

Stýring gengisáhættu hjá íslenskum fyrirtækjum

Hersir Sigurgeirsson¹ og Sigríður Benediktsdóttir²

Ágrip

Í greininni eru birtar niðurstöður rannsóknar á gengisáhættu, stýringu hennar og stjórnarháttum hjá íslenskum rekstrarfyrirtækjum. Rannsóknin var framkvæmd með spurningakönnun sem send var á 181 af stærstu rekstrarfyrirtækjum landsins. Svör bárust frá 69 fyrirtækjum, eða 38%, og af þeim segjast 57, eða 82,5%, standa frammi fyrir einhverri gengisáhættu. Helstu niðurstöður rannsóknarinnar eru þær að 10% veiking uppgjörsmýntar hefði að meðaltali 4,9% áhrif á virði fyrirtækisins hjá þeim sem telja að hún hafi veruleg áhrif. Áhættustýring fyrirtækisins minnkar þau áhrif að meðaltali í 2,7%, eða um tæpan helming, að mati svarenda. Gengisáhætta fyrirtækjanna er mest í tekjum, gjöldum og sjóðstreymi en hjá þeim sem gera upp í íslenskum krónum er gengisáhætta í skuldum einnig algeng. Um tvö af hverjum þremur fyrirtækjanna marka sér stefnu um stýringu á gengisáhættu og í um þriðjungi tilfella er stefnan samþykkt formlega af stjórn. Innan við helmingur er hins vegar með mótaðan áhættuvilja. Framkvæmd áhættustýringar er allnokkuð miðstýrð og miðstýring eykst með stærð fyrirtækja. Fjármálastjórar bera yfirleitt ábyrgð á stýringunni en hjá minni fyrirtækjum er hún oft hjá forstjóra. Fáein stór fyrirtæki eru með sérstakt starf áhættustjóra. Meginmarkmið stýringarinnar er oftast að draga úr breytileika í sjóðstreymi eða hagnaði ell-egar að tryggja að sjóðstreymi haldist yfir ákveðnu lágmarki. Til að ná því markmiði eru rekstrarvarnir mun meira notaðar en fjárhagslegar varnir en um 95% fyrirtækja segjast nota rekstrarvarnir að einhverju leyti samanborið við 76% sem segjast nota fjárhagslegar varnir. Mest notuðu rekstrarvarnirnar eru innkaup í erlendum gjaldmiðlum en af fjárhagslegum vörnum eru bæði afleiður og lántökur í erlendum gjaldmiðlum notaðar af um helmingi fyrirtækjanna.

Abstract

We survey Icelandic corporations on their exposure to foreign exchange risk, how they manage that risk and the corporate governance framework they adhere to. The survey was sent to 181 of the country's largest corporations. We received 69 responses, or 38%, and of these 57, or 82.5%, are exposed to foreign exchange risk. One of the main find-

1 Hersir Sigurgeirsson, prófessor í fjármálum við Háskóla Íslands. Netfang: hersir@hi.is.

2 Sigríður Benediktsdóttir, Columbia University og Háskóli Íslands. Netfang: s.benedikts@columbia.edu. Höfundar þakka Kára Finnssyni hjá Creditinfo fyrir aðstoð við gagnaöflun og Hönnu Kristínu Stefánsdóttur fyrir yfirllestur á handriti.

ings is that for the firms that face material foreign currency risk, a 10% weakening of the home currency changes the value of the firm on average by 4.9%. Risk management mitigates that risk, reportedly, on average to 2.7%, or by almost half. The corporations are mostly exposed to foreign exchange risk through income, expenses and cash flow. Those corporations who have the Icelandic krona as home currency are also exposed to foreign currency risk through their liabilities. About two out of three of the firms have a formal foreign exchange risk management policy, and about a third of these policies are formally approved by the board. However, less than half have a defined risk appetite for foreign exchange risk exposure. The implementation of risk management is quite centralized within the sample, and centralization increases with the size of the corporation. Chief financial officers are usually responsible for foreign currency risk management, but in smaller firms it is often the executive of the firm, while a few large firms have a separate chief risk manager who is responsible. The main objective of foreign exchange risk management is most frequently to reduce variability in cash flow or profit or to ensure that cash flow remains above a certain minimum. Operational hedges are used more actively to obtain these objectives than financial hedges, with more than 95% of firms saying they use operational hedges compared to 76% who use financial hedges. Purchases in foreign currency are most commonly used as operational hedges, while financial hedging is mostly conducted by borrowing in foreign currency or with derivative contracts, which is each used by about half of the firms.

JEL flokkun: F31; G32.

Lykilorð: Gengisáhætta; áhættustýring; gengisvarnir; rekstrarvarnir; stjórnarhættir.

Keywords: Foreign exchange risk; risk management; foreign currency hedging; operational hedging; corporate governance.

Management of exchange rate risk in Icelandic corporations

1 Inngangur

Flest íslensk fyrirtæki verða fyrir einhvers konar áhrifum af sveiflum í gengi gjaldmiðla hvort sem þau áhrif eru bein í gegnum rekstur eða efnahag eða óbein í gegnum samkeppni á markaði. Fyrirtæki stóðu í fyrsta sinn frammi fyrir gengisáhættu eftir að Bretton-Woods- fastgengissamstarfið leið undir lok í upphafi áttunda áratugarins. Flókt í gjaldmiðlum er í eðli sínu mikið sem eykur mikilvægi þess að stýra gengisáhættu hjá fyrirtækjum sem eru verulega útsett (material exposure) fyrir þeirri áhættu (Dornbusch, 1976).

Undir lok síðustu aldar var leitast við að halda gengi krónunnar stöðugu innan ákveðinna vikmarka gagnvart myntum helstu viðskiptalanda okkar. Átti raungengið þá til að styrkja vegna innlendra launa- og verðhækkana umfram hækkanir í nágrannalöndum okkar. Lækkaði þá Seðlabanki Íslands gengi krónunnar í stórum skrefum til að bæta samkeppnisstöðu innlendra útflutningsfyrirtækja og til að bæta viðskiptajöfnuð. Þetta átti sér stað sérstaklega oft á níunda áratugnum þegar verðbólga var illviðráðanleg. Erfitt er fyrir fyrirtæki að draga úr slíkri gengisáhættu sem er bæði í gegnum raungengi og stórar ófyrirséðar gengislækkanir. Í sjávarútvegi voru laun sjómanna oftar en ekki tengd við aflaverðmæti sem dregur úr áhættu vegna hreyfinga á raungengi. Í kjölfar þjóðarsáttar í upphafi tíunda áratugarins rann upp áratugur þar sem gengi krónunnar var nokkuð stöðugt. Versnandi horfur í þjóðarbúskapnum settu svo þrýsting á krónuna upp úr aldamótum sem leiddi til þess að horfið var frá gengismarkmiði og krónan látin fljóta eins og aðrir stærri gjaldmiðlar.

Frá því að gengi krónunnar var sett á flot þar til í lok árs 2007 náði árlegt flókt gengishreyfinga á krónu gagnvart evru hámarki árið 2006 (Seðlabanki Íslands, 2012). Á sama tíma

var dreifing á gengishreyfingum þannig að meiri líkur voru á umtalsverðri gengisveikingu á krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum en styrkingu, það er dreifingin var skekkt (skewed), sjá viðauka B og mynd B2. Sama mynstur er ekki í gengi dals á móti evru eða jens á móti dal yfir sama tímabil. Frá fjármálaáfalli og til loka janúar 2025 hafa gengishreyfingar krónunnar verið samhverfari og almennt hefur dregið úr flökti sem er orðið sambærilegt við flökt dals á móti evru og jens á móti dal yfir sama tímabil, sjá myndir B1 og B2 í viðauka B. Þetta gerir fyrirtækjum kleift að stýra gengisáheattu á hagkvæmari hátt.

Með þessari grein er leitast við að svara því hvernig íslensk rekstrarfyrirtæki meta og bregðast við gengisáheattu. Leitast er við að fá heildarmynd af stýringu á gengisáheattu sem felur meðal annars í sér upplýsingar sem eru ekki opinberar. Spurningakönnun var send til íslenskra rekstrarfyrirtækja til að reyna að draga upp þessa heildarmynd af stýringu á gengisáheattu, markmiði stýringarinnar og því stjórnskipulagi sem fyrirtækin vinna eftir.

Greinin er byggð upp á þann hátt að á eftir þessum inngangi er gerð grein fyrir fræðilegum bakgrunni sem stuðst er við og var hvatinn að þessari grein. Næst er greint frá aðferðafræði og gögnum. Síðan er greint frá niðurstöðum í sex undirköflum. Fyrst er farið yfir gengisáheattuna sem fyrirtækin í úrtakinu eru útsett fyrir. Síðan er farið yfir stjórnskipulag og ábyrgð á stýringu á gengisáheattunni og hvert meginmarkmið stýringarinnar er. Í tveimur næstu undirköflum er fjallað um hvernig fyrirtæki meta gengisáheattu og síðan með hvaða hætti þau bregðast við henni. Niðurstöðukaflanum lýkur svo á umfjöllun um hvernig fyrirtækin haga upplýsingagjöf um gengisáheattu og stýringu hennar til hluthafa og eigenda. Þessu er svo fylgt eftir með umræðu um helstu niðurstöður rannsóknarinnar.

2 Fræðilegur bakgrunnur

Skipta má gengisáheattu í þrjá þætti: rekstrar- eða sjóðstreymisáheattu, endurmats- eða reikningshaldslega áheattu og framtíðar- eða efnahagsáheattu. Rannsóknir vísa stundum til þessara þriggja þátta sem beina gengisáheattu fyrirtækja og flokka þá áheattu sem innlend fyrirtæki verða fyrir þegar raungengi breytir samkeppnisumhverfi þeirra sem óbeina áheattu. Mæling á gengisáheattu er flókin enda felur mælingin í sér óvissu sem falin er í rekstrarspá fyrirtækja auk gjaldmiðlahreyfinga sem eru vegna eðlis gjaldeyrismarkaða mjög sveiflukenndar. Í könnun Giambona o.fl. (2018), sem nær til 1.100 alþjóðlegra fyrirtækja um allan heim, kemur fram að fyrirtæki telja það mjög mikilvægt að meta og draga úr gengisáheattu. Í könnuninni töldu rúmlega 60% fyrirtækja að gengisáheatta þeirra væri veruleg (material) og þegar einungis var litið til fyrirtækja utan Norður-Ameríku fór þetta hlutfall í 80%.

Fyrirtæki geta dregið úr eða stýrt gengisáheattu með því að aðlagja rekstur fyrirtækisins og eru slíkar varnir kallaðar rekstrar- eða náttúrulegar varnir. Dæmi um slíkt væri að setja upp dótturfélag í landi þar sem eftirspurn eftir vöru er markverð. Þannig væri unnt að jafna rekstrargjöld og tekjur í sömu mynt. Að öðrum kosti geta fyrirtæki nýtt sér fjármálamarkaði til að stýra gengisáheattu og eru slíkar varnir kallaðar fjárhagslegar varnir. Í þessari grein er slíkum vörnum skipt í annars vegar fjármálasamninga í erlendri mynt, svo sem lántökur, verðbréfaeign eða innstæður til að vega á móti tekjum eða gjöldum í sömu mynt, og hins vegar formlega afleiðusamninga. Þessar gengisvarnir eru miskostnaðarsamar og geta einnig verið óáreiðanlegar, sér í lagi þegar mest á reynir.

Í eldri rannsóknum á þessu sviði er oft einblínt á markaðsupplýsingar til að greina hversu útsett fyrirtæki eru fyrir gengisáheattu. Þá hefur verið litið til breytileika í markaðsvirði fyrirtækis miðað við breytingar á virði uppgjörsmýntar³ yfir sama tímabil, nánar tiltekið tengsl milli markaðsávöxtunar alþjóðlegra fyrirtækja og hreyfinga á gjaldmiðlum.⁴ Almennt eru

3 Uppgjörsmýnt oftast gagnvart viðskiptavegnum erlendum myntum.

4 Eldri rannsóknir um áhrif gengisbreytinga á virði fyrirtækja eru meðal annars Shapiro (1977), Hodder (1982) og Jorion (1990).

niðurstöður þessara rannsókna blendnar enda erfitt að greina á milli áhrifa gengishreyfinga á markaðsávöxtun fyrirtækja og annarra áhrifa á markaðsvirði (Bodnar og Gentry, 1993; Dominguez og Tesar, 2006; Jorion, 1990). Almennast reynast áhrif gengishreyfinga meiri á lítil og meðalstór fyrirtæki en stór þar sem stærri fyrirtæki eru virkari í að stýra gengisáhættu. Þetta má meðal annars rekja til hás fasts kostnaðar við nýtingu á fjárhagslegum og rekstrarlegum vörnum (Allayannis og Ofek, 2001; Dominguez og Tesar, 2006).

Hutson og Laing (2014) reyna að meta að hversu miklu leyti alþjóðleg fyrirtæki nýta náttúrulegar varnir eða rekstrarvarnir til að stýra gengisáhættu og þá hvernig slíkar varnir eru nýttar á móti formlegum gengisvarnarsamningum. Þau nota mælikvarða um hversu alþjóðleg fyrirtæki eru sem nálgun á rekstrarvörnum. Niðurstaðan er að rekstrarvarnir og afleiðuvörnir styðja hvorar við aðra og draga úr gengisáhættu alþjóðlegra fyrirtækja. Sambandið milli þess hversu fjölþjóðlegt fyrirtækið er og notkunar á þessum vörnum er þó ólínulegt. Í upphafi stýra fyrirtæki gengisáhættu með því að auka samhliða notkun á rekstrar- og afleiðuvörnum en eftir því sem fyrirtækið verður fjölþjóðlegra þá minnkar aftur notkun á gengisafleiðum. Tímabil rannsóknar þeirra nær yfir alþjóðlega fjármálaáfallið 2007–2009 og komust rannsakendurnir að þeirri niðurstöðu að virkni afleiðusamninga til að draga úr gengisáhættu minnkar umtalsvert þegar gengissveiflur eru miklar á meðan virkni rekstrarvarna er stöðug.

