}	= kurssitappio, pitkäaikaiset valuuttavelat
K_o^{dl}	= nettovaluuttatulos, pitkäaikaiset valuuttavelat
K_p^m	= kurssivoitto, tuonti
K_n^m	= kurssitappio, tuonti
K_o^m	= nettovaluuttatulos, tuonti
K_p^h	= kurssivoitto, valuuttalainojen lyhennykset
K_n^h	= kurssitappio, valuuttalainojen lyhennykset
K_o^h	= nettovaluuttatulos, valuuttalainojen lyhennykset
K_p^b	= kurssivoitto, valuuttatalletukset
K_n^b	= kurssitappio, valuuttatalletukset
K_o^b	= nettovaluuttatulos, valuuttatalletukset
K_p^z	= kurssivoitot, muut
K_n^z	= kurssitappiot, muut

K_0^z	=	nettovaluuttatulos, muut erät
C^s	=	valuuttasaamiset, lyhytaikaiset
C^l	=	valuuttasaamiset, pitkäaikaiset
C	=	valuuttasaamiset, yhteensä
D^s	=	valuuttavelat, lyhytaikaiset
D^l	=	valuuttavelat, pitkäaikaiset
D	=	valuuttavelat, yhteensä
F_m	=	terminivaluutan ostot
F_x	=	terminivaluutan myynnit
Q_1	=	valuutta-aseman seurannan taso (asteikko 1—3)
Q_2	=	ajankäyttö valuuttastrategisiin kysymyksiin (asteikko 1—3)
Q_3	=	valuuttastrategisten keinojen käyttöiheys (asteikko 1—5)
Q_4	=	valuuttakurssiseurannan taso (asteikko 1—3)
L	=	maksuvalmius (quick ratio)
R	=	korkotaso, kotimainen
R_u	=	korkotaso, ulkomainen
ρ	=	$R_u - R$
Y, y	=	tuotto
Ω	=	suojautumiskustannukset
σ	=	riski (keskihajonta)
yläviitta —	=	keskiarvo
—, —	~	odotettu arvo
—, —	^	estimoitu arvo
—, —	*	toteutunut arvo
alaviitta i	=	viittaa yritykseen
—, — t	=	viittaa ajankohtaan
USD	=	USA:n dollari
GBP	=	Englannin punta
BEF	=	Belgian frangi
DKK	=	Tanskan kruunu
FIM	=	Suomen markka
FRF	=	Ranskan frangi
DEM	=	Saksan liittotasavallan markka
NLG	=	Hollannin florini
NOK	=	Norjan kruunu
SEK	=	Ruotsin kruunu

CHF = Sveitsin frangi
SUR = rupla
OC = muut valuutat
JPY = Japanin jeni
PTE = Portugalin escudo
ATS = Itävallan shillinki
ITL = Italian liira
ESP = Espanjan peseta

Yritys-
ryhmä

- 1 = metsäteollisuus
- 2 = metalliteollisuus
- 3 = uusvientiteollisuus
- 4 = raaka-aineiden ja investointitavaroiden tuonti omaa käyttöä varten
- 5 = kulutustavaroiden tuonti
- 6 = kaupallinen raaka-aineiden ja investointitavaroiden tuonti

Suomen Pankin julkaisuja. Sarja B (ISSN 0357—4776)

(1—31, Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, ISSN 0081—9484)

