



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Kandidatuppsats, C-nivå
Industrial and Financial Management
Vårterminen 2013

Valutasäkringsstrategier

En kartläggning av svenska företag inom industribranschen på Mid
Cap och Large Cap

Uppsatsförfattare:	Födelseårta
David Brodén	841130
Marcus Torberntsson	850520

Handledare: Anders Axvärn

Institutionen för Industrial and Financial
Management på Handelshögskolan vid
Göteborgs Universitet

Sammanfattning

I den här uppsatsen kartläggs operationella valutasäkringsstrategier i svenska företag. Företagen återfinns inom industribranschen på Large Cap och Mid Cap på Stockholmsbörsen.

För att få en generell kunskap om valutasäkringsstrategier hölls initiala intervjuer med dels Magnus Jarlén, Corporate Finance Director på AB Volvo, dels Peter Karlsson, Head of Treasury på AB Volvo. Förutom att bidra till bakgrundskunskap, utmynnade även intervjuerna i en problemdiskussion utifrån vilken frågeställningar skapades.

Uppsatsen ämnar besvara hur valutasäkringsstrategier ser ut i de gällande företagen, samt om finanskrisen 2008 har haft någon påverkan och i så fall hur den påverkat valutasäkringsstrategierna. Uppsatsen ämnar även undersöka om det finns riktlinjer för hur valutasäkringsstrategier skapas. Slutligen undersöks varför vissa företag säkrar sin valutaexponering med derivatinstrument medan vissa företag väljer att inte göra det.

Som underlag för att besvara frågeställningarna har en litteraturstudie gjorts tillsammans med granskningar av tidigare svenska och utländska undersökningar inom valutahandlingsområdet. Dessutom har en elektronisk enkät skickats ut till företagen. Det är svaren från enkätundersökningen som senare bidragit till uppsatsens resultat.

Vi konstaterar att det vanligaste derivatinstrumentet som används är terminer, någonting teori och tidigare studier stärker. En operationell strategi som företagen använder sig av i stor omfattning är matchning av in- och utflöden. Det konstateras även att finanskrisen 2008 inte har haft några större effekter på företagens valutasäkringsstrategier. Vidare konstateras att valutasäkringsstrategierna regleras av en tydlig valutapolicy i en klar majoritet av företagen. Slutligen återfanns vissa skillnader i hur företagen hanterade sin valutaexponering.

Vi anser att uppsatsen har bidragit till att öka förståelsen gällande vilka valutasäkringsstrategier som råder i svenska företag inom industribranschen på Mid Cap och Large Cap i dagsläget. Vi hoppas att uppsatsen kan användas som bas för vidare studier inom ett område som fortfarande lämnar mycket att upptäcka.

Tackord

Ett stort tack vill vi rikta till vår handledare Anders Axvärn för vägledning under uppsatsens gång.

Vi vill även rikta ett stort tack till Magnus Jarlén och Peter Karlsson på AB Volvo, som har gett oss ovärderlig information ur ett praktiskt perspektiv.

Vi vill slutligen tacka alla respondenter som deltagit och gjort denna studie möjlig.

David och Marcus

Innehållsförteckning

Sammanfattning.....	i
Tackord.....	ii
Innehållsförteckning.....	iii
Ordlista.....	v
1 Inledning.....	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemformulering.....	4
1.3 Syfte.....	5
2 Metod.....	6
2.1 Referensram.....	6
2.2 Datainsamling.....	7
2.2.1 Population.....	7
2.2.2 Elektronisk enkät.....	7
2.2.3 Enkätfrågor.....	8
2.3 Förundersökande intervjuer.....	8
2.3.1 AB Volvo.....	8
2.3.2 Intervjufrågor.....	9
2.4 Reliabilitet och validitet.....	10
2.5 Utmaningar.....	10
3 Teori och tidigare studier.....	12
3.1 Hedging med derivatinstrument.....	12
3.1.1 Terminkontrakt.....	14
3.1.2 Valutaoptioner.....	14
3.1.3 Valutafutures.....	15
3.1.4 Valutaswappar.....	15
3.1.5 Lån i utländsk valuta.....	15
3.2 Operationella strategier.....	16
3.2.1 Naturlig hedge.....	16
3.2.2 Matchning av in- och utflöden.....	16
3.2.3 Leads and Lags.....	16
3.2.4 Netting.....	17