Yfirlitsgrein Geyer-Klingeberg (2021) tekur saman niðurstöður 71 rannsóknagreinar um áhrif áhættustýringar á virði fyrirtækja. Niðurstaðan er að stýring á gengisáhættu hefur jákvæð áhrif á virði fyrirtækja. Jákvæðu áhrifin eru marktækt hærri ef tekið er tillit til rekstrarvarna auk fjárhagslegra varna. Jákvæð áhrif af stýringu á gengisáhættu er einnig meiri í löndum með vanþróaðri fjármálamarkaði og með hærri skatta. Yfirlitsgrein Saharan og Rajendran (2024), sem dregur saman niðurstöður úr 54 rannsóknum, kemst að þeirri niðurstöðu að skuldsett fyrirtæki nota í ríkari mæli rekstrarvarnir til að draga úr gengisáhættu enda ekki svigrúm til aukinnar skuldsetningar. Arðbær fyrirtæki kjósa hins vegar oft erlenda skuldsetningu til að draga úr gengisáhættu.

Í rannsókn Bae o.fl. (2018) á kóreskum fyrirtækjum er komist að þeirri niðurstöðu að útflutningsfyrirtæki nýta margs konar gengisvarnir til að draga úr gengisáhættu, þar með talið innri viðskipti við dótturfélög, lántöku í erlendum gjaldmiðlum og afleiður. Innflutningsfyrirtæki á hinn bóginn stýra ekki gengisáhættu beint heldur láta gengissveiflur koma fram í verði á vöru sinni til neytenda. Þessar niðurstöður eru frekar staðfestar í rannsókn Jung (2021) þar sem fram kemur að þjóðhagsvarúðarreglur í Suður-Kóreu sem takmörkuðu framvirka gjaldmiðlaskiptasamninga höfðu áhrif á útflutningsfyrirtæki en ekki innflutningsfyrirtæki.

Þessar rannsóknir eiga það sameiginlegt að vinna með opinber gögn alþjóðlegra fyrirtækja sem eru skráð á markað til að meta hvort fyrirtækin séu útsett fyrir gengisáhættu. Áhættan er metin sem breytileiki í markaðsávöxtun miðað við hreyfingu á gengi eða gengisvísitölum með hliðsjón af þeirri stýringu á gengisáhættu sem er framkvæmd. Gögn um stýringu alþjóðafyrirtækja á gengisáhættu eru hins vegar mjög takmörkuð. Þegar litið er til fjárhagslegra varna þá takmarkast rannsóknir almennt við afleiður og útgefin skuldabréf í erlendum myntum. Því vantar marga af þeim fjárhagslegu kostum sem alþjóðleg fyrirtæki geta valið úr eins og til dæmis að taka lán í erlendum myntum eða vera með innlán eða annars konar auðseljanlegar eignir í erlendum myntum. Náttúrulegar varnir gegn gengisáhættu eru svo almennt einungis metnar með því að gefa fyrirtækjum einkunn út frá landfræðilegri dreifingu þeirra, óháð því hversu mikilvægt hvert landsvæði er eða hvort áhættan sem stafar þaðan vegna gengisveiflna sé af gjöldum, tekjum eða öðru. Að lokum skal bent á að þessar rannsóknir veita litla innsýn í markmið alþjóðlegra fyrirtækja með stýringu á gengisáhættu eða hvernig stjórnskipulagið er fyrir stýringuna.

Rannsóknir sem styðjast við textagreiningar eða spurningakannanir greina hvernig alþjóðleg fyrirtæki meta og bregðast við gengisáhættu. Könnun Bodnar o.fl. (2011), sem Giambona o.fl. (2018) fjalla einnig um, náði til 755 alþjóðlegra fyrirtækja utan Norður-Ameríku og töldu tæplega 500 þeirra gengisáhættu vera verulega (material). Þessi fyrirtæki töldu að þau stýrðu að meðaltali 35% af gengisáhættu með rekstrarvörnum en um 29% með fjárhagslegum

vörnum.⁵ Fjárhagslegu varnirnar voru fyrst og fremst framvirkir samningar sem voru nýttir af um 66% rekstrarfyrirtækja og um 40% nýttu sér lántökur í erlendum myntum. Fjórðungur rekstrarfyrirtækja nýtti sér svo skiptasamninga og peningamarkaðsinnstæður eða lán til að verja sig fyrir gengisáhættu. Almennt virtust fáir valkostir vera í þá átt að vera með innstæður eða aðrar lausar eignir í erlendum gjaldmiðlum. Þegar kom að rekstrarvörnum þá voru breytingar á verðlagi vara mest notaðar eða af yfir 60% af rekstrarfyrirtækjum, því næst komu breytingar á framleiðslustaðsetningu eða framleiðsluaðferðum en um fjórðungur fyrirtækja nýttu sér það. Hoberg og Moon (2017) nýta textaforrit til að greina úr skattframtölum fyrirtækja í Bandaríkjunum hvaða gengisvarnir þau nýta. Niðurstaðan er sú að fyrirtæki nýta sér fyrst og fremst rekstrarvarnir til að draga úr gengisáhættu. Algengast er að fyrirtæki kaupi aðföng í sama gjaldmiðli og þau selja vöru sína í eða stofni dótturfélög í löndum þar sem varan er seld. Afleiðusamningar eru síður nýttir vegna kostnaðar og minni áreiðanleika í gegnum efnahags- og lausafjársvæflur. Þegar velta á afleiðumörkuðum minnkar auka fyrirtæki notkun á rekstrarvörnum. Sigurgeirsson (2017) gerir tilraun til að meta viðbrögð íslenskra hótela og gistiheimila við gengisáhættu með viðtölum við fjóra fjármálastjóra gistifyrirtækja. Fjármálastjórnarnir segjast draga úr gengisáhættu með því að minnka misvægi milli tekna og gjalda í erlendum gjaldmiðlum auk þess að draga úr langtímasamningum við erlenda söluaðila.

Spurningakannanir um áhættustýringu hafa einnig beinst að því hvernig gengisáhætta er í raun metin innan fyrirtækja, hver ber ábyrgð á stýringu hennar og hvernig stjórnskipulagi fyrir ákvörðunartöku er háttað. Með þeim er leitast meðal annars við að svara því hvort stjórnskipulag fyrirtækja styðji við hagkvæma stýringu á gengisáhættu. Á síðari árum hefur miðstýrt stjórnskipulag fyrir áhættustýringu rutt sér til rúms. Alhliða eða samþætt áhættustýring (enterprise/integrated risk management, ERM) felur í sér að öll áhætta er metin samhliða og stýrt miðað við það. Ábyrgð stjórnar er þá að marka áhættustefnu og fylgja henni eftir (Nocco og Stultz, 2006). Samt sem áður virðist gengisáhætta oft undanskilin þessari miðstýrðu samþættu áhættustýringu samkvæmt Jankensgård o.fl. (2016). Könnun þeirra á áhættustýringu fyrirtækja sem eru útsett fyrir hrávöru sem er verðlögð í dölum leiðir í ljós að áhættan af verðbreytingum sé gjarnan á ábyrgð eins stjórnanda en stýring á gengisáhættu sé yfirleitt á ábyrgð fjármálastjóra. Það er jafnvel tilhneiging til að skipta upp mismunandi gengisáhættu og stýra henni án tillits til annarrar gengisáhættu eins og áhrifa gengishreyfinga á eignastöðu annars vegar og á tekjur hins vegar. Bodnar o.fl. (2019) komast svo að þeirri niðurstöðu að það er mjög háð áhættufælmi einstakra stjórnenda hvernig og hvort áhættustýring sé virk.

3 Aðferð og gögn

Rannsóknin sem greint er frá í þessari grein var framkvæmd með því að senda á íslensk rekstrarfyrirtæki spurningakönnun um stýringu þeirra á gengisáhættu. Könnunin samanstóð af alls 34 spurningum. Af þeim voru 10 bakgrunnsspurningar, 7 opnar spurningar og 17 spurningar með fyrirframgefnum valkostum eða einföldum svörum um gengisáhættu fyrirtækisins og stýringu hennar. Könnunin í heild er birt í viðauka C.

Valin voru stærstu rekstrarfyrirtæki Íslands. Upplýsingar um fyrirtækin voru fengnar úr ársreikningagrunni Creditinfo. Fyrst voru valin 300 stærstu fyrirtækin miðað við veltu ársins 2023 en þau veltu a.m.k. 4,3 milljörðum króna árið 2023. Til að líta aðeins til rekstrarfyrirtækja voru undanskilin af listanum sveitarfélög, bankar, lánasjóðir, fjárfestingarfélög og eignarhaldsfélög. Þá var reynt að hafa aðeins eitt félag innan hversrar samstæðu ef um það var að ræða. Eftir það stóðu eftir 185 fyrirtæki.

Spurningakönnunin var send á fjármálastjóra hvers fyrirtækis þegar unnt var að afla netfangs hans, annars á forstjóra eða almennt netfang fyrirtækisins. Af 185 fyrirtækjum tókst að

⁵ Svörun í könnuninni var einungis um 20%. Svörun lækkaði umtalsvert þegar kom að flóknum spurningum í þessari könnun og var spurningu um þetta atriði einungis svarað af um 200–250 fyrirtækjum.

afla netfangs fjármálastjóra eða forstjóra í 164 fyrirtækjum og í 17 tilvikum var könnunin send á almennt netfang fyrirtækisins, eða alls á 181 fyrirtæki, en ekki var unnt að afla netfangs í fjórum tilvikum. Alls svöruðu 69 fyrirtæki könnuninni, eða 38,1% af þeim sem könnunin var send á.

Af þeim 69 fyrirtækjum sem svöruðu könnuninni kváðust 57 standa frammi fyrir einhverri gengisáhættu, eða 82,5%. Ef aðeins er litið til fyrirtækja með veltu yfir 12,5 milljörðum króna á ári, sem eru 30 svarenda, þá standa þau öll nema eitt, eða 96%, frammi fyrir gengisáhættu. Hlutfallið fyrir öll fyrirtækin (82,5%) er mjög svipað og í könnun Bodnar o.fl. (2011) hjá fyrirtækjum sem starfa utan Norður-Ameríku þar sem það var um 80%. Rétt er þó að taka fram að munur getur verið á þátttöku fyrirtækja í spurningakönnun um gengisáhættu eftir því hvort þau telja sig útsett fyrir gengisáhættu eður ei og er ekki ólíklegt að hærra hlutfall þeirra sem telja sig útsett fyrir gengisáhættu taki þátt. Ef svo er þá er þetta hlutfall ofmat á því hversu stórt hlutfall fyrirtækja er útsett fyrir gengisáhættu.

Tölur 1 og 2 sýna helstu tölfræði fyrirtækja í úrtakinu varðandi eignir, veltu og uppgjörsmýnt. Tafla A1 í viðauka sýnir einnig hvort þau séu með útgefin skráð verðbréf, bæði fyrir úrtakið í heild og þau fyrirtæki sem segjast vera útsett fyrir gengisáhættu. Meðalvelta þeirra 57 fyrirtækja í úrtakinu sem útsett eru fyrir gengisáhættu var 24,3 milljarðar króna árið 2024, 79% þeirra gera upp í íslenskum krónum og 9 þeirra eru með útgefin skráð verðbréf.

Tafla 1
Eignir fyrirtækja í úrtakinu í lok árs 2024 og velta þeirra árið 2024 í milljörðum króna

	Öll fyrirtæki			Fyrirtæki með gengisáhættu		
	Lágmark	Hámark	Meðaltal	Lágmark	Hámark	Meðaltal
Eignir	0,9	231,4	31,8	1,3	231,4	31,6
Velta	2,3	180,0	21,4	2,3	180,0	24,3

Tafla 2
Uppgjörsmýnt fyrirtækja í úrtakinu

Uppgjörsmýnt	Öll fyrirtæki		Fyrirtæki með gengisáhættu	
	Fjöldi	Hlutfall	Fjöldi	Hlutfall
ISK	57	83%	45	79%
EUR	7	10%	7	12%
USD	5	7%	5	9%
Alls	69	100%	57	100%

4 Niðurstöður

Í niðurstöðum er eingöngu litið til þeirra 57 fyrirtækja sem segjast standa frammi fyrir einhverri gengisáhættu. Misjafnt er hversu mörg fyrirtæki svöruðu hverri spurningu og er fjöldi svara tiltekinn í hvert skipti og hlutfallstölur sýna hlutfall hvers svars af þeim sem svöruðu spurningunni.

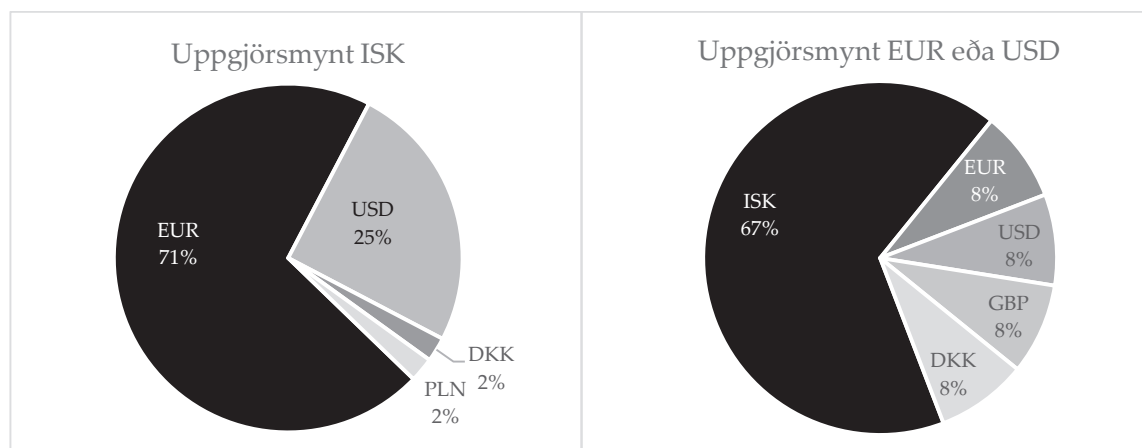
4.1 Gengisáhætta fyrirtækja í úrtakinu

Mynd 1 sýnir í hvaða mynt mesta gengisáhætta fyrirtækjanna er, skipt eftir uppgjörsmýnt. Hjá þeim 45 fyrirtækjum sem gera upp í íslensku krónu er gengisáhættan fyrst og fremst fólgin í sveiflum á gengi evru, eða hjá 71% fyrirtækjanna. Fjórðungur þeirra stendur frammi fyrir áhættu í dolum og tvö fyrirtæki nefndu annan gjaldmiðil, annars vegar pólskt slot og hins

vegar danska krónu. Einungis 12 svarenda gera upp í evrum eða dölum og myndar þá íslenska krónan mestu áhættuna, eða hjá 8 fyrirtækjum. Hver af myntunum evru, dal, pundi og danskri krónu myndar mestu áhættuna hjá einu fyrirtæki.

