

Een strategische benadering van valutarisico

Drs. H.H.J. van Elferen¹

1 Inleiding

Al enkele decennia ondervinden ondernemingen veel problemen als gevolg van fluctuerende wisselkoersen. Ondanks dat veel aandacht wordt besteed aan dit probleem, lijkt de hinder die ondernemingen van valutarisico ondervinden niet te verminderen. In dit artikel wordt een andere benadering van valutarisico gedemonstreerd, dat wil zeggen een benadering die afwijkt van hetgeen in de gangbare literatuur over dit probleem wordt vermeld. Deze benadering beschouwt valutarisico als een strategisch risico voor een onderneming. Dit houdt in dat valutarisico ook op een strategische wijze aangepakt dient te worden. Voordat deze benadering wordt uitgewerkt, zal eerst aandacht worden besteed aan de gangbare literatuur over valutarisico.

2 Valutarisico

Het valutarisico van een onderneming is gedefinieerd als de kans dat de waarde van haar activa, passiva of kasstromen, wanneer uitgedrukt in de munteenheid van het moederland, verandert als wisselkoersen onverwacht wijzigen (Glaum, 1990).

De mate waarin een onderneming is blootgesteld aan valutarisico wordt valuta exposure genoemd.² In de literatuur worden hoofdzakelijk twee groepen van valuta exposure onderscheiden.³ Deze zijn translatie exposure en kasstroom exposure.

Translatie exposure ontstaat wanneer een onderneming een geconsolideerde jaarrekening moet opstellen. Dit houdt in dat de jaarrekeningen van haar buitenlandse dochterondernemingen moeten worden omgezet van de betreffende buitenlandse valuta naar de munteenheid waarin de geconsolideerde jaarrekening wordt opgesteld

(transleren). Een tweede reden voor translatie is de behoefte van de moederonderneming om de resultaten van de individuele dochterondernemingen op vergelijkbare wijze te beoordelen. Deze beoordeling is eenvoudiger wanneer alle afzonderlijke jaarrekeningen in eenzelfde munteenheid luiden.

Er bestaan verschillende methoden om translatie toe te passen. Het voert echter te ver om deze methoden afzonderlijk in dit artikel te bespreken. Hiervoor wordt verwezen naar de betreffende literatuur die handelt over translatie exposure.⁴

De belangrijkste methode om translatie exposure te beheersen is de 'balance sheet hedge'. Volgens deze methode moet op de balans van een onderneming de omvang van de activa en de passiva luidend in een vreemde valuta aan elkaar gelijk zijn. Op het moment dat dit het geval is, zal de omvang van het translatie exposure nul zijn en is het valutarisico nihil.⁵

De tweede groep van valuta exposure is kasstroom exposure. Dit wordt gedefinieerd als een verandering in de waarde van verwachte toekomstige kasstromen als gevolg van veranderingen in wisselkoersen.⁶ Er zijn twee soorten kasstroom exposure: transactie exposure en economisch exposure. Transactie exposure ontstaat als een onderneming transacties aangaat die luiden in een buitenlandse munteenheid en die

Drs. H.H.J. van Elferen is afgestudeerd aan de Katholieke Universiteit Brabant waar hij bedrijfseconomie heeft gestudeerd. Voor zijn afstudeerscriptie heeft hij empirisch onderzoek verricht naar het gedrag van multinationale ondernemingen met betrekking tot het management van valutarisico.

op een vastgesteld tijdstip in de toekomst zullen worden verrekend.⁷ Op het moment dat de transactie wordt aangegaan is nog onbekend wat de wisselkoers zal zijn op het moment dat deze transactie wordt verrekend. Gedurende de periode tussen het afsluiten en het verrekenen van een transactie bestaat dus onzekerheid over de waarde van de transactie wanneer deze wordt uitgedrukt in de munteenheid van de betreffende onderneming.