1. VALTER LINDBERG Suomen kansantulo 1926—1938. 1943. 185 s. Saksankielinen tiivistelmä.
2. MATTI LEPPÖ Der private und der öffentliche Anteil am Volkseinkommen. 1943. 104 s.
3. T. JUNNILA Omaisuusvero vakautetun tulon lisäverotuksen toteuttajana. 1945. 183 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
4. MIKKO TAMMINEN Suomen kaupunkien asuntotuotannon vaihtelut ja niiden syyt itsenäisyyden aikana. 1945. 281 s.+liite. Englanninkielinen tiivistelmä.
5. T. JUNNILA — G. MODEEN Fyysillisten henkilöiden verorasitus Suomessa vuosina 1938 ja 1945. 1945. 82 s.
6. HEIKKI VALVANNE Yhteisöjen verotus Suomessa vuosina 1938—1945. 1947. 105 s.
7. YNGVAR HEIKEL Industrins utveckling i Finland åren 1937—1944, en undersökning på basen av företagens bokslutssiffror. 1947. 158 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
8. T. JUNNILA Inflaatio. Ensimmäinen osa. Inflaatioiden esiintyminen ja niiden rahanarvototeoreettinen selitys. Suomen inflaatio vuosina 1939—1946. 1947. 304 s.
9. MIKKO TAMMINEN Valuuttakurssit ja valuuttapolitiikka. I osa. 1948. 218 s.
10. HEIKKI VALVANNE Valtion tulot ja menot sekä kassaliike. Ehdotus tutkimusmenetelmäksi ja tämän sovellutus vuosiin 1945—1947. 1949. 117 s.
11. K. O. ALHO Suomen uudenaikaisen teollisuuden synty ja kehitys 1860—1914. 1949. 240 s.
12. REINO ROSSI Suomen Pankin korkopolitiikka vuosina 1914—1938. 1951. 327 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
13. HEIMER BJÖRKQVIST Guldmyntfotens införande i Finland åren 1877—1878. 1953. 478 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
14. OLE BÄCKMAN Sidotusta maksuliikkeestä Suomen ulkomaankaupassa. 1954. 92 s.
15. NILS MEINANDER Ränteeffekten. En studie över räntans roll i moderna samhällen. 1955. 310 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
16. VEIKKO HALME Vienti Suomen suhdannetekijänä vuosina 1870—1939. 1955. 365 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
17. REINO ROSSI Suomen luottojärjestelmä ja rahalaitosten luotonantokyky. 1956. 191 s.
18. HEIKKI VALVANNE Budjettierotus budjettipolitiikan makrotaloudellisessa teoriassa. 1956. 194 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
19. HEIMER BJÖRKQVIST Priserörelser och penningvärde i Finland under guldmyntfotsperioden 1878—1913. En struktur- och konjunkturanalys. 1958. XII+391 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
20. J. J. PAUNIO Tutkimus avoimen inflaation teoriasta. 1959. 154 s. Englanninkielinen tiivistelmä. Englanninkielinen laitos: A Study in the Theory of Open Inflation. 1961. 143 s.
21. AHTI KARJALAINEN Suomen Pankin rahapolitiikan ja valtion talouden väliset suhteet vuosina 1811—1953 lähinnä likviditeettianalyysin valossa. 1959. 183 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
22. PENTTI VIITA Suomen maatalouden ja teollisuuden tuotantokustannushinnat verrattuna kansainvälisen kaupan hintoihin vuosina 1953—1958. 1959. 155 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
23. JAAKKO LASSILA Kansantalouden kirjanpito. 1960. 92 s.

24. TIMO HELELÄ Tutkimus teollisuustyöntekijöiden palkkojen muutoksista ja niihin vaikuttavista tekijöistä. 1963. 186 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
25. JAAKKO LASSILA Rahalaitosten käyttäytymisestä ja luottoekspansioista yksinkertaisilla rahoitusmarkkinoilla. 1966. 172 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
26. LAURI KORPELAINEN Tutkimus kestokulutushyödykkeiden kysynnästä Suomessa vuosina 1948—1964. 1967. 139 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
27. HENRI J. VARTIAINEN Valtion tulojen kasvuun sisältyvä automatiikka sekä verotusperusteiden muutokset Suomessa vuosina 1950—1964. 1968. 216 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
28. PERTTI KUKKONEN Analysis of Seasonal and Other Short-term Variations with Applications to Finnish Economic Time Series. 1968. 136 s.
29. MARKKU PUNTILA Pankkijärjestelmän rahoitusvarannot Suomen taloudellisessa kehityksessä vuosina 1948—1964. 1969. 116 s. Englanninkielinen tiivistelmä.
30. J. J. PAUNIO A Theoretical Analysis of Growth and Cycles. 1969. 80 s.
31. AHTI MOLANDER A Study of Prices, Wages and Employment in Finland, 1957—1966. 1969. 119 s.
32. KARI NARS Företagets valutastrategi. Undersökning av ett urval finska företags beteende under valutaosäkerhet 1970—77. 1979. 214 s. Englanninkielinen tiivistelmä. (ISBN 951-686-054-0.) Suomenkielinen laitos: Yrityksen valuuttastrategia. Tutkimus suomalaisyritysten käyttäytymisestä valuuttaepävarmuuden vallitessa 1970—77. 1980. 172 s. (ISBN 951-686-063-X)
33. SIXTEN KORKMAN Exchange Rate Policy, Employment and External Balance. 1980. 133 s. (ISBN 951-686-057-5)
34. PETER NYBERG Emigration, ekonomisk tillväxt och stabilitet. En teoretisk undersökning kring emigrationens orsaker och effekter på medellång sikt. 1980. 135 s. Englanninkielinen tiivistelmä. (ISBN 951-686-058-3)