Mynd 1

Í hvaða mynt, annarri en uppgjörsmynt, er mesta gengisáhrættu fyrirtækisins?

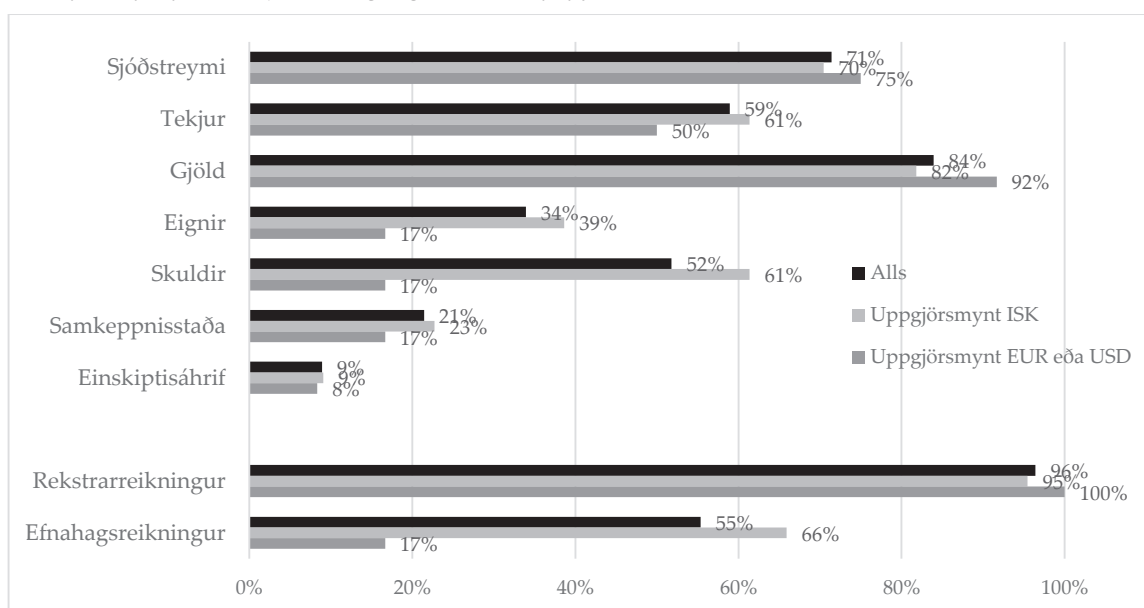


Fjöldi svara: 57 alls, 45 með uppgjörsmynt ISK, 12 með uppgjörsmynt EUR eða USD.

Mynd 2 sýnir í hvaða þáttum gengisáhrættu er hjá fyrirtækjunum, skipt eftir uppgjörsmynt. Í báðum flokkum, þ.e. með uppgjörsmynt ISK annar vegar og EUR eða USD hins vegar, telja flest fyrirtæki mesta áhættu í gjöldum og sjóðstreymi fyrirtækisins en hlutfallið er hærra hjá fyrirtækjum sem gera upp í erlendra mynt í báðum tilvikum. Líklegt er að launagreiðslur fyrirtækjanna í íslenskum krónum hafi þar áhrif. Gengisáhrættu er í skuldum 61% fyrirtækja sem gera upp í krónum en aðeins hjá 17% þeirra sem gera upp í erlendra mynt. Þetta gefur til kynna að innlend fyrirtæki sem gera upp í krónum taka í nokkrum mæli lán í erlendum myntum. Mun minni gengisáhrættu er í eignum fyrirtækja sem gera upp í krónum. Í heildina segjast

Mynd 2

Í hverjum eftirfarandi þátta er gengisáhrættu hjá fyrirtækinu?



Fjöldi svara: 57 alls, 45 með uppgjörsmynt ISK, 12 með uppgjörsmynt EUR eða USD.

96% fyrirtækja vera útsett fyrir gengisáhættu á rekstrarreikningi en 55% á efnahagsreikningi. Athyglisvert er að rúmlega fimmtungur fyrirtækja (21%) segist standa frammi fyrir gengisáhættu vegna samkeppnisstöðu sem má ætla að sé vegna hreyfinga á raungengi krónunnar. Hins vegar nefna einungis 9% fyrirtækja einskiptisáhrif tengd yfirtöku eða stórum fjárfestingum eða viðskiptum.

Tafla 3 sýnir mat svarenda á því hvaða áhrif skyndileg 10% lækkun á gengi uppgjörsmýntar gagnvart öðrum gjaldmiðlum hefði á virði fyrirtækisins, annars vegar án tillits til áhættustýringar fyrirtækisins (í töflunni: Áhrif án stýringar) og hins vegar að teknu tilliti til áhættustýringar fyrirtækisins (í töflunni: Áhrif með stýringu).

Tafla 3

Hvaða áhrif áætlaðu að skyndileg 10% lækkun á gengi uppgjörsmýntar gagnvart öðrum gjaldmiðlum hefði á virði fyrirtækisins?

	Öll fyrirtæki			Fyrirtæki með uppgjörsmýnt ISK		
	Fjöldi fyrirtækja	Áhrif án stýringar	Áhrif með stýringu	Fjöldi fyrirtækja	Áhrif án stýringar	Áhrif með stýringu
Lækkun	16	4,8%	2,8%	11	2,8%	1,2%
Hækkun	10	5,0%	2,4%	9	4,7%	2,0%
Alls	26	4,9%	2,7%	21	3,7%	1,7%

Meðaltal svara þeirra 26 sem sögðu að áhrif 10% lækkunar á gengi uppgjörsmýntar hefði veruleg áhrif á virði fyrirtækisins.

Af þeim 57 fyrirtækjum sem segjast standa frammi fyrir einhverri gengisáhættu segja 26, eða 46%, að 10% veiking uppgjörsmýntar hefði marktæk áhrif á markaðsvirði fyrirtækisins ef ekki væri fyrir áhættustýringu þess. Mat svarenda er að áhrifin á markaðsvirðið séu um 4,9% að meðaltali, ýmist til hækkunar eða lækkunar. Þar af telja 16, eða 62%, að áhrifin séu til lækkunar sem gefur til kynna skortstöðu í erlendum gjaldmiðlum en 10, eða 38%, telja að áhrifin séu til hækkunar sem gefur til kynna gnóttstöðu í erlendum gjaldmiðlum. Af þeim sem svöruðu telja 10 fyrirtæki að áhættustýring fyrirtækisins eyði áhrifunum að mestu eða öllu leyti, 14 telja að hún eyði þeim að hluta og tvö fyrirtæki segjast ekki stýra gengisáhættu. Að meðaltali telja fyrirtækin áhrif 10% veikingar uppgjörsmýntar á markaðsvirði fyrirtækisins vera um 2,7% að teknu tilliti til áhættustýringar. Að meðaltali telja fyrirtækin því gengisáhættustýringu draga úr áhættunni um tæpan helming.

Áhugavert er að tvö fyrirtæki telja 10% veikingu uppgjörsmýntar draga úr virði fyrirtækisins ef ekki væri fyrir áhættustýringu en að teknu tilliti til áhættustýringar hefði veikingin áhrif á virðið til hækkunar. Þá telur einn svarenda veikingu auka virði fyrirtækisins ef ekki væri fyrir áhættustýringu en draga úr því að teknu tilliti til áhættustýringar. Þetta bendir til þess að þrír svarendur telji fyrirtæki sitt ofverja gengisáhættu (over-hedging).

Af þeim 10 fyrirtækjum sem telja að veiking uppgjörsmýntar hefði jákvæð áhrif á virði fyrirtækis gera öll nema eitt upp í íslensku krónu. Fjögur af þeim 9 fyrirtækjum telja áhrifin umtalsverð, eða á bilinu 8–10%, og er opna staðan í öllum tilvikum mest í evrum. Þessi fyrirtæki telja sig ná gengisáhættunni umtalsvert niður með áhættustýringu eða niður í að gengisveiking hefði innan við 5% áhrif á virði fyrirtækisins. Öll þessi fyrirtæki eru með áhættustýringarstefnu sem er í flestum tilvikum samþykkt af stjórn. Almenn nýta þau sér mest innkaup til að ná þessum árangri í gengisstýringu en einnig sölu, lántöku og stuttar afleiður, sjá nánari umfjöllun um gengisvarnir í kafla 4.5.

Fimm fyrirtæki telja að veiking uppgjörsmýntar hefði veruleg neikvæð áhrif á virði fyrirtækisins, eða á bilinu –5% til –12%. Uppgjörsmýnt og opin staða fyrirtækjanna er í krónum, dólum og evrum. Af þeim eru tvö stór fyrirtæki með 10% neikvæð áhrif eða meira og hvorugt þeirra segist reyna að draga úr þeirri áhættu. Bæði eru þau með erlenda uppgjörsmýnt en annað þeirra er með mesta áhættu í annarri erlendri mýnt en hitt í íslenskum krónum. Í svari

við opinni spurningu segir fjármálastjóri síðarnefnda fyrirtækisins að gengisáheittu sé veruleg hjá fyrirtækinu en það sé ákvörðun að verja hana ekki. Þau fyrirtæki sem stýra áheittunni í þessum hópi nýta mest innkaup og sölu til að draga úr opinni stöðu, nota einnig nokkuð lántökur og í minna mæli stutta afleiðusamninga, sjá nánar í kafla 4.5. Líkt og í yfirlitsgrein Geyer-Klingeberg o.fl. (2021), sem nær til 71 rannsóknargreinar þá telur mikill meirihluti svarenda að stýring á gengisáheittu hafi jákvæð áhrif á virði fyrirtækisins, sjá nánar í kafla 4.3.

Spurningarnar tvær um áhrif lækkunar gengis uppgjörsmýntar á virði fyrirtækisins voru, til samanburðar, settar fram eins og í rannsókn Bodnar o.fl. (2011). Þar töldu um 60% fyrirtækja að 10% lækkun á gengi uppgjörsmýntar hefði marktæk áhrif á virði fyrirtækisins. Þetta er umtalsvert hærra hlutfall en hjá íslensku fyrirtækjunum. Eins og í þessari könnun töldu mun fleiri fyrirtæki, eða 45% (75% þeirra sem telja áhrifin vera marktæk), að virði þeirra myndi lækka ef uppgjörsmýntin lækkaði um 10%. Þessi fyrirtæki, sem voru með skortsölu í erlendum gjaldmiðli, töldu að meðaltalsáhrifin væru neikvæð sem nemur 10% á virði fyrirtækisins án gengisstýringar sem er rúmlega tvöfalt meira en í þessari rannsókn. Einungis 15% fyrirtækja töldu að virði þeirra myndi aukast við veikingu á uppgjörsmýnt. Áhrifin voru nokkuð samhverf eða um 10% jákvæð áhrif á virðið fyrir fyrirtæki með gnóttstöðu. Í rannsókn Bodnar o.fl. (2011) mátu fyrirtækin það sem svo að þau væru að draga úr um helmingi af útsettri gengisáheittu, í hvora átt sem hún var, með núverandi gengisáheittustýringu. Sú niðurstaða er sambærileg við svörin frá íslensku fyrirtækjunum.

4.2 Stjórnskipulag fyrir gengisáheittustýringu

Til að ná tilætluðum árangri í stýringu á gengisáheittu er mikilvægt að hafa viðeigandi stjórnskipulag og stjórnarhætti. Allayannis o.fl. (2012) komast til dæmis að þeirri niðurstöðu að fyrirtæki með góða stjórnarhætti nýti gengisvarnir betur til að auka virði skráðra fyrirtækja.⁶ Fáar rannsóknir gefa þó góða innsýn í hvers konar stjórnskipulag er hjá fyrirtækjum sem standa frammi fyrir gengisáheittu. Fræðimenn mæla þó með samþættri áheittustýringu á öllum áheittuþáttum, þ.m.t. rekstraráheittu, vaxtaáheittu, verðlagsáheittu og gengisáheittu, fyrir fyrirtæki. Samt sem áður virðist gengisáheittu oft undanskilin þessari miðstýrðu samþættri áheittustýringu samkvæmt Jankensgård o.fl. (2016). Hlutverk stjórnar er einnig áhugavert í stjórnskipulagi hjá fyrirtækjum sem standa frammi fyrir gengisáheittu. Jankensgård o.fl. (2016) segja að þekkingarleysi stjórnar, auk þess hversu erfitt er að greina gengisáheittu, geti leitt til þess að stjórnir feli fjármálastjórum eða stjórnendum einstakra eininga alfarið stýringu á gengisáheittu. Íslensku fyrirtækin sem voru útsett fyrir gengisáheittu voru spurð um stjórnskipulag, ábyrgð og framkvæmd stýringar á gengisáheittu, sjá spurningar í viðauka C.

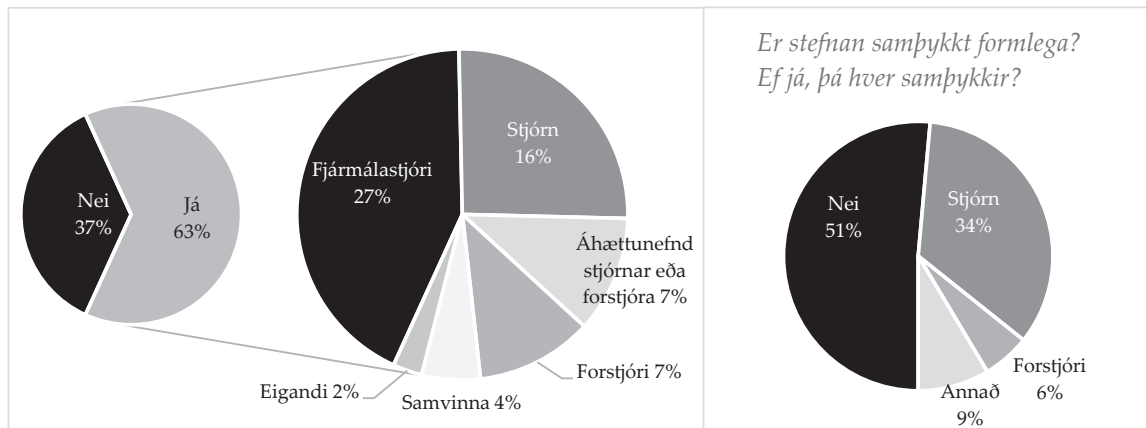
Einn svarenda sagði að hann hefði kynnst bæði „formlegu stjórnskipulagi áheittustýringar og einnig óformlegu. Bæði hafa kosti og galla“. Nauðsynlegt sé að hafa formlegt stjórnskipulag „til að rammi þess sem stýrir sé mjög skýr og jafnvel fremur þröngur – þar sem ábyrgðin er mikil og dýr mistök geta orðið. En þegar eigendur eru 1–2 og traust og reynsla er mikil þá er líka mjög gott að hafa rammann mun rýmri sem gefur meiri sveigjanleika og um leið meiri möguleika að hagnast með þeim sveiflum sem verða á markaðnum án þess að áheittan aukist neitt verulega“. Stærð fyrirtækisins og mögulegur kostnaður af stýringu sem ekki er viðeigandi skiptir því miklu máli þegar hugað er að stjórnskipulagi fyrir stýringu á gengisáheittu eins og Dominguez og Tesar (2006) og Allayannis og Ofek (2001) benda á.