3.2.5 Faktura- och valutaklausuler	17
3.3 Hur företag bör hedga	17
4 Enkätresultat	19
4.1 Strategier hos företag som använder derivatinstrument	19
4.1.1 Varför företag valutasäkrar	19
4.1.2 Typer av derivat som används.....	20
4.1.3 Användning av operationella strategier	20
4.1.4 Hur långa derivat används?	21
4.1.5 Valutakursfluktuationernas påverkan	22
4.1.6 Policy och benchmarking.....	22
4.1.7 Finanskrisens effekter	22
4.2 Strategier hos företag som inte använder derivatinstrument	23
4.2.1 Finanskrisens effekter	24
4.2.2 Valutakursfluktuationernas påverkan	24
4.2.3 Användning av operationella strategier	24
4.2.4 Policy	25
5 Empiri från intervjuer	26
6 Resultatanalys.....	28
7 Slutsats	32
8 Förslag till vidare studier	34
Referenser	35
Bilaga 1	38
Bilaga 2	39
Bilaga 3	44
Bilaga 4	45

Ordlista

Valutakurs – Ett relativt mått som anger hur mycket en valuta är värd i en annan, exempelvis hur många svenska kronor (SEK) som en amerikansk dollar (USD) växlas till.

Valutakursfluktuation – Innebär rörelser i relativa valutakurser, exempelvis SEK/USD.

Valutasäkringsstrategi – En strategi för att reducera eller eliminera sannolikheten för förlust orsakat av fluktuationer i valutakurser.

Hedging – Det engelska ordet för säkring. Innefattas av såväl finansiella som operationella strategier.

Operationellt kassaflöde – Visar ett företags kassaflöde från den operativa verksamheten, det vill säga vad den dagliga rörelseverksamheten genererar kassamässigt.

Transaktionsexponering – Risken som företag utsätts för när de är involverade i internationell handel, om valutakurser ändras när de ingått bindande affärsavtal.

Operationell valutasäkringsstrategi – Anger hur ett företag hanterar transaktionsexponeringen för det operationella kassaflödet.

Derivatinstrument – Värdepapper som är knutna till framtida händelser och som baseras på underliggande tillgångar.

1 Inledning

Den 26 maj 2010 kostade den amerikanska dollarn drygt 8 SEK. Mindre än ett år senare, den 29 april 2011, kostade den amerikanska dollarn ganska precis 6 SEK. Exemplet är talande för valutamarknadens volatilitet. Vid kraftiga valutakursrörelser kan svenska företag som ingår avtal med utländska aktörer på kredit göra valutakursvinster i mångmiljonklassen, men även förluster av samma dignitet.



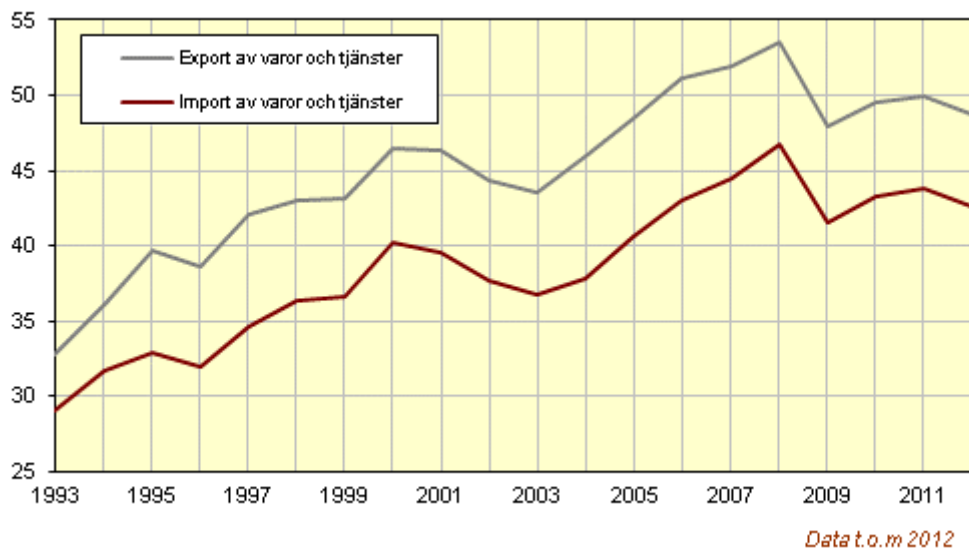
Figur 1.1 Avistakurs, SEK per USD, från och med den 12 april 2008 till och med den 11 april 2013. (XE 2013.)