Economisch exposure wordt gedefinieerd als de mate waarin onverwachte wisselkoersveranderingen de verwachte toekomstige kasstromen kunnen beïnvloeden. Dit lijkt op de omschrijving van transactie exposure. Echter, het verschil met transactie exposure is dat in het geval van economisch exposure de waarde van de kasstroom onbekend is wanneer uitgedrukt in de munteenheid van de onderneming en wanneer uitgedrukt in een bepaalde vreemde valuta. Economisch exposure impliceert dat veranderingen in wisselkoersen invloed hebben op de concurrentiepositie van een onderneming. Het kan zijn dat als gevolg van een wisselkoerswijziging ondernemingen uit een bepaald land aantrekkelijker worden voor een buitenlandse afnemer, doordat deze wisselkoerswijziging de prijzen van de producten van deze ondernemingen, wanneer omgerekend in de valuta van het moederland van de afnemer, verlaagt. Dit kan betekenen dat de vraag naar producten van deze ondernemingen toeneemt, terwijl de vraag naar producten van ondernemingen uit landen die te lijden hebben onder de wisselkoerswijziging, kan dalen. Op deze wijze kunnen wisselkoersveranderingen de concurrentiepositie wijzigen en de omvang van kasstromen van ondernemingen beïnvloeden.

In de literatuur worden over het algemeen twee manieren beschreven om kasstroom exposure te beheersen. Deze twee manieren zijn externe hedging en interne hedging.⁸ Wanneer een onderneming gebruik maakt van externe hedging neemt ze posities in op financiële markten, in het bijzonder op markten voor derivaten. Derivaten zijn financiële producten waarvan de waarde afhankelijk is van de waarde van een onderliggend financieel product, bijvoorbeeld een buitenlandse valuta. Voor het beheersen van kasstroom exposure wordt met name gebruik gemaakt van forwards, futures, swaps en opties.

Als een onderneming gebruik maakt van interne hedging voor het beheersen van haar

kasstroom exposure tracht ze deze exposure te verminderen door middel van aanpassingen van het beleid dat ze voert. Deze aanpassingen hebben met name betrekking op twee gebieden waarin een onderneming actief is, namelijk operationeel gebied en marketing.

3 Kritiek op de gangbare literatuur

In paragraaf 2 van dit artikel is een globale beschrijving gegeven van de gangbare literatuur op het gebied van valutarisico. In deze paragraaf zullen enkele van de bovengenoemde zaken worden bekritiseerd.

Een eerste punt van kritiek heeft betrekking op het concept van translatie exposure. Dit concept krijgt overdreven veel aandacht. Wanneer men het over valutarisico heeft, doelt men vaak alleen op translatie exposure. Ondanks deze aandacht heeft translatie exposure niet veel te maken met valutarisico. In principe is translatie exposure slechts een boekhoudkundig concept. De andere twee exposure concepten tonen aan dat de invloed van valutarisico verder reikt dan de posten van de balans. Een tweede reden waarom de aandacht voor het concept van translatie exposure overdreven is, wordt gevormd door de afhankelijkheid van de omvang van deze exposure van de toegepaste translatie methode. Elke methode leidt tot een andere omvang van het translatie exposure. Ten derde handelt dit concept alleen over boekwaarden en niet over marktwaarden. Marktwaarden zijn over het algemeen veel belangrijker voor de besluitvorming binnen ondernemingen, met name wanneer een onderneming de maximalisatie van haar marktwaarde als hoofddoel hanteert. Als het management van een onderneming het concept van translatie exposure als uitgangspunt neemt, bestaat de kans dat beslissingen worden genomen die de onderneming kunnen schaden.