Tæplega tveir þriðju hlutar af fyrirtækjum sem telja sig útsett fyrir gengisáheittu marka sér stefnu um stýringu á gengisáheittu, sjá mynd 3. Þetta er umtalsvert hærra hlutfall en í hinni alþjóðlegu könnun Bodnar o.fl. (2011) þar sem hlutfallið var rétt rúmlega helmingur. Stefna er fyrst og fremst mótuð af fjármálastjóra eða í tæplega helmingi tilfella. Einnig er nokkuð algengt að stjórn eða áheittunefnd móti stefnuna. Af þeim 35 fyrirtækjum sem móta sér stefnu samþykkja 17 fyrirtæki hana formlega og þá eru það fyrst og fremst stjórnir fyrirtækjanna sem það gera, sjá mynd 3.

6 Stjórnarhættir eru metnir út frá opinberum gögnum um samsetningu og gæði stjórnar og framkvæmdastjórnar.

Mynd 3

Er fyrirtækið með mótaða stefnu um stýringu á gengisáhættu? Ef já, hver mótar stefnuna?



Fjöldi svara: 55

Mun færri fyrirtæki móta áhættuvilja (risk appetite) um ásættanlega gengisáhættu fyrirtækisins, eða 43%. Slíkur áhættuvilji er fyrst og fremst mótaður af stjórn og fjármálastjóra og formlega samþykktur hjá einungis 15 fyrirtækjum, sjá mynd A1 í viðauka A. Stjórn er í lykilhlutverki við að samþykkja stefnu um stýringu á gengisáhættu og í að móta áhættuvilja um gengisáhættu sem er í samræmi við góða stjórnarhætti (Nocco og Stultz, 2006).

Hvorki varðandi áhættustefnu né áhættuvilja er unnt að sjá að fyrirtæki sem eru með skráð hlutabréf eða skuldabréf séu líklegri til að móta sér eða formlega samþykkja slíkt. Hins vegar er meðalvelta þeirra fyrirtækja sem móta stefnu og áhættuvilja nær tvöfalt hærri miðað við þau fyrirtæki sem gera það ekki. Þannig er ljóst að stærri fyrirtæki hafa meira formlegt stjórnskipulag fyrir stýringu á gengisáhættu en minni fyrirtæki, sjá töflu 4.

Tafla 4

Meðalvelta fyrirtækja eftir því hvort fyrirtækið markar sér stefnu um stýringu á gengisáhættu eða mótar áhættuvilja um gengisáhættu

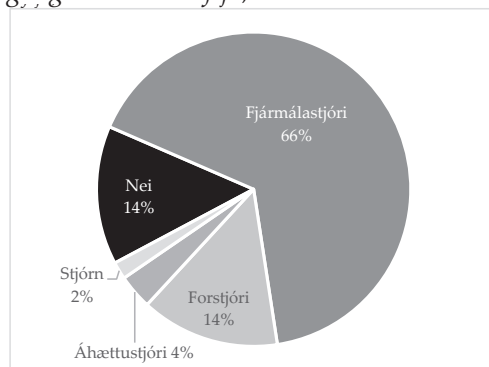
Mótuð stefna	Fjöldi fyrirtækja	Meðalvelta (ma.kr.)	Mótaður áhættuvilji	Fjöldi fyrirtækja	Meðalvelta (ma.kr.)
Já	35	29,6	Já	23	29,6
Nei	20	16,4	Nei	31	18,0
Alls	55	24,9	Alls	54	23,4

Fjármálastjóri ber meginábyrgð á stýringu á gengisáhættu hjá 37 af þeim 56 fyrirtækjum sem svöruðu spurningu þar að lútandi. Hjá 8 fyrirtækjum ber enginn formlega ábyrgð á stýringu á gengisáhættu og hjá einungis tveimur fyrirtækjum var ábyrgðin hjá áhættustjóra. Það er þó áhugavert að sjá að þar sem áhættustjóri ber ábyrgð á gengisáhættu þá er veltan mun meiri, sbr. töflu 5, sem gæti verið vísbending um að ábyrgðin liggi þar ef fyrirtæki eru nægilega stór til að vera með sjálfstæðan áhættustjóra. Jankensgård o.fl. (2016) gefa þó til kynna að jafnvel hjá fyrirtækjum sem eru með áhættustjóra þá ber oft og tíðum fjármálastjóri ábyrgð á stýringu á gengisáhættu. Í fyrirtækjum þar sem ábyrgðin á gengisáhættu er hjá forstjóra eða sem hafa ekki úthlutað meginábyrgð á stýringu er mun minni velta en í meðaltalsfyrirtækjum í könnuninni, sjá töflu 5.

Jankensgård o.fl. (2016) segja gengisáhættustýringu fyrirtækja oft vera of staðbundna í stað þess að byggja á heildarmati og stefnu um hvaða stýring henti best fyrirtækinu í heild. Þeir setja fram það sem þeir kalla miðstýringarstiga (centralization ladder) og segja æskilegt að fyrirtæki klífi hann í átt að meiri miðstýringu í stað þess að hver deild fyrir sig hugi að sinni

Mynd 4

Ber einhver meginábyrgð á stýringu gengisáhættu? Ef já, hver?



Fjöldi svara: 56

Tafla 5

Ber einhver meginábyrgð á stýringu gengisáhættu? Ef já, hver?

	Fjöldi	Meðalvelta*
Áhættustjóri	2	85,2
Fjármálastjóri	37	24,5
Forstjóri	8	11,8
Stjórn	1	3,0
Nei	8	16,3
Alls	56	23,3

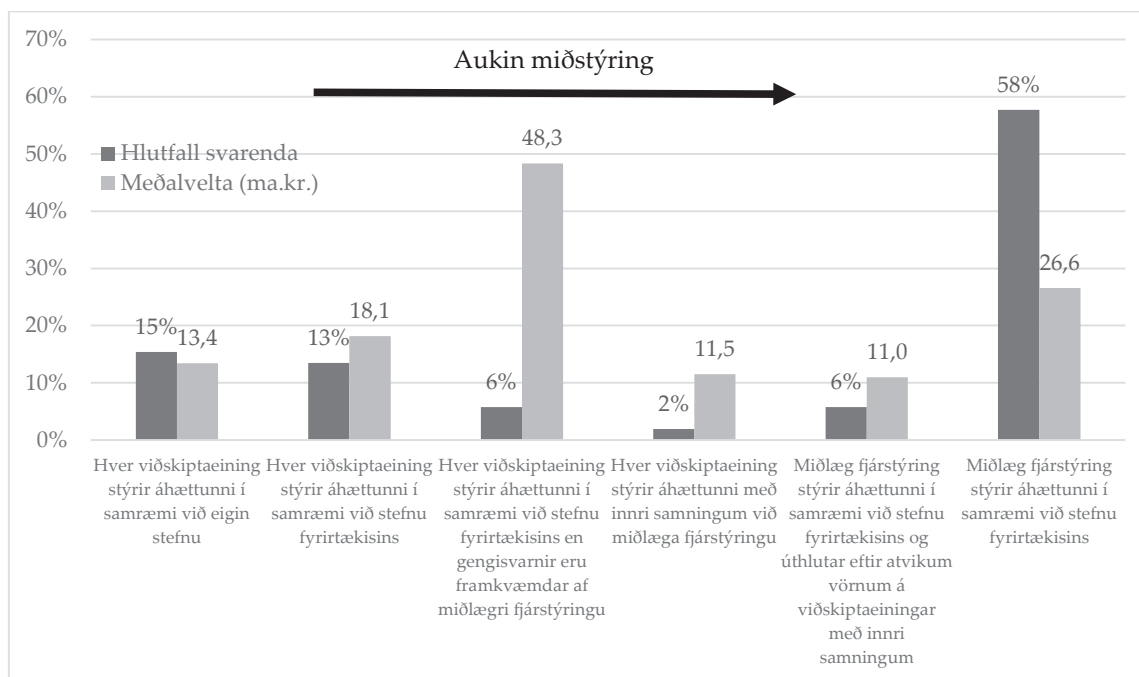
*Meðalvelta í milljörðum króna.

stýringu. Kostnaðarsamt getur verið að hafa starfsmenn í hverri viðskiptaeiningu til að framkvæma áhættustýringu og að gera marga litla samninga í stað færri og stærri. Hætta er á að hver viðskiptaeining lágmarki þá eigin gengisáhættu án þess að huga að heildinni. Þá er tíma starfsmanna viðskiptaeininga að jafnaði betur varið í að huga að kjarnastarfsemi einingarinnar.

Mynd 5 sýnir svör íslenskra fyrirtækja við spurningu sem er byggð á áður nefndum miðstýringarstiga. Myndin sýnir einnig meðalveltu fyrirtækja í hverjum flokki miðstýringarinnar. Meirihluti íslenskra fyrirtækja virðist hafa klifið stigann að fullu en 58% þeirra segja miðlæga fjárstýringu stýra gengisáhættu í samræmi við stefnu fyrirtækisins og 6% til viðbótar segja það sama en að miðlæg fjárstýring geti úthlutað vörnum á viðskiptaeiningar með innri samningum. Á botni stigans eru 16% fyrirtækja sem eru með staðbundna áhættustýringu og segja hverja viðskiptaeiningu eða dótturfélag fyrirtækisins stýra áhættunni í samræmi við eigin stefnu.

Mynd 5

Hvert af eftirfarandi lýsir best hversu miðlæg eða dreifð framkvæmd áhættustýringar vegna gengisáhættu er innan fyrirtækisins?



Fjöldi svara: 52

Fyrirtækin á toppi stigans eru heldur stærri en þau sem eru í neðri þrepum en þau fyrrnefndu eru með meðalveltu upp á 26,6 milljarða króna samanborið við um 19,3 milljarða króna í fyrirtækjum neðar í stiganum. Í miðjum stiganum, þar sem hver viðskiptaeining stýrir áhættunni í samræmi við stefnu fyrirtækisins en gengisvarnir eru framkvæmdar af miðlægri fjárstýringu, eru þó þrjú fyrirtæki (6% fyrirtækjanna) með meðalveltu upp á 48,3 milljarða. Sú háa meðalvelta skýrist að mestu af einu stóru fyrirtæki sem kys að stýra ekki gengisáhættu eins og nefnt var hér að framan. Gengisáhættustýring íslenskra fyrirtækja er því allnokkuð miðstýrð og miðstýringin eykst með stærð fyrirtækja.

Fyrirtæki sem hafa mótað sér stefnu um stýringu á gengisáhættu og eru með miðlæga framkvæmd á þeirri stefnu eru með mun hærri veltu en fyrirtæki sem eru með miðlæga framkvæmd en enga mótaða stefnu, sjá töflu 6. Gera má ráð fyrir að þessi 21 fyrirtæki hafi fetað á topp miðstýringastigans með því að bæta stjórnskipulag fyrir stýringu á gengisáhættu. Veltan hjá fyrirtækjum sem eru með miðlæga framkvæmd á stýringu á gengisáhættu en enga mótaða stefnu er mun minni, eða rétt um 13 milljarðar króna, og því ólíklegri til að vera með sjálfstæð dótturfyrirtæki eða viðskiptaeiningar. Miðlæg framkvæmd og óformlegri rammi um stjórnskipulagið er þá mögulega hagkvæm afleiðing þess hversu fámennt fyrirtækið er, eins og einn svarenda benti á og kemur fram hér að framan. Tólf fyrirtæki sem eru með umtalsverða meðalveltu, rúmlega 28 milljarða króna, hafa mótað sér stefnu um stýringu á gengisáhættu og hafa eftir sem áður kosið að gefa hverri viðskiptaeiningu umtalsvert sjálfstæði í að stýra þeirri áhættu. Viðskiptaeiningar eða dótturfélög í fjórum af þessum fyrirtækjum móta sína eigin stefnu um stýringu á gengisáhættu og framkvæma áhættustýringu í samræmi við það þannig að miðstýringin er engin.

Tafla 6

Tengsl stefnu um gengisstýringu, miðstýringar og meðalveltu (í milljörðum króna)

	Miðlæg framkvæmd		Hver viðskiptaeining		Alls	
	Fjöldi	Meðalvelta	Fjöldi	Meðalvelta	Fjöldi	Meðalvelta
Stefna um gengisstýringu	21	32,0	12	28,2	33	30,6
Ekki stefna	12	13,1	7	7,5	19	11,0
Alls	33	25,1	19	20,6	52	23,5

Fjöldi svara: 52.