Konjunkturförändringar kan lätt få effekter på en liten, flytande valuta som den svenska med kraftiga valutakursförändringar som följd. Hur svenska utlandsberoende industriföretag agerar för att undvika risker, förknippade med oförutsedda svängningar i valutakurserna vid ingående av avtal på kredit, är därför ett område som är högst intressant att studera.

1.1 Bakgrund

Sverige är ett av världens mest exportberoende länder och således även ett land som är känsligt för konjunktursvängningar i viktiga handelsländer (Ekonomifakta 2011). Det är inte

bara exportberoende företag som är känsliga för valutakursrörelser. Även importerande företag som ingår avtal på kredit, kan tvingas betala mer än vid en omedelbar kontantaffär, om den svenska kronan deprecierar mot den gällande handelsvalutan. Sveriges export samt import av varor och tjänster i relation till BNP åskådliggörs i Figur 1.2 nedan.



Figur 1.2 Export och import av varor och tjänster som procentuell andel av BNP. (SCB 2013a.)

År 2012 uppgick den svenska varuexporten till 1 169 miljarder kronor medan motsvarande siffra för varuimporten uppgick till 1 101 miljarder kronor (SCB 2013b). Samma undersökning från SCB gör gällande att det är verkstadsvaror som är det överlägset största varuområdet med en export motsvarande drygt 510 miljarder kronor. Även med avseende på importvaror, är verkstadsvaror det största varuområdet med en import nära 444 miljarder kronor.

Även om definitionen av vad som är en verkstadsvara är något bred, samtidigt som få varor är helt homogena i sin natur, är det ett rimligt antagande att många av de företag som exporterar verkstadsvaror återfinns inom industribranschen i branschklassificeringssystemet GICS, Global Industry Classification Standard. Det stora utlandsberoendet i svenska industri- och verkstadsföretag gör sektorn intressant att studera med avseende på riskreducering med hjälp av valutasäkringsstrategier.

Det har gjorts en del liknande utländska studier gällande valutasäkringsstrategier. Joseph (2000) studerar exempelvis industriföretag i Storbritannien och undersöker om det finns något

samband mellan val av hedgingmetoder och företagens egenskaper. Joseph (2000) konstaterar i sina resultat att brittiska industriföretag tenderar att fokusera på valutasäkring med hjälp av derivatinstrument, snarare än operationella valutasäkringsmetoder. Vidare konstateras att valet av valutasäkringsmetod baseras på vilken typ av exponering som företaget ställs inför.

Allayanis & Ofek (2001) menar att de enda faktorerna som avgör ett företags omfattning med avseende på hedging, är exponeringsfaktorerna, det vill säga handel med utlandet i en annan valuta. Detta leder vidare till tesen att om ett företag bestämmer sig för att hedga, så beror det endast på hur exponerade de är för valutakursrörelser.

En av de mest citerade studierna inom området har gjorts av Bodnar (1999). Den komparativa studien undersöker hur riskhanteringen sköts med hjälp av derivatinstrument i amerikanska och tyska icke-finansiella företag. Även om studien börjar bli relativt gammal och mycket har hänt på området, signalerar den ändå att vilka valutasäkringsstrategier som används kan bero på vilket ursprung firmorna har.

Inte alla studier som har gjorts är inriktade mot flera företag eller branscher. Brown (2001) har i en fallstudie exempelvis undersökt hur ett amerikanskt tillverkande företag hanterar valutakursrisken med hjälp av derivatinstrument. Undersökningen har genomförts med hjälp av studier, dokument och analys av 3 110 transaktioner kopplade till derivatinstrument. Brown (2001) konstaterar i det individuella fallet att företaget har en treasury- och riskhanteringsfunktion som är väl integrerad med företagets utländska operationer.