In de bovenstaande paragraaf is ook aandacht besteed aan de wijzen waarop ondernemingen hun valuta exposures kunnen beheersen. De literatuur besteedt met name aandacht aan het beheersen van valuta exposure met behulp van externe hedging middelen. Alhoewel externe hedging in de praktijk veel wordt toegepast, is deze overmatige aandacht niet geheel terecht. Externe hedging middelen zijn hoofdzakelijk geschikt voor het beheersen van korte termijn kasstroom exposure. Ze worden over het algemeen gekenmerkt door een relatief korte termijn waarbinnen ze uitgeoefend kunnen (valuta

opties) of moeten (valuta forwards, valuta futures en valuta swaps) worden. Dit betekent dat externe hedging uitermate geschikt is voor de beheersing van transactie exposure, aangezien dit type kasstroom exposure over het algemeen ook wordt gekenmerkt door een relatief korte levensduur. Bovendien kent transactie exposure, net als de meeste externe hedging middelen, een vastgesteld tijdstip waarop de transactie moet worden verrekend, de zogenaamde 'settlement date'. Externe hedging middelen zijn minder geschikt voor het beheersen van economisch exposure dat wordt gekenmerkt door een onbekende 'settlement date'. Bovendien kent economisch exposure meestal een langere levensduur dan transactie exposure.

De grote aandacht in de literatuur voor zowel translatie exposure als voor het toepassen van externe hedging heeft als gevolg dat relatief weinig aandacht wordt besteed aan economisch exposure. Dit lijkt paradoxaal, aangezien in het bovenstaande is betoogd dat de invloed van fluctuaties van wisselkoersen in het geval van economisch exposure verder reikt dan bij de andere exposure concepten.

4 Een strategische benadering van valutarisico

Om tegemoet te komen aan de kritiek op de gangbare literatuur zal het probleem valutarisico op een andere wijze benaderd moeten worden. Wanneer een onderneming het maximaliseren van haar marktwaarde als doel heeft, dan wordt de blootstelling aan valutarisico het best uitgedrukt door het concept van kasstroom exposure.⁹ Volgens dit concept beïnvloeden veranderingen in wisselkoersen de verwachte toekomstige kasstromen. Deze kasstromen vormen één van de determinanten van de marktwaarde van een onderneming. Derhalve leiden fluctuaties in wisselkoersen tot wijzigingen in de marktwaarde van een onderneming.

Er kan worden gesteld dat valutarisico moet worden opgevat als een strategisch risico, dat wil zeggen dat valutarisico de strategie van een onderneming beïnvloedt. Een strategie kan worden gedefinieerd als een lange-termijnplan inzake de functie van een organisatie in de samenleving, waarin de organisatie aangeeft welke doelstellingen ze wil bereiken, met welke middelen en langs welke wegen (Douma, 1993). Een strategie handelt dus over het behalen van doelen. Aange-

zien valutarisico het doel van een onderneming, zijnde het maximaliseren van haar marktwaarde, beïnvloedt, heeft het gevolgen voor de ondernemingsstrategie en is het dus een strategisch risico.

Het resterende deel van dit artikel zal een mogelijke strategische benadering van valutarisico beschrijven. Er zal een model worden gedemonstreerd dat hoofdzakelijk van toepassing is op grote ondernemingen die dochterondernemingen hebben in verschillende landen.¹⁰

5 Een model voor het strategisch benaderen van valutarisico

Het model is opgebouwd uit vier fasen die sequentieel door de onderneming doorlopen moeten worden. Deze fasen worden genoemd in tabel 1. Vervolgens zal elke fase worden toelicht.¹¹

Tabel 1 - Fasen van het model

I	Erkenning door de gehele onderneming dat valutarisico een strategisch risico is.
II	Bepaling van de bronnen en de omvang van het exposure van valutarisico.
III	Bepaling van de management-benadering met betrekking tot het beheersen van valutarisico.
IV	Bepaling van de taakverdeling met betrekking tot het beheersen van valutarisico.