4.3 Meginmarkmið gengisáhættustýringar

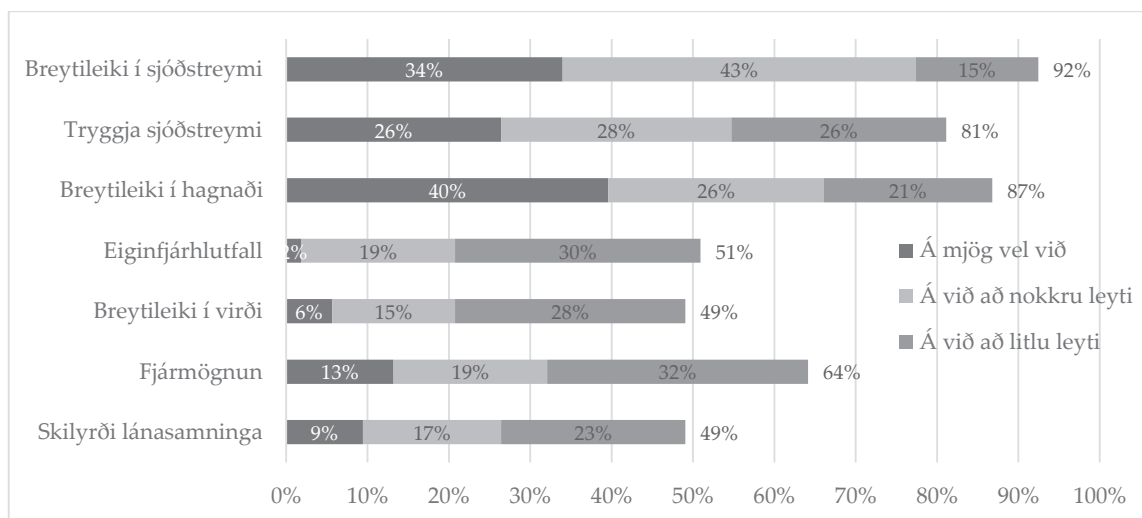
Það á jafnt við um stýringu á gengisáhættu sem aðra stjórnun að æskilegt er að markmið stýringarinnar sé skýrt. Skiptar skoðanir eru um hvert slíkt markmið eigi að vera. Algengt er að fyrirtæki setji sér markmið um að draga úr sveiflum í hagnaði eða sjóðstreymi. Jankensgård o.fl. (2016) segja þó að slíkt markmið eigi ekki endilega alltaf best við. Sérstaklega geti verið varhugavert að gera ráð fyrir því að stöðugleiki í hagnaði auki virði fyrirtækisins þar sem reikningsskilastaðlar geti gert hagnað mjög matskenndan. Í stað þess ættu gjaldeyrisvarnir fyrst og fremst að beinast að áhættu sem stjórnendur telja óviðunandi. Þannig ætti meginmarkmið stýringarinnar, að mati þeirra, að vera að ákveðnar fjárhagslegar stærðir haldist innan ásættanlegra marka. Jankensgård o.fl. taka sem dæmi að meginmarkmið áhættustýringar Norsk Hydro sé að halda ásættanlegum gildum á tveimur fjárhagskennitölum: skuldahlutfalli (debt to equity) og veltufé frá rekstri á móti skuldum (FFO to debt).

Mynd 6 sýnir svör við spurningu um meginmarkmið stýringar á gengisáhættu. Algengustu markmiðin eru að draga úr breytileika í sjóðstreymi eða hagnaði og að tryggja að sjóðstreymi haldist yfir ákveðnu lágmarki en 40% fyrirtækja segja það eiga mjög vel við að meginmarkmið stýringar fyrirtækisins á gengisáhættu sé að draga úr breytileika í hagnaði. Aðrir valkostir eru mun sjaldnar valdir og aðeins eitt fyrirtæki segir það eiga mjög vel við að meginmarkmiðið

sé að tryggja að eiginfjárlutfall haldist yfir ákveðnu lágmarki. Aðeins þrjú fyrirtæki segja það eiga mjög vel við að meginmarkmiðið sé að draga úr breytileika í virði fyrirtækisins sem bendir til þess að eldri rannsóknir á gengisstýringu rekstrarfyrirtækja sem lögðu megináherslu á markaðsvirði fyrirtækjanna hafi verið takmörkunum háðar.

Mynd 6

Hvert eða hver eru meginmarkmið stýringar fyrirtækisins á gengisáhættu?



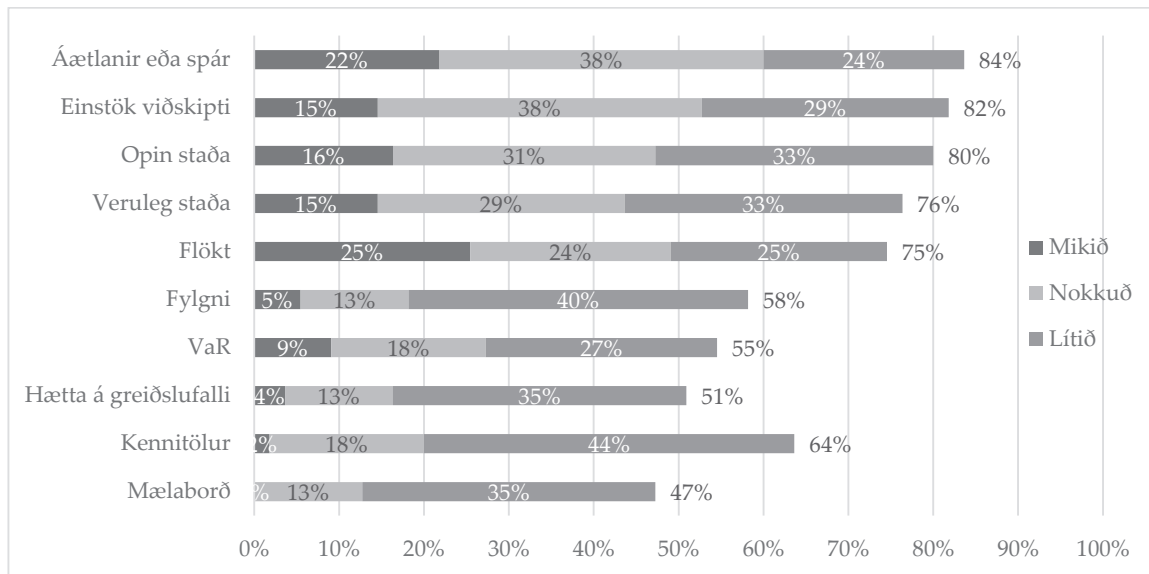
Fjöldi svara: 53

Þrjár staðhæfingar um gengisáhættustýringu fyrirtækisins voru einnig lagðar fram og spurt að hve miklu leyti þær eigi við að mati svarenda, sjá mynd A2 í viðauka A. Rétt tæpur fjórðungur svarenda segir staðhæfinguna um að stýring á gengisáhættu auki virði fyrirtækisins eigi vel við og 93% segja hana eiga við að einhverju leyti. Þetta er í samræmi við niðurstöður yfirlitsgreinar Geyer-Klingeberg o.fl. (2021). Minni undirtektir fær hins vegar sú staðhæfing að gengisstýring leiði til lægri skattakostnaðar eða að reikningsskilastaðlar hafi áhrif á stýringu fyrirtækisins á gengisáhættu. Aðeins einn svarenda segir síðastnefndu staðhæfinguna eiga mjög vel við og þriðjungur svarenda að hún eigi við að einhverju leyti.

4.4 Mat á gengisáhættu

Mæling á gengisáhættu getur verið flókin enda felur hún í sér óvissuþætti sem faldir eru í rekstrarspá fyrirtækja auk gjaldmiðlahreyfinga sem eru vegna eðlis gjaldeyrismarkaða mjög sveiflukenndar. Mat á gengisáhættu út frá breytileika í markaðsávöxtun miðað við hreyfingar á gengi, líkt og áhersla var lögð á í eldri rannsóknum, er hvorki í samræmi við markmið stjórnenda né eigenda fyrirtækja. Fjölbreyttum öðrum aðferðum og mælikvörðum hefur því verið beitt til að meta áhættuna. Mynd 7 sýnir aðferðir sem íslensk fyrirtæki segjast beita til að meta gengisáhættu.

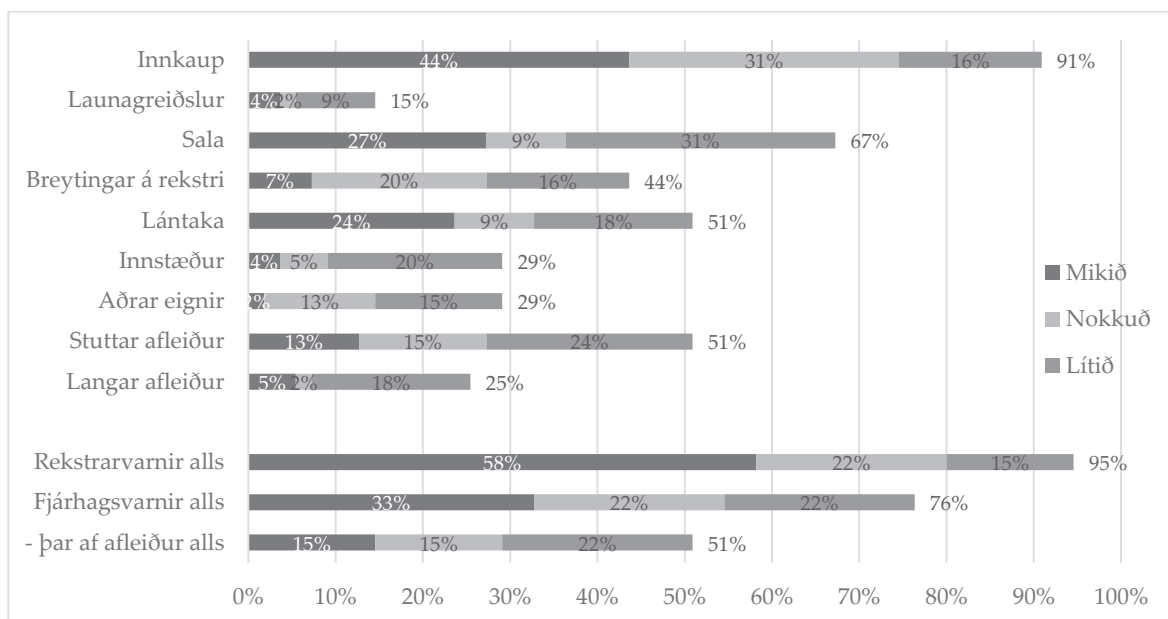
Mikil fjölbreytni virðist í notkun aðferða og mælikvarða hjá íslenskum fyrirtækjum við mat á gengisáhættu en öllum mælikvörðum nema áhættumælaborði er beitt að einhverju leyti af að minnsta kosti helmingi svarenda. Mest notuðu aðferðirnar og mælikvarðarnir við mat á gengisáhættu eru áætlanir eða spár fyrir rekstrarreikning, efnahagsreikning og sjóðstreymi svo og mat á áhættu í einstökum viðskiptum. Einn svarenda sagði að áhersla í mati væri á áhrif gengisáhættu á tekjur 1–3 ár fram í tímann. Þá eru bæði opin staða í erlendum gjaldmiðlum og veruleg staða í erlendum gjaldmiðlum mikið notaðir mælikvarðar og stór hluti fyrirtækja notar flókt gjaldmiðla við mat á gengisáhættu. Fyrir sérhverja þessara fimm mest notuðu aðferða og mælikvarða segist stór hluti svarenda, eða á bilinu 15–26%, beita þeim mánaðarlega.

Mynd 7*Hvaða aðferðum eða mælikvörðum beitir fyrirtækið til að meta gengisáhættu?*

Fjöldi svara: 55. „Lítið“ er einungis í tengslum við ársuppgjör eða sjaldnar. „Mikið“ er mánaðarlega eða oftar. „Nokkuð“ er þar á milli.

4.5 Framkvæmd gengisáhættustýringar

Eins og fyrr segir má skipta aðferðum til stýringar á gengisáhættu í tvo flokka, annars vegar rekstrarvarnir eða náttúrulegar varnir og hins vegar fjárhagslegar varnir. Undir rekstrarvarnir falla aðferðir sem miða að því að aðlaga tekjur eða gjöld fyrirtækisins að gengisáhættu þess; undir fjárhagslegar varnir falla aðgerðir eins og lántaka eða kaup á eignum í erlendum myntum og afleiðusamningar. Erlendar rannsóknir hafa almennt sýnt að fyrirtæki beita rekstrarvörnum í meiri mæli en fjárhagslegum vörnum við stýringu á gengisáhættu, sjá t.d. Giambona o.fl. (2018), Hoberg og Moon (2017) og Bodner o.fl. (2011). Þá sýndi rannsókn Hutson og Laing (2014) að í upphafi stýra fyrirtæki gengisáhættu með því að auka samhliða notkun á rekstrar-

Mynd 8*Hvert af eftirtöldu nýtir fyrirtækið til að stýra gengisáhættu (gengisvarnir)?*

Fjöldi svara: 55

og afleiðuvörnum en eftir því sem fyrirtækið verður fjölþjóðlegra þá minnkar aftur notkun á gengisafleiðum.

Íslensk fyrirtæki nota rekstrarvarnir meira en fjárhagslegar varnir til stýringar gengisáhættu; 95% fyrirtækja segjast nota rekstrarvarnir að einhverju leyti, þar af 80% mikið eða nokkuð, samanborið við 76% sem segjast nota fjárhagslegar varnir, þar af 55% mikið eða nokkuð. Þetta er í samræmi við niðurstöður Hoberg og Moon (2017) um að fyrirtæki nýti sér fyrst og fremst rekstrarvarnir fyrir gengisáhættu. Þetta er talsvert hærra hlutfall en í rannsókn Bodnar o.fl. (2011) þar sem fram kemur að 35% af alþjóðlegum fyrirtækjum nýti rekstur til að draga úr gengisáhættu en 29% nýti fjárhagslegar varnir.