Niclas Hagelin och Bengt Pramborg ligger bakom flertalet av de studier som har gjorts inom valutasäkringsområdet på den svenska marknaden. Hagelin & Pramborg (2004) undersöker relationen mellan exponering och hedging med hjälp av finansiella instrument i svenska företag. Studien fokuserar dock på flera olika typer av exponering, exempelvis translationsexponeringen som är mer redovisningsmässig i sin natur.

Även i Hagelin & Pramborg (2006) studeras såväl transaktionsexponeringen som translationsexponeringen. Studien omfattar åren 1998 till 2001 och ämnar differentiera valutasäkringsstrategierna mellan de två exponeringstyperna hos 274 icke-finansiella svenska företag. Författarna konstaterar att transaktionsexponeringen valutasäkras oftare och att strategierna görs i enlighet med att maximera värdet för aktieägarna.

En annan svensk studie har gjorts av Bergendahl & Sjögren (2011). Studien jämför valutasäkringsstrategierna i ett antal brittiska och svenska företag under åren 1985, 1996 samt

2008. Bergendahl & Sjögren (2011) konstaterar bland annat att graden av centralisering har ökat, delvis på grund av tidigare spekulationsförluster. Dessutom nämns att många svenska företag använder sig av valuta- och fakturaklausuler så att utländska företag kan fakturera i sin hemvaluta. I övrigt noteras att inga företag använder sig av den operationella valutasäkringsstrategin ”leads and lags”.

Sveriges Radio (2012) skriver att svenska storbanker som SEB och Handelsbanken noterar en vrikande trend när det gäller svenska företags in- och upplåning i utländsk valuta. Utifrån den vrikande trenden avseende lånerelaterade transaktioner i utländsk valuta dras slutsatsen att valutasäkringen har minskat. Även om de svenska storbankernas statistik tyder på att omfattningen av svenska företags valutasäkringsrelaterade transaktioner har minskat, så finns det ingen data som bevisar att så faktiskt är fallet.

I undersökningen *Valutahantering i multinationella företag* skriver SCB (2008) bland annat att en valutapolicy indikerar hur stor del av valutaflödena som ska valutasäkras samt hur dessa ska genomföras i praktiken. Dessutom anges det i policyn vilken huvudvaluta företaget har. Vidare nämner SCB (2008) att hanteringen av valutarisker primärt sker genom respektive företags treasuryfunktion eller internbank.

Det verkar råda vissa skillnader mellan svenska företags valutasäkringsstrategier. I en artikel från *Privata Affärer* (2010) nämns att över en fjärdedel av svenska småföretag gör affärer med utlandet, men att 71 % av dessa inte skyddar sig mot valutarisker, detta trots att fyra av tio småföretagare upplever risken som ett stort hinder vid utlandsaffärer.

Att större företag, i jämförelse med små företag, är mer benägna att säkra sina kassaflöden med derivatinstrument, nämner Bodnar (1998). En liknande bild ges av Allayanis & Ofek (2001) som hävdar att det är en större sannolikhet att stora företag med en avdelning för forskning och utveckling, använder sig av derivatinstrument för att minska exponeringen vid valutakursförändringar. Hagelin & Pramborg (2006) påpekar också att valet av valutasäkringsstrategi korrelerar med företagets storlek.

1.2 Problemformulering

I en förundersökande intervju med Magnus Jarlén, Corporate Finance Director på AB Volvo, framkom en bristande statistisk tillgänglighet över användandet av valutasäkringsstrategier i svenska industriföretag. De tidigare svenska studierna som har gjorts, har en räckvidd som

sträcker sig över flera branscher, varför en kartläggning av svenska industriföretag på Mid Cap och Large Cap fortfarande anses nödvändig.

Bergendahl & Sjögren (2011) har i sin studie bland annat valt att undersöka huruvida en stor makroekonomisk reform, införandet av euron, har påverkat svenska företags valutasäkringsstrategier. Då vi fortfarande befinner oss i kölvattnet av en annan stor makroekonomisk händelse, finanskrisen 2008, anses det motiverat att undersöka om finanskrisen har haft någon effekt på industriföretagen som kartläggs i den här studien.