Case I: Erkenning door de gehele onderneming dat valutarisico een strategisch risico is

De belangrijkste voorwaarde voor de werking van het model is de erkenning dat valutarisico een strategisch risico is door die delen van de onderneming die op enigerlei wijze door valutarisico worden beïnvloed. Bovendien zal in de volgende fasen worden gedemonstreerd dat deze onderdelen ook allemaal moeten meewerken om de blootstelling aan valutarisico te verminderen. Dit zal pas optimaal kunnen gebeuren als al deze onderdelen eenzelfde opvatting hebben over de aard van dit risico. Voordat dus daadwerkelijk kan worden begonnen met een gerichte aanpak van valutarisico moet eerst een gelijke conceptie van dit probleem binnen de onderneming worden gecreëerd.

Fase II: Bepaling van de bronnen en de omvang van het exposure van valutarisico

In het bovenstaande is gesteld dat de mate waarin een onderneming is blootgesteld aan valutarisico het best wordt uitgedrukt door het concept van kasstroom exposure. Om de omvang van dit type exposure te bepalen, moet een onderscheid worden gemaakt tussen transactie exposure en economisch exposure. De omvang van het transactie exposure volgt uit de waarde van de financiële verplichtingen die luiden in een andere munteenheid dan de munteenheid die wordt toegepast door de onderneming. Aangezien deze waarde al bekend is, is de omvang van het transactie exposure eenvoudig vast te stellen.

De omvang van het economisch exposure is moeilijker te bepalen. In het geval van dit type kasstroom exposure is de waarde van de toekomstige kasstromen onzeker voor zowel de eigen als de vreemde munteenheid. Allereerst zal moeten worden onderzocht op welke wijze de onderneming is blootgesteld aan valutarisico. Dit betekent dat de bronnen van het economisch exposure voor elke afzonderlijke munteenheid waarmee de onderneming te maken heeft, in kaart moeten worden gebracht. Dit vergroot niet alleen het inzicht in de omvang en de aard van het economisch exposure met betrekking tot iedere munteenheid, maar het helpt ook bij de bepaling van de aanpak om het valutarisico te reduceren.

Fluctuaties van wisselkoersen beïnvloeden de omvang van de verwachte toekomstige kasstromen. Deze kasstromen zijn het resultaat van het verschil tussen de kasinstromen en de kasuitstromen. Om de bronnen van economisch exposure te kunnen bepalen, zullen deze beide elementen nader moeten worden onderzocht.

De kasinstromen van een onderneming worden voornamelijk gevormd door de opbrengsten van de verkopen, ofwel de omzet. Deze is op zijn beurt samengesteld uit de hoeveelheid verkochte producten en de respectievelijke verkoopprijzen. In het voorgaande is al gedemonstreerd dat wisselkoersveranderingen kunnen leiden tot wijzigingen in de vraag en dus tot wijzigingen in de hoeveelheid verkochte producten. Dit kan de onderneming ertoe dwingen haar verkoopprijzen aan te passen om zodoende de vraag weer te beïnvloeden. Een onderneming kan haar verkoopprijzen ook aanpas-

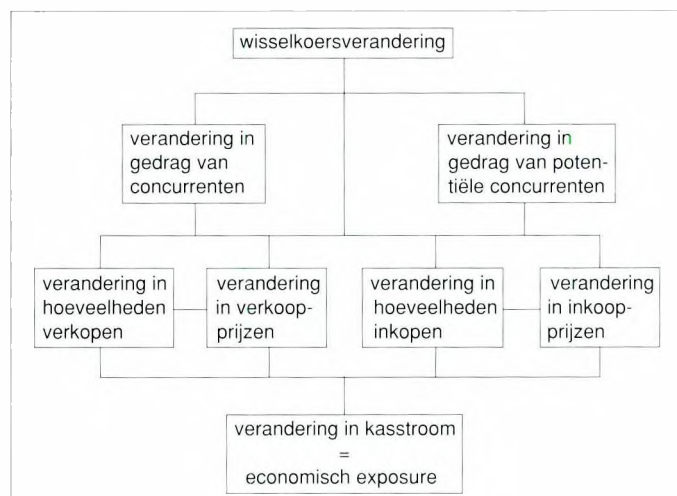
sen aan een wisselkoersverandering zonder dat een wijziging van de vraag heeft plaatsgevonden. In welke mate dit gebeurt, hangt af van het prijsbeleid dat door een onderneming wordt gevoerd. Deze prijsverandering kan dan op haar beurt weer leiden tot veranderingen in de vraag naar de producten van de onderneming. Resume-rend kan worden gesteld dat een wisselkoersverandering invloed heeft op de hoeveelheid verkochte producten en op de verkoopprijzen. Daarnaast kan er ook sprake zijn van wederzijdse beïnvloeding van prijs en hoeveelheid.