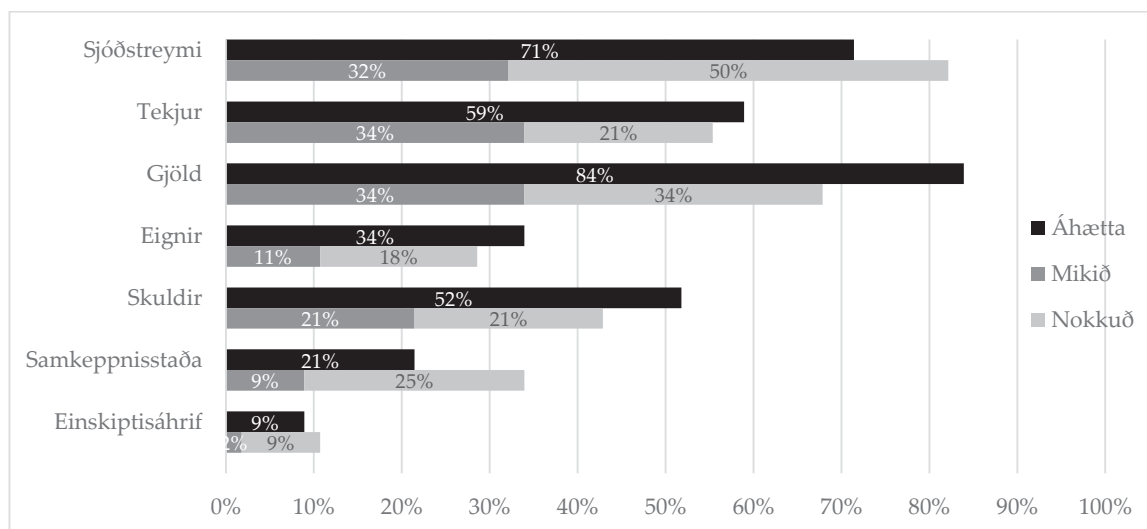
Af rekstrarvörnum eru innkaup í erlendum myntum langmest notuð og þar á eftir sala í erlendum myntum. Launagreiðslur í erlendum myntum eru tiltölulega lítið notaðar. Einn svarenda segir að stýring fyrirtækisins sé einföld, það sé með gegnsætt fyrirkomulag um hvernig það breytir verðum á innflutningsvöru eftir þróun á gengi. Þessi lýsing er í samræmi við niðurstöðu rannsóknar Bae o.fl. (2018) frá Kóreu þar sem innflutningsfyrirtæki láta breytingar á gengi koma fram í vöruverði. Annar svarenda segir fyrirtækið leita að hagstæðum vörum út um allan heim og í þeirri leit skipti gengi einstakra gjaldmiðla máli. Gengi sænsku krónunnar hafi verið hagstætt undanfarið og því hafi fyrirtækið keypt meira þaðan. Enn annar svarenda segir samninga um innkaup gerða í gjaldmiðli stærstu viðskiptamyntar til að jafna skammtímajafnvægi milli viðskiptavina og lánardrottna og langtímajafnvægi milli tekna og gjalda.

Af fjárhagslegum vörnum eru lántökur í erlendum myntum og afleiður til skemmri tíma en árs mest notaðar. Helmingur svarenda segist nýta hvort um sig til áhættustýringar, þar af segjast 33% nota lántökur mikið eða nokkuð og 30% afleiður. Einn svarenda segir fyrirtækið hafa skuldbreytt 10% lánasafnsins um áramótin eftir að evran fór undir 145 kr. sem var viðmið samkvæmt áhættustefnu. Annar segir fyrirtækið gera breytingar á myntum afurðalána í takt við breytingar á myntsamsetningu vörusölu. Enn annar segir framvirka samninga um gjaldreyri gerða fyrir allt að 75% af áætluðum innkaupum frá erlendum birgjum.

Á mynd 9 er borið saman í hvaða þáttum svarendur telja fyrirtækið vera útsett fyrir gengisáhættu (sjá einnig mynd 2) og að hversu miklu leyti fyrirtækin stýra þeirri áhættu. Efri súlurnar á mynd 9 (þær svörtu) sýna hve stórt hlutfall svarenda telur að gengisáhætta sé hjá fyrirtækinu í viðkomandi þætti en neðri súlurnar sýna hversu stórt hlutfall svarenda segist stýra viðkomandi áhættu að miklu eða nokkru leyti. Stýringin er í nokkru samræmi við það hvar

Mynd 9

Í hverjum eftirfarandi þátta er gengisáhætta hjá fyrirtækinu og til hvers þeirra tekur stýring fyrirtækisins á gengisáhættu?



Fjöldi svara: 55

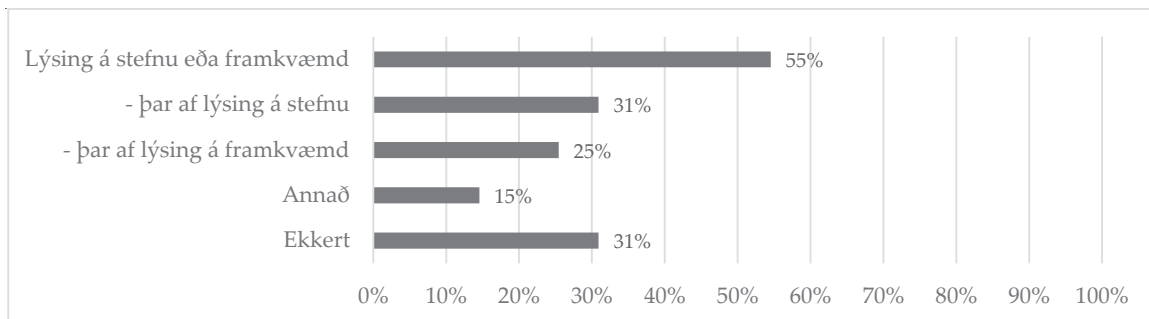
áhættan er en þó er athyglisvert að fleiri segjast stýra áhættu í sjóðstreymi og samkeppnisstöðu að miklu eða nokkru leyti en þeir sem segjast vera útsettir fyrir slíkri áhættu. Um þriðjungur segist stýra áhættu í sjóðstreymi, tekjum eða gjöldum að miklu leyti en mun færri segjast stýra áhættu í eignum eða skuldum. Stýring fyrirtækja á gengisáhættu beinist því einkum að rekstrarreikningi, þ.e. sjóðstreymi, tekjum og gjöldum, og að nokkru marki að skuldum. Eins og fram kom hér að framan er gengisáhætta í skuldum einkum hjá þeim fyrirtækjum sem gera upp í íslenskum krónum.

4.6 Upplýsingagjöf um gengisáhættu

Til að njóta allra kosta þess að vera með viðeigandi gengisáhættustýringu þurfa fyrirtæki að miðla upplýsingum um áhættuna og stýringu hennar til hluthafa og lánardrottna með skilvirkum hætti. Viðeigandi upplýsingagjöf getur aukið traust til fyrirtækisins og þannig bætt kjör þess á fjármagnsmörkuðum og lækkað fjármagnskostnað. Meiri upplýsingagjöf er þó ekki endilega alltaf til bóta heldur skiptir máli að upplýsingarnar séu gagnlegar fyrir fjárfesta og lánardrottna. Sem dæmi má nefna að Jankensgård o.fl. (2016) segja að greinendur og fjárfestar hafi fyrst og fremst áhuga á að fá upplýsingar um fjóra þætti: í fyrsta lagi hvaða áhrif gengisbreytingar hafi á rekstrarafkomu fyrirtækisins, s.s. á rekstrarhagnað eða hagnað; í öðru lagi hvaða áhrif gengisbreytingar hafi á virði fjárhagslegra eigna fyrirtækisins; í þriðja lagi vilji þeir fá samantekt á þessu tvennu til að fá mat á heildaráhrif gengisbreytinga á fyrirtækið; í fjórða lagi hafi þeir hug á að fá hnitmiðaða lýsingu á stefnu fyrirtækisins í stýringu á gengisáhættu. Myndir 10 og 11 sýna svör fyrirtækja í úrtakinu við tveimur spurningum varðandi upplýsingagjöf um gengisáhættu og stýringu á henni.

Mynd 10

Með hvaða hætti upplýsir fyrirtækið um stefnu áhættustýringar vegna gengisáhættu og/eða framkvæmd hennar til eigenda, hluthafa eða markaðarins, t.d. í ársreikningi?



Fjöldi svara: 55

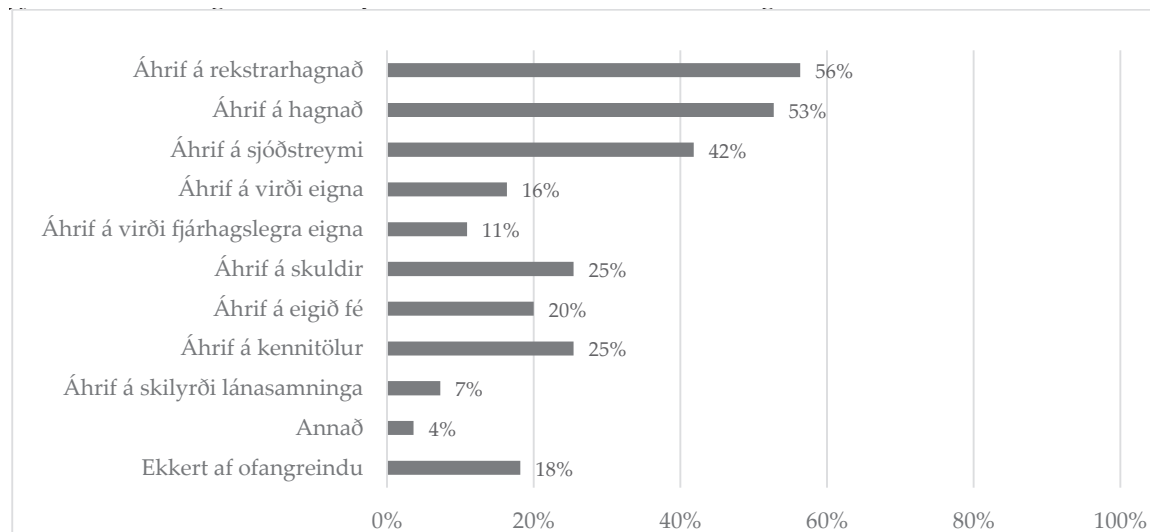
Af þeim sem svöruðu seinni spurningunni segjast 82% upplýsa með einhverjum hætti um áhrif breytinga á gengi gjaldmiðla á rekstur og efnahag til eigenda, t.d. í ársreikningi, en 18% segjast ekki veita neinar slíkar upplýsingar. Algengast er að fyrirtækin veiti upplýsingar um áhrif gengisbreytinga á rekstrarhagnað (56%) og hagnað (53%).

Eins og við er að búast er upplýsingagjöf meiri hjá stærri fyrirtækjum og fyrirtækjum með útgefin skráð verðbréf. Meðalvelta þeirra sem upplýsa um annaðhvort stefnu eða framkvæmd er 28 milljarðar en þeirra sem upplýsa um hvorugt 17,9 milljarðar. Átta af níu (89%) fyrirtækjum með skráð hlutabréf eða skuldabréf segjast lýsa annaðhvort stefnu eða framkvæmd áhættustýringar vegna gengisáhættu samanbórið við 22 af þeim 46 (48%) fyrirtækjum sem svöruðu spurningunni og eru ekki með útgefin skráð verðbréf.

Aðeins tvö fyrirtæki segjast veita allar þær upplýsingar sem Jankensgård o.fl. (2016) segja gagnlegastar fyrir greinendur og fjárfesta, þ.e. lýsingu á stefnu fyrirtækisins í stýringu á gengisáhættu og áhrif gengisbreytinga á virði fjárhagslegra eigna og á annaðhvort rekstrarhagnað eða hagnað. Ástæðan er helst sú að mjög fá fyrirtæki upplýsa um áhrif gengisbreytinga á

Mynd 11

Með hvaða hætti upplýsir fyrirtækið um áhrif breytinga á gengi gjaldmiðla á rekstur og efnahag fyrirtækisins til eigenda, hluthafa eða markaðarins, t.d. í ársreikningi?



Fjöldi svara: 55

fjárhagslegar eignir eða 11%. Mun fleiri birta bæði lýsingu á stefnu eða framkvæmd áhættustýringar og upplýsingar um áhrif gengisbreytinga á hagnað eða rekstrarhagnað eða 20 (36%).

5 Umræða

Niðurstöður rannsóknarinnar veita gagnlega og áhugaverða innsýn í gengisáhættu íslenskra rekstrarfyrirtækja, stýringu hennar og stjórnskipulag fyrir stýringuna. Mörgum helstu niðurstöðum rannsóknarinnar ber vel saman við sambærilegar erlendar rannsóknir en einstaka niðurstöður virðast þó eiga sérstaklega við um íslensk fyrirtæki.

Yfir 80% þeirra fyrirtækja sem svöruðu könnuninni segjast útsett fyrir gengisáhættu en það er í samræmi við niðurstöður Giambona o.fl. (2018) varðandi fyrirtæki utan Norður Ameríku. Þó er ekki unnt að fullyrða um hvort það hlutfall endurspeglar hlutfallið meðal rekstrarfyrirtækja almennt. Flest fyrirtækjanna standa frammi fyrir gengisáhættu í tekjum og gjöldum en jafnframt stendur meirihluti þeirra fyrirtækja sem gera upp í íslenskum krónum frammi fyrir gengisáhættu í skuldum sem gefur til kynna að þau taki í nokkrum mæli lán í erlendum myntum. Þau fyrirtæki sem telja að 10% veiking uppgjörsmýntar hafi markverð áhrif á virði fyrirtækisins álíta að áhrifin nemi að meðaltali um 5% en að áhættustýring fyrirtækisins minnki þau áhrif um tæpan helming. Þessari niðurstöðu ber vel saman við sambærilegar erlendar rannsóknir, t.d. Bodnar o.fl. (2011).

Hátt hlutfall fyrirtækja markar sér stefnu um stýringu á gengisáhættu eða tæplega tvö af hverjum þremur sem er hærra hlutfall en í sambærilegum erlendum rannsóknum. Stjórn gegnir meginhlutverki í að samþykkja stefnuna sem er í samræmi við góða stjórnarhætti. Færri eru með áhættuvilja fyrir gengisáhættu en þar sem hann er þá gegnir stjórn meginhlutverki í mótun hans. Í samræmi við niðurstöður erlendra rannsókna bera fjármálastjórar yfirleitt ábyrgð á stýringu á gengisáhættu. Hjá minni fyrirtækjum er þetta hlutverk þó oft hjá forstjóra á meðan fáein stór fyrirtæki eru með sérstakt starf áhættustjóra sem ber ábyrgð á stýringu á gengisáhættu.

Gengisáhættustýring er allnokkuð miðstýrð hjá íslenskum fyrirtækjum. Stýring er þá mest hjá miðlægri fjárstýringu í samræmi við stefnu fyrirtækisins. Miðstýring virðist meiri hjá íslenskum fyrirtækjum ef litið er til niðurstöðu Jankensgård o.fl. (2016) sem segja stýringuna al-

mennt vera of staðbundna í fyrirtækjum. Hjá þeim íslensku fyrirtækjum sem segjast vera með miðstýrða áhættustýringu er annars vegar um að ræða stærri fyrirtæki með mótaða áhættustefnu sem samþykkt er af stjórn og hins vegar minni fyrirtæki sem ekki eru með mótaða stefnu. Líklegt er að stærri fyrirtækin hafi aukið miðstýringu með því að bæta stjórnskipulag fyrir stýringu á gengisáhættu en að hjá minni fyrirtækjunum sé miðstýringin hagkvæm afleiðing af einfaldara stjórnskipulagi fyrirtækjanna. Fyrirtækin nota mjög fjölbreyttar aðferðir og mælikvarða við mat á gengisáhættu en meira en helmingur þeirra segist nota alla mælikvarða og aðferðir sem nefnd eru í könnuninni a.m.k. einu sinni á ári og fimm þessara aðferða eða mælikvarða eru notuð mánaðarlega af a.m.k. 15% fyrirtækjanna.

Í samræmi við niðurstöður sambærilegra erlendra rannsókna beita íslensk fyrirtæki rekstrarvörnum meira en fjárhagslegum vörnum. Innkaup eða sala í erlendum gjaldmiðlum eru nýtt af yfir 90% fyrirtækjanna. Mest notuðu fjárhagslegu varnirnar eru lántökur í erlendum myntum og afleiður til skamms tíma og helmingur fyrirtækjanna segist beita annarri hvorri vörnninni eða báðum. Stærri fyrirtæki og fyrirtæki með útgefin skráð verðbréf birta nokkuð ítarlegar upplýsingar um gengisáhættu og stýringu hennar en hjá öðrum fyrirtækjum er upplýsingagjöfin takmarkaðri.

Segja má, með töluverðri einföldun, að dæmigert íslenskt rekstrarfyrirtæki sé með gengisáhættu á rekstrarreikningi og í skuldum og að 10% breyting á gengi krónunnar hefði 5% áhrif á virði fyrirtækisins en áhættustýring fyrirtækisins minnki þá áhættu um tæpan helming. MeGINmarkmið stýringarinnar er að draga úr breytileika í hagnaði og fyrirtækið notar fjölbreyttar aðferðir og mælikvarða við mat á áhættunni. Stjórnendur telja gengisáhættustýringuna auka virði fyrirtækisins. Hið dæmigerða fyrirtæki beitir mest rekstrarvörnum en fjárhagslegum vörnum að einhverju leyti. Stærri fyrirtæki eru með mótaða stefnu um stýringu á gengisáhættu sem samþykkt er formlega af stjórn, og jafnvel með áhættuvilja. Áhættustýringin er miðstýrð, fjármálastjóri ber ábyrgð á framkvæmd hennar og fyrirtækið birtir lýsingu á stefnu eða framkvæmd hennar í ársreikningi ásamt áhrifum gengisbreytinga á rekstrarhagnað eða hagnað. Minni fyrirtæki eru ekki með mótaða stefnu um stýringu á gengisáhættu, forstjóri eða fjármálastjóri ber ábyrgð á framkvæmd hennar og fyrirtækið birtir takmarkaðar upplýsingar um gengisáhættu og stýringu hennar í ársreikningi.

Í framhaldi af þessari rannsókn væri áhugavert að nýta einnig upplýsingar úr ársreikningum og skattframtölum fyrirtækja, í anda rannsókna Hoberg og Moon (2017), til að bæta við niðurstöður úr könnuninni. Það gæti gefið frekari innsýn í það hvernig íslensk rekstrarfyrirtæki meta og stýra í raun gengisáhættu, hver ber ábyrgð og hvernig upplýsingagjöf til eigenda og lánveitenda er háttað.

Heimildir

- Allayannis, G., Lel, U. og Miller, D. P. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, 87(1), 65–79. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.12.003>
- Allayannis, G. og Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20(2), 273–296. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(00\)00050-4](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(00)00050-4)
- Amberg, N. og Friberg, R. (2016). Three approaches to risk management—and how and why Swedish companies use them. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(1), 86–94. <https://doi.org/10.1111/jacf.12161>
- Bae, S. C., Kwon, T. H. og Park, R. S. (2018). Managing exchange rate exposure with hedging activities: New approach and evidence. *International Review of Economics & Finance*, 53, 133–150. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.10.017>
- Bodnar, G. M. og Gentry, W. M. (1993). Exchange rate exposure and industry characteristics: Evidence from Canada, Japan, and the USA. *Journal of International Money and Finance*, 12(1), 29–45. [https://doi.org/10.1016/0261-5606\(93\)90008-Y](https://doi.org/10.1016/0261-5606(93)90008-Y)
- Bodnar, G. M., Giambona, E., Graham, J. R. og Harvey, C. R. (2019). A view inside corporate risk management. *Management Science*, 65(11), 5001–5026. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3081>

- Bodnar, G. M., Giambona, E., Graham, J. R., Harvey, C. R. og Marston, R. C. (2011). Managing risk management. *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1787144>
- Brealey, R. A. og Kaplanis, E. C. (1995). Discrete exchange rate hedging strategies. *Journal of Banking & Finance*, 19(5), 765–784. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00089-Y](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00089-Y)
- Dominguez, K. M. og Tesar, L. L. (2006). Exchange rate exposure. *Journal of International Economics*, 68(1), 188–218. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.01.002>
- Dornbusch, R. (1976). Exchange rate expectations and monetary policy. *Journal of International Economics* 6(3), 231–244. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(76\)90001-5](https://doi.org/10.1016/0022-1996(76)90001-5)
- Geyer-Klingenberg, J., Hang, M. og Rathgeber, A. (2021). Corporate financial hedging and firm value: A meta-analysis. *The European Journal of Finance* 27(6), 461–485. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2020.1816559>
- Giambona, E., Graham, J. R., Harvey, C. R. og Bodnar, G. M. (2018). The theory and practice of corporate risk management: Evidence from the field. *Financial Management* 47(4), 783–832. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3143797>
- Hoberg, G. and Moon, S. K. (2017). Offshore activities and financial vs operational hedging. *Journal of Financial Economics*, 125(2), 217–244. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.003>
- Hodder, J. E. (1982). Exposure to exchange-rate movements. *Journal of International Economics*, 13(3–4), 375–386. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(82\)90065-4](https://doi.org/10.1016/0022-1996(82)90065-4)
- Hutson, E. og Laing, E. (2014). Foreign exchange exposure and multinationality. *Journal of Banking & Finance*, 43, 97–113. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.002>
- Jankensgård, H., Alvinjussen, A. og Oxelheim, L. (2016). Why FX risk management is broken – And what boards need to know to fix it. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(1), 46–61. <https://doi.org/10.1111/jacf.12158>
- Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of US multinationals. *Journal of Business*, 63(3), 331–345. <https://www.jstor.org/stable/2353153>
- Jung, H. (2021). The real consequences of macroprudential FX regulations. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 989*. <https://hdl.handle.net/10419/247912>
- Nocco, B. W. og Stulz, R. M. (2022). Enterprise risk management: Theory and practice. *Journal of Applied Corporate Finance*, 34(1), 81–94. <https://www.jstor.org/stable/2353153>
- Saharan, A. og Rajendran, M. (2024). Do corporate hedge theories explain the natural hedge strategies of firms? A meta-analytic review. *International Review of Economics & Finance*, 94, 103361. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.05.040>
- Seðlabanki Íslands. (2012). *Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum*. Sérít nr. 7.
- Shapiro, A. C. (1977). Defining exchange risk. *The Journal of Business*, 50(1), 37–39. <https://www.jstor.org/stable/2352288>
- Sigurgeirsson, P. F. (2017). *Gengisvarnir hótela og gistiheimila* [BS-ritgerð, Háskólinn á Bifröst]. <http://hdl.handle.net/1946/29169>

Viðauki A. Tölur og myndir

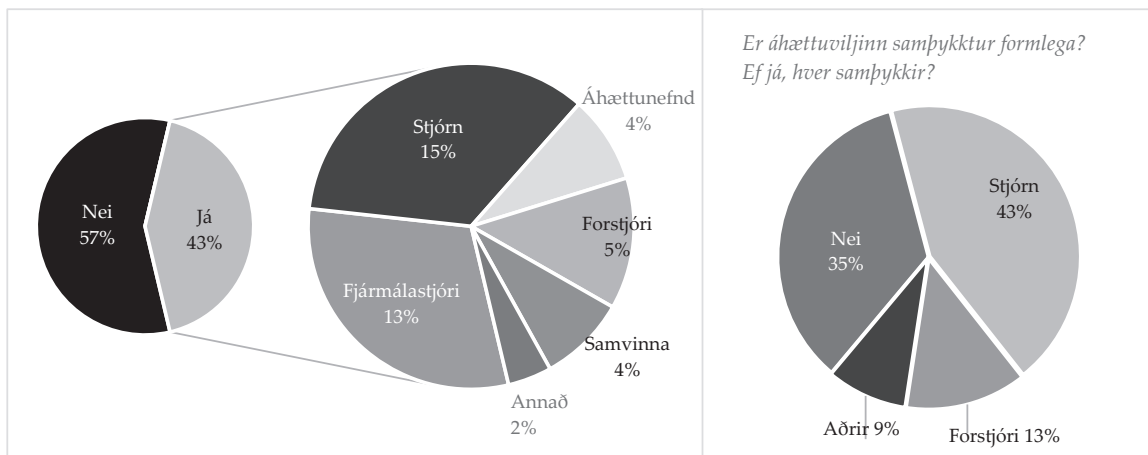
Tafla A1

Fjöldi fyrirtækja í úrtakinu með útgefin skráð verðbréf

Skráð verðbréf	Öll fyrirtæki		Með gengisáhættu	
	Fjöldi	Hlutfall	Fjöldi	Hlutfall
Hlutabréf	9	13%	8	14%
Skuldabréf	6	9%	4	7%
Hvorugt	58	84%	48	84%
Hvort tveggja	−4	−6%	−3	−5%
Alls	69	100%	57	100%

Mynd A1

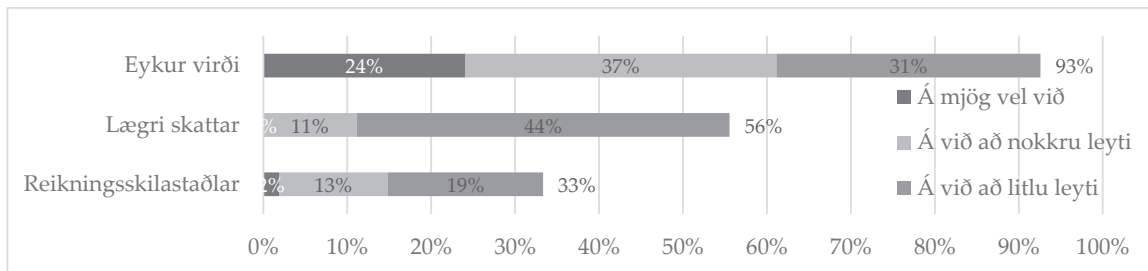
Er fyrirtækið með mótaðan áhættuvilja um ásættanlega gengisáhættu? Ef já, hver mótar áhættuviljann?



Fjöldi svara: 53

Mynd A2

Hversu vel á hver eftirfarandi staðhæfinga við um stýringu gengisáhættu hjá fyrirtækinu?



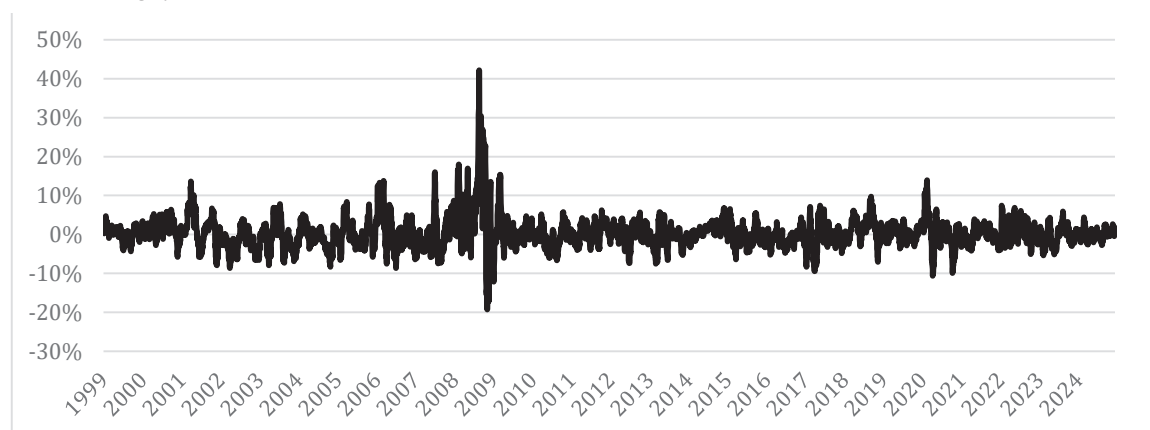
Fjöldi svara: 54

Viðauki B. Greining á gengissveiflum

Frá ársbyrjun 2009 og til janúarloka 2025 var árlegt flökt krónunnar gagnvart evru um 10% sem er nokkuð lægra en á fyrstu árum aldarinnar þegar það var nær 15%. Flöktið var nokkuð minna, eða 8,5%, frá 2010 til 2019 en 12% í upphafi aldarinnar. Þetta mynstur má einnig sjá í mánaðarlegu flökti á mynd B1 þar sem sjónarmunur er á flökti krónunnar gagnvart evru á fyrstu tíu árum aldarinnar og síðustu 15 árum. Til samanburðar hefur árlegt flökt evru á móti dal verið um 8% frá 2010 og árlegt flökt dals á móti jeni nær 11%. Almennt má segja að flökt krónu gagnvart evru eða dal hafi verið lítið meira, samkvæmt öllum mælikvörðum, eftir fjármálaáfallið en flökt evru á móti dal eða jens á móti dal. Þetta má sjá vel með samanburði á 95% og 5% gildum á þriggja mánaða gengishreyfingum á krónu og öðrum gjaldmiðlum á mynd B2. Dreifing á hreyfingum krónunnar reyndist þó frekar skekkt (skewed) í samanburði við dreifingu á gengishreyfingum evru á móti dal eða jens á móti dal, sér í lagi fyrir fjármálaáfall. Miklar breytingar á gengi krónunnar eru líklegar, og meiri en normal-dreifing gæfi til kynna, það er þelsveigju-gildið (kurtosis) er hátt. Þetta var þó einnig minna áberandi eftir 2009.