De kasuitstromen van een onderneming bestaan hoofdzakelijk uit de kosten van de productiefactoren (grond- en hulpstoffen, arbeid en kapitaal) die dienen als input voor de productie. Over het algemeen zal een onderneming deze inputs betrekken uit verschillende landen. Een wisselkoersverandering kan een onderneming aanzetten tot het verplaatsen van de vraag naar bepaalde inputs naar een ander land dat als gevolg van deze wisselkoersverandering voordeliger is geworden. Het is ook mogelijk dat een wisselkoersverandering door de aanbieder van bepaalde inputs wordt doorberekend in de prijs voor deze inputs. Dit kan dan weer leiden tot een verandering van de vraag naar deze inputs door de afnemende onderneming. Net als bij kasinstromen heeft bij kasuitstromen een wisselkoersverandering invloed op de hoeveelheid en op de prijs van producten. Bovendien is hier ook sprake van onderlinge beïnvloeding van beide.

Naast een analyse van de samenstelling van kasinstromen en kasuitstromen moet ook worden gekeken naar het gedrag van concurrenten van de onderneming. Deze worden ook beïnvloed door fluctuaties van wisselkoersen. De reacties van concurrenten kunnen vervolgens invloed hebben op de kasinstromen en de kasuitstromen van de betreffende onderneming. Bovendien kunnen wisselkoersveranderingen kansen creëren voor tot dan toe potentiële concurrenten. Een verandering van wisselkoersen kan zodanig positieve gevolgen hebben voor deze ondernemingen dat ze aanleiding geeft om de markt te betreden waarin de betreffende onderneming actief is. Derhalve is het noodzakelijk dat deze potentiële concurrenten ook in kaart worden gebracht.

De relaties tussen de verschillende determinanten van het economisch exposure worden samengevat in figuur 1.

Figuur 1: Determinanten van het economisch exposure



Uit figuur 1 kan worden geconcludeerd dat de uiteindelijke bronnen van economisch exposure gevormd worden door de hoeveelheid verkochte producten, de verkoopprijzen, de hoeveelheid ingekochte producten en de inkoop-prijzen.

Om de omvang van het economisch exposure te kunnen bepalen, zullen de effecten van wisselkoersveranderingen op deze vier bronnen moeten worden vastgesteld. Eveneens zal de onderlinge beïnvloeding tussen deze determinanten moeten worden bepaald. Voor dit doel kan gebruik worden gemaakt van prijselasticiteiten. Daarnaast moet een grondige analyse worden uitgevoerd naar het te verwachten reactiepatroon op wisselkoersveranderingen van huidige en potentiële concurrenten.

Fase III: Bepaling van de managementbenadering met betrekking tot het beheersen van valutarisico

Als de omvang van het exposure is vastgesteld, kan bepaald worden op welke wijze het valutarisico beheerst moet worden. Het ligt voor de hand dat wanneer valutarisico wordt opgevat als een strategisch risico, het hoofdzakelijk zal moeten worden beheerst met behulp van strategisch management. Met betrekking tot het beheersen van kasstroom exposure kan een onderneming zich twee doelen stellen. Het eerste doel is een permanente reductie van het economisch exposure. Het tweede doel is het verminderen van korte termijn exposures, ofwel transactie exposures. Beide doelstellingen zullen worden toegelicht.

1 Permanente reductie van economisch exposure

De invloed van valutarisico moet in de eerste plaats worden meegenomen wanneer een onderneming van plan is om een nieuwe buitenlandse markt te betreden. De onderneming moet een inschatting maken van de fluctuaties van de munteenheid van deze buitenlandse markt ten opzichte van de eigen munteenheid. Dit kan ze bijvoorbeeld doen door het historische gedrag van deze wisselkoers te bestuderen. Natuurlijk kan de beslissing om een nieuwe buitenlandse markt te betreden gebaseerd zijn op verschillende en uiteenlopende redenen, maar het verdient aanbeveling om ook een inschatting te maken van het valutarisico alvorens een definitief besluit te nemen.

Van groter belang is de reductie van de economische exposures van die valuta's waarmee een onderneming al te maken heeft. Hiervoor moet ze zich richten op de vier determinanten van de veranderingen van de kasstromen, zijnde de hoeveelheid verkopen, de verkoopprijzen, de hoeveelheid inkopen en de inkoop-prijzen. De aandacht moet zich met name richten op die determinanten die het meest bijdragen aan de omvang van de verandering van de kasstroom. Om te komen tot een permanente reductie van economisch exposure zal een onderneming gebruik moeten maken van strategisch management. Glaum (1990) beschrijft een aantal middelen die kunnen worden gebruikt voor strategisch management. Deze zijn de keuze voor bepaalde producten, de keuze voor bepaalde markten, de keuze voor bepaalde inputs, de locatiekeuze, het prijsbeleid, het marketing beleid en de financieringsstrategie. In paragraaf 2 is interne hedging gedefinieerd als de beheersing van kasstroom exposure door middel van aanpassingen van het beleid dat door een onderneming wordt gevoerd. De door Glaum beschreven middelen voor strategisch management kunnen worden opgevat als middelen die een onderneming kan inzetten om haar beleid te veranderen. Derhalve kan worden gesteld dat voor een strategische benadering van economisch exposure interne hedging kan worden toegepast.

In paragraaf 2 is tevens vermeld dat interne hedging met name betrekking heeft op twee gebieden, namelijk operationeel gebied en marketing. In principe kan elk van deze gebieden worden toegepast op één van de determinanten van de kasstroom. Voor wat betreft het beheersen

van de kasinstromen zijn de beslissingen met betrekking tot het marketingbeleid het meest geschikt. Hierbij gaat het om de beheersing van de omzet van de onderneming. Dit gaat het best door marketing instrumenten zoals prijs en promotie op de juiste wijze in te zetten. Bijvoorbeeld, wanneer een wisselkoersverandering een nadelig effect heeft op de hoeveelheid verkopen, dan kan een onderneming door een verhoging van de promotie-activiteiten (extra reclame, bepaalde acties, etc.) proberen om de verkopen op deze wijze te stimuleren, zodat de kasinstromen niet teveel zullen dalen.

Beslissingen op operationeel gebied zijn geschikt voor de beheersing van de kasuitstromen. Bijvoorbeeld, wanneer een bepaalde productiefactor als gevolg van een wisselkoersverandering te duur wordt om te kopen, dan kan een onderneming besluiten om deze productiefactor in het vervolg zelf te produceren. Wanneer een onderneming een productievestiging heeft in een land dat wordt gekenmerkt door continu fluctuerende wisselkoersen, dan kan besloten worden deze vestiging te verplaatsen naar een ander land waarvoor dit in mindere mate geldt.

2 Reductie van korte termijn exposure

Het tweede doel met betrekking tot het beheersen van kasstroom exposure is het reduceren van het korte termijn exposure, ofwel het transactie exposure. Zoals is beschreven in paragraaf 3 kan dit uitstekend met behulp van het inzetten van externe hedging middelen als forwards, futures, swaps en opties. Welk derivaat uiteindelijk wordt gekozen, hangt af van verschillende factoren. Deze zijn respectievelijk de levensduur van het transactie exposure, de beschikbaarheid van een gewenst product op de financiële markten, de kosten die verband houden met de toepassing van een bepaald derivaat en de kennis van de onderneming met betrekking tot het gebruik van derivaten.