Mynd B1

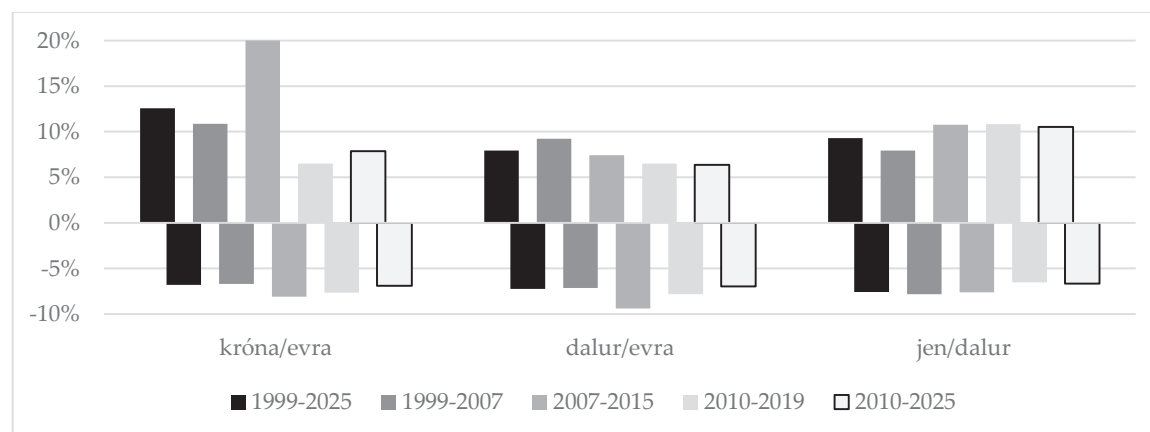
Mánaðarlegt flökt evru/krónu



Útreikningar höfunda. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd B2

Samanburður á 95% og 5% gildum á þriggja mánaða gengishreyfingum



Útreikningar höfunda. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Viðauki C. Spurningakönnun

1. Upplýsingar um fyrirtækið

1. Hver svarar þessum spurningalista, starfstíll?
Forstjóri (CEO), Fjármálastjóri (CFO), Áhættustjóri, (CRO), Annar:
2. Hver er meginstarfsemi fyrirtækisins?
3. Hver er uppgjörsmýnt fyrirtækisins?
4. Hverjar voru heildareignir fyrirtækisins um síðustu áramót?
5. Hverjar voru heildartekjur fyrirtækisins á síðasta ári?
6. Í hvaða mynt (annarri en uppgjörsmýnt) er mesta gengisáhætta fyrirtækisins?
7. Er fyrirtækið með útgefin skráð hlutabréf?
8. Er fyrirtækið með útgefin skráð skuldabréf?
9. Hverjar voru heildartekjur fyrirtækisins á síðasta ári?
10. Stendur fyrirtækið frammi fyrir einhverri gengisáhættu? Ef svarið við þessari spurningu er nei þarftu ekki að svara frekari spurningum.
11. Aðrar upplýsingar um fyrirtækið sem þú vilt að komi fram?

2. Gengisáhætta fyrirtækisins

12. Í hverjum af eftirfarandi þáttum er gengisáhætta hjá fyrirtækinu? Merkið við allt sem við á.
 - Sjóðstreymi
 - Tekjum
 - Gjöldum
 - Eignum
 - Skuldum
 - Samkeppnisstöðu (competitive currency exposure),
 - Einskiptisáhrifum tengd yfirtöku eða stórum fjárfestingum eða viðskiptum
 - Ekkert ofangreint á við
 - Veit ekki / vil ekki svara
 - Annað:
13. Að teknu tilliti til áhættustýringar fyrirtækisins, hvaða áhrif áætlaðu (u.þ.b.) að skyndileg 10% lækkun á gengi uppgjörsmýntar gagnvart öðrum gjaldmiðlum hefði á virði fyrirtækisins, í prósentum? Vinsamlegast sláðu inn mínustölu ef virðið myndi lækka, plústölu ef virðið myndi hækka en 0 ef það hefði engin eða óveruleg áhrif.
14. Ef ekki væri fyrir áhættustýringu fyrirtækisins, hvaða áhrif áætlaðu (u.þ.b.) að skyndileg 10% lækkun á gengi uppgjörsmýntar gagnvart öðrum gjaldmiðlum hefði á virði fyrirtækisins, í prósentum? Vinsamlegast sláðu inn mínustölu ef virðið myndi lækka, plústölu ef virðið myndi hækka en 0 ef það hefði engin eða óveruleg áhrif.
15. Annað sem þú vilt að komi fram varðandi gengisáhættu fyrirtækisins?

3. Stjórnskipulag fyrir áhættustýringu

16. Er fyrirtækið með mótaða stefnu um stýringu á gengisáhættu? Ef já, hver mótar stefnuna?
 - Nei
 - Já, stjórn
 - Já, forstjóri (CEO)
 - Já, fjármálastjóri (CFO)
 - Já, áhættustjóri (CRO)
 - Já, áhættunefnd stjórnar eða önnur undirnefnd stjórnar
 - Já, áhættunefnd framkvæmdastjórnar eða önnur sambærileg nefnd
 - Veit ekki / á ekki við / vil ekki svara
 - Annað:

17. Er stefnan samþykkt formlega? Ef já, þá hver samþykkir? Þú þarft aðeins að svara þessari spurningu ef fyrirtækið er með mótaða stefnu.
 - Nei
 - Já, stjórn
 - Já, forstjóri (CEO)
 - Já, fjármálastjóri (CFO)
 - Já, áhættustjóri (CRO)
 - Já, áhættunefnd stjórnar eða önnur undirnefnd stjórnar
 - Já, áhættunefnd framkvæmdastjórnar eða önnur sambærileg nefnd
 - Veit ekki / á ekki við / vil ekki svara
 - Annað:
18. Er fyrirtækið með mótaðan áhættuvilja (risk appetite) um ásættanlega gengisáhættu? Ef já, hver mótar áhættuviljann?
 - Nei
 - Já, stjórn
 - Já, forstjóri (CEO)
 - Já, fjármálastjóri (CFO)
 - Já, áhættustjóri (CRO)
 - Já, áhættunefnd stjórnar eða önnur undirnefnd stjórnar
 - Já, áhættunefnd framkvæmdastjórnar eða önnur sambærileg nefnd
 - Veit ekki / á ekki við / vil ekki svara
 - Annað:
19. Er áhættuviljinn samþykktur formlega? Ef já, hver samþykkir? Þú þarft aðeins að svara þessari spurningu ef fyrirtækið er með mótaðan áhættuvilja.
 - Nei
 - Já, stjórn
 - Já, forstjóri (CEO)
 - Já, fjármálastjóri (CFO)
 - Já, áhættustjóri (CRO)
 - Já, áhættunefnd stjórnar eða önnur undirnefnd stjórnar
 - Já, áhættunefnd framkvæmdastjórnar eða önnur sambærileg nefnd
 - Veit ekki / á ekki við / vil ekki svara
 - Annað:
20. Ber einhver meginábyrgð á stýringu á gengisáhættu innan fyrirtækisins? Ef já, hver?
 - Nei
 - Já, stjórn
 - Já, forstjóri (CEO)
 - Já, fjármálastjóri (CFO)
 - Já, áhættustjóri (CRO)
 - Já, áhættunefnd stjórnar eða önnur undirnefnd stjórnar
 - Já, áhættunefnd framkvæmdastjórnar eða önnur sambærileg nefnd
 - Veit ekki / á ekki við / vil ekki svara
 - Annað:
21. Hvert eða hver eru meginmarkmið stýringar fyrirtækisins á gengisáhættu?
 - Að draga úr breytileika í sjóðstreymi
 - Að tryggja að sjóðstreymi haldist yfir ákveðnu lágmarki
 - Að draga úr breytileika í hagnaði
 - Að tryggja að eiginfjárlutfall haldist yfir ákveðnu lágmarki
 - Að draga úr breytileika í virði
 - Að tryggja að hægt sé að fjármagna nýjar fjárfestingar
 - Að tryggja að skilyrði í lánaskilmálum séu uppfyllt

Valmöguleikar:

- Á alls ekki við
- Á við að litlu leyti
- Á við að nokkru leyti
- Á mjög vel við

22. Hversu vel á hver eftirfarandi staðhæfinga við um stýringu á gengisáhættu hjá fyrirtækinu?

- Við teljum að virk stýring gengisáhættu auki virði fyrirtækisins
- Við teljum að virk stýring gengisáhættu leiði til lægri skattakostnaðar með tímanum
- Reikningsskilastaðlar hafa áhrif á stýringu fyrirtækisins á gengisáhættu

Valmöguleikar

- Ekkert
- Lítið
- Nokkuð
- Mikið

23. Til hvaða eftirfarandi þátta tekur stýring fyrirtækisins á gengisáhættu?

- Sjóðstreymi
- Tekjur
- Gjöld
- Eignir
- Skuldir
- Samkeppnistaða
- Einskiptisáhrif tengd yfirtöku eða stórum fjárfestingum eða viðskiptum

Valmöguleikar

- Ekkert
- Lítið
- Nokkuð
- Mikið

24. Annað sem þú vilt að komi fram varðandi stjórnskipulag áhættustýringar?

4. Mat á gengisáhættu

25. Hvaða aðferðum eða mælikvörðum beitir fyrirtækið til að meta gengisáhættu? „Lítið“ er einungis í tengslum við ársuppgjör eða sjaldnar. „Mikið“ er mánaðarlega eða oftár. „Nokkuð“ er þar á milli.

- Opin staða (exposure) í erlendum gjaldmiðlum í heild eða sem hlutfall af eigin fé, veltu eða annarri stærð
- Veruleg staða (material exposure) í erlendum gjaldmiðlum
- Mat á áhættu í einstökum viðskiptum
- Áætlanir eða spár fyrir rekstrarreikning, efnahagsreikning og/eða sjóðstreymi
- Flökt (volatility, variance) gjaldmiðla
- Fylgni (covariance, correlation) gjaldmiðla
- Fé í húfi (Value at Risk, VaR)
- Hætta á greiðslufalli fyrirtækisins
- Áhrif gengisbreytinga á fjárhagslegar kennitölur
- Áhrif gengisbreytinga á skilyrði lánasamninga
- Áhættumælaborð með nokkrum mælikvörðum og/eða kennitölu

Valmöguleikar:

- Ekkert
- Lítið
- Nokkuð
- Mikið

26. Annað sem þú vilt að komi fram varðandi mat fyrirtækisins á gengisáhættu?

5. Framkvæmd áhættustýringar vegna gengisáhættu

27. Hvert af eftirfarandi lýsir best hversu miðlæg eða dreifð framkvæmd áhættustýringar vegna gengisáhættu er innan fyrirtækisins?
- Hver viðskiptaeining eða dótturfélag stýrir áhættunni í samræmi við eigin stefnu
 - Hver viðskiptaeining eða dótturfélag stýrir áhættunni í samræmi við stefnu fyrirtækisins eða samstæðunnar
 - Hver viðskiptaeining eða dótturfélag stýrir áhættunni í samræmi við stefnu fyrirtækisins eða samstæðunnar en gengisvarnir eru framkvæmdar af miðlægri fjárstýringu (eða sambærilegri einingu)
 - Hver viðskiptaeining eða dótturfélag stýrir áhættunni með innri samningum við miðlæga fjárstýringu (eða sambærilega einingu)
 - Miðlæg fjárstýring (eða sambærileg eining) stýrir áhættunni í samræmi við stefnu fyrirtækisins
 - Miðlæg fjárstýring (eða sambærileg eining) stýrir áhættunni í samræmi við stefnu fyrirtækisins og úthlutar eftir atvikum vörnum á viðskiptaeiningar eða dótturfélög með innri samningum
- Annað:
28. Hvert af eftirtöldu nýtir fyrirtækið til að stýra gengisáhættu (gengisvarnir)?
- Innkaup í erlendum myntum
 - Laun í erlendum myntum
 - Sala í erlendum myntum
 - Breytingar á rekstri, þ.m.t. framboði eða verði, og tilflutningur á framleiðslu eða vinnuafli
 - Lántaka í erlendum myntum
 - Innstæður eða auðseljanleg verðbréf í erlendum myntum
 - Aðrar eignir í erlendum myntum
 - Afleiður til skamms tíma (innan árs)
 - Afleiður til lengri tíma (meira en ár)
- Valmöguleikar:
- Aldrei
 - Lítið
 - Nokkuð
 - Mikið
29. Geturðu nefnt einstakt dæmi um hvernig fyrirtækið hefur nýtt gengisvarnir til að draga úr gengisáhættu með einhverjum þeim hætti sem nefndur er í síðustu spurningu?
30. Annað sem þú vilt að komi fram varðandi gengisvarnir fyrirtækisins?

6. Upplýsingagjöf til hluthafa eða markaðar

31. Með hvaða hætti upplýsir fyrirtækið um stefnu áhættustýringar vegna gengisáhættu og/eða framkvæmd hennar til eigenda, hluthafa eða markaðarins, t.d. í ársreikningi?
- Lýsing á stefnu áhættustýringar vegna gengisáhættu
 - Lýsing á framkvæmd áhættustýringar vegna gengisáhættu
- Annað:
32. Með hvaða hætti upplýsir fyrirtækið um áhrif breytinga á gengi gjaldmiðla á rekstur og efnahag fyrirtækisins til eigenda, hluthafa eða markaðarins, t.d. í ársreikningi? Merkið við allt sem við á.
- Áhrif á sjóðstreymi
 - Áhrif á rekstrarhagnað, EBITDA, EBITA eða annan sambærilegan mælikvarða
 - Áhrif á hagnað
 - Áhrif á virði eigna
 - Áhrif á virði fjárhagslegra eigna
 - Áhrif á skuldir

- Áhrif á eigið fé
- Áhrif á fjárhagslegar kennitölur
- Áhrif á skilyrði lánasamninga
- Ekkert af ofangreindu á við
- Annað:

33. Annað sem þú vilt að komi fram varðandi upplýsingagjöf fyrirtækisins?

7. Annað

34. Er eitthvað annað sem þú vilt koma á framfæri varðandi gengisáhættu eða áhættustýringu fyrirtækisins?