Fase IV: Bepaling van de taakverdeling met betrekking tot het beheersen van valutarisico

In deze laatste fase van dit model moet worden vastgesteld wie binnen de onderneming de bevoegdheid krijgt met betrekking tot de te nemen beslissingen en wie vervolgens wordt belast met de uitvoering. Dit betekent dat de verschillende taken die in het voorgaande zijn genoemd, moeten worden verdeeld tussen enerzijds het hoofdkantoor

en anderzijds de (buitenlandse) dochterondernemingen. Met betrekking tot deze verdeling zijn een aantal uitgangspunten te noemen waaraan een onderneming zich in dit verband moet houden.

In de eerste plaats gaat het erom dat de taken worden toegewezen aan dat onderdeel dat voor die taak het meest capabel is. Leidt dit criterium niet tot een definitieve keuze, dan gaat het erom te bepalen wie de betreffende taken het meest efficiënt kan uitvoeren (Keuning en Eppink, 1985).

Het tweede uitgangspunt heeft betrekking op fase III van het model. In deze fase komen beslissingen en taken aan de orde die al worden gebruikt voor andere doeleinden dan het beheersen van valutarisico. Derhalve ligt het voor de hand dat de betreffende beslissings- en uitvoeringsbevoegdheid blijft waar deze al ligt. Wanneer bepaalde onderdelen van een onderneming worden beperkt in hun autonomie, kunnen ongewenste reacties het gevolg zijn (Brooke, 1984). Een onderdeel kan bijvoorbeeld onwillig worden om zijn medewerking te verlenen aan bepaalde taken. Dit leidt tot belemmeringen in het totale beheersingsproces.

6 Afsluiting

In dit artikel is op basis van de kritiek op de gangbare literatuur over valutarisico voorgesteld om dit probleem op een strategische wijze te benaderen. Als mogelijke aanpak is een model beschreven dat in vier fasen een strategische benadering van valutarisico demonstreert. Het model heeft als uitgangspunt dat een onderneming als doelstelling het maximaliseren van haar marktwaarde hanteert. Daarnaast is het model voornamelijk van toepassing op ondernemingen met dochterondernemingen in verschillende landen.

Ten opzichte van de gangbare benadering zijn een aantal voordelen toe te schrijven aan dit model. Omdat de aandacht is gericht op de bronnen van de blootstelling aan valutarisico wordt het mogelijk om dit risico grondig aan te pakken. Wanneer een onderneming uitsluitend gebruik maakt van externe hedging om valutarisico te beheersen, keert het probleem steeds weer terug als het toegepaste derivaat is geëxpireerd. Bovendien wordt in dit model externe hedging alleen toegepast wanneer dat relevant is. Dit voorkomt dat een onderneming grote verliezen zal leiden als

gevolg van onkundige toepassing van derivaten. Tenslotte maakt het model gebruik van kennis en technieken die in veel gevallen al voor andere doeleinden worden toegepast.

Moffett, M.H. en J.K. Karlsen, (1994), Managing Foreign Exchange Rate Economic Exposure, in: *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 5, no. 2, p. 157-175.

Nobes, C. en R. Parker, (1991), *Comparative International Accounting*, Prentice Hall, Hemel Hempstead.

Weston, J. Fred en Thomas E. Copeland (1989), *Managerial Finance*, The Dryden Press, Orlando.

LITERATUUR

- Brooke, M.Z., (1984), *Centralization and Autonomy - A Study in Organizational Behaviour*, Holt, Rhinehart and Winston Ltd., Eastbourne.
- Cornell, B. en A.C. Shapiro, (1988), Managing Foreign Exchange Risk, in: J.M. Stern en D.H. Chew, Jr., eds., *New Developments in International Finance*, p. 44-59, Basil Blackwell.
- Douma, S., (1993), *Ondernemingsstrategie*, Kluwer Bedrijfs-wetenschappen, Deventer.
- Duffhues, P.J.W., J.G. Groeneveld, J. van der Hilst, et.al., (1993), *Financiële Instrumenten - Moderne Vormen van Financiering en Risicobeheersing*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer.
- Duffhues, P.J.W., (1991), Financial Engineering: Beheersing van Financiële Risico's met behulp van Financiële Instrumenten, in: *Vera Studiereeks, Actualiteiten in Accountancy '91*, p. 215-229, Samsom Bedrijfsinformatie.
- Elferen, H.H.J. van, (1995), *Afstudeerwerkstuk 'Management of Foreign Exchange Risk by Multinational Enterprises - A Strategic Approach'*, KUB, Tilburg.
- Eiteman, D.K., A.I. Stonehill en M.H. Moffett, (1992), *Multinational Business Finance*, Addison-Wesley Publishing Company, Reading, Massachusetts.
- Glaum, M., (1990), Strategic Management of Exchange Rate Risk, in: *Long Range Planning*, vol. 23, no. 4, p. 65-72.
- Grant, R. en L.A. Soenen, (1991), Conventional Hedging: An Inadequate Response to Long-Term Foreign Exchange Exposure, in: *Managerial Finance*, vol. 17, no. 4, p. 1-4.
- Keuning, D. en D.J. Eppink, (1985), *Management en Organisatie, Theorie en Toepassing*, Stenfert Kroese, Leiden.
- Kuijck, J.R.H.J. van en P. Smidt, (1993), Een Benadering voor Exposure Management in de Multinationale Onderneming, in: *MAB*, maart 1993, p. 116-124.
- Miller, K.D., (1992), A Framework for Integrated Risk Management in International Business, in: *Journal of International Business Studies*, vol. 23, no. 2, p. 311-330.

NOTEN

- 1 De auteur is dank verschuldigd aan Drs. A.A.C.J. van Oijen en Prof. Dr. S.W. Douma voor hun bijdragen aan de totstandkoming van dit artikel. Beiden zijn verbonden aan de sectie Organisatie en Strategie van de vakgroep Bedrijfseconomie aan de Katholieke Universiteit Brabant.
- 2 Zie onder anderen Van Kuyck en Smidt (1993).
- 3 Zie onder anderen Cornell en Shapiro (1988), Glaum (1990), Nobes en Parker (1991), Eiteman et.al. (1992) en Moffett en Karlsen (1994).
- 4 Zie bijvoorbeeld Eiteman et.al. (1992) p.249-254.
- 5 Zie onder anderen Eiteman et.al. (1992).
- 6 Zie Cornell en Shapiro (1988).
- 7 Zie Cornell en Shapiro (1988).
- 8 Zie onder anderen Duffhues (1991) en Moffett en Karlsen (1994).
- 9 De doelstelling van waardemaximalisatie staat ook bekend als de 'shareholder value approach' en vindt voornamelijk toepassing in de Angelsaksische landen.
- 10 Wanneer het concept van economisch exposure wordt toegepast, geldt dat in principe ieder type onderneming is blootgesteld aan valutarisico. Dit geldt zelfs voor ondernemingen die uitsluitend in hun thuismarkt opereren. Veranderende wisselkoersen kunnen deze markt namelijk aantrekkelijk maken voor buitenlandse ondernemingen. Wanneer deze buitenlandse ondernemingen actief worden in deze markt, worden ook de kasstromen van de uitsluitend in hun thuismarkt opererende ondernemingen beïnvloed. Derhalve zijn deze ondernemingen ook blootgesteld aan valutarisico.
- 11 Zie voor een uitgebreide beschrijving van dit model Van Elferen (1995).