Att större svenska företag har riktlinjer i form av en valutapolicy som är tätt integrerad med de strategiska beslut som tas inom företaget är enligt studien från SCB (2008) vanligt. Då samma studie undersöker flera olika branscher, är det oklart huruvida företagens riktlinjer för hanteringen av valutarisker är representativa för industribranschen generellt. Det är därför motiverat att undersöka riktlinjerna för industribranschen specifikt.

Enligt studierna från såväl Allayanis & Ofek (2001) som Hagelin & Pramborg (2006) är stora företag mer benägna att valutasäkra med hjälp av derivatinstrument. Om inte alla stora företag valutasäkrar med hjälp av derivatinstrument är det intressant att undersöka varför vissa företag gör det, medan andra företag väljer att inte göra det.

Det övergripande och generella målet med kartläggningen är att ge en ökad förståelse för hur transaktionsexponeringen som uppstår i samband med operationella kassaflöden hanteras i svenska industriföretag på Mid Cap och Large Cap. De mer specifika frågeställningarna som undersökningen ämnar besvara, är de som framkommit i problemformuleringen och som sammanfattas nedan.

- Hur ser valutasäkringsstrategierna ut hos svenska företag inom industribranschen på Mid Cap och Large Cap?
- Har finanskrisen 2008 haft någon påverkan på valutasäkringsstrategierna och i så fall hur?
- Finns det riktlinjer för hur valutasäkringsstrategier skapas inom industribranschen?
- Varför säkrar vissa företag sin valutaexponering med derivatinstrument och varför väljer vissa företag att inte göra det?

1.3 Syfte

Syftet med den här uppsatsen är att kartlägga de valutasäkringsstrategier som svenska företag inom industribranschen på Mid Cap och Large Cap tillämpar för att säkra operationella kassaflöden.

2 Metod

I syfte att kartlägga hur svenska industriföretag på Large Cap och Mid Cap säkrar sina operationella kassaflöden, har vi valt att använda oss av en elektronisk enkät.

Vi har valt att presentera såväl svenska som utländska undersökningar som tidigare gjorts. Avsikten är att ge läsaren en bred uppfattning gällande vad som är teoretiskt och praktiskt gångbart när företag väljer strategi för att hantera sin transaktionsexponering. Vår studie fokuserar dock endast på den svenska marknaden där få liknande undersökningar gjorts gällande svenska företags valutasäkringsstrategier på senare tid.

Resultat från enkätundersökningen presenteras i beskrivande textstycken såväl som i diagram och tabeller. Förundersökande intervjuer presenteras endast i beskrivande textstycken. Resultatanalysens uppbyggnad är formad efter de frågeställningar som återfinns i såväl bakgrunden som i problemformuleringen. I analysen diskuteras och jämförs resultaten från enkäten med tidigare studier, teori, samt information hämtad från intervjuerna, för att skildra egenheter och likheter mellan dessa.

I de fall som citering görs visas detta genom citattecken och okursiverad stil ihopskrivet med den löpande texten. Genom hela uppsatsen är källor och referenser behandlade i enlighet med Harvardsystemet. Källorna som vi refererat till återfinns mer utförligt i referenslistan mot slutet av uppsatsen. (Strömquist 2010.)

2.1 Referensram

För att på ett tillfredsställande sätt kunna konstruera en teoretisk referensram med avseende på valutasäkringsstrategier, har vi i första hand förlitat oss på befintlig litteratur på området. Främst är det Eun m.fl. (2012) och Berk & DeMarzo (2011) som har använts för att ge oss kunskap gällande vilka valutasäkringsmetoder, såväl operationella som finansiella, som är möjliga i teorin. Litteraturen har på så sätt hjälpt oss att ställa relevanta frågor i den elektroniska enkäten som skickats ut till företagen.

För att få en så bred uppfattning om vad för studier som tidigare gjort inom området för valutasäkringsstrategier har vi använt oss av bland annat databaserna JSTOR, GUNDA, EDGAR, Business Source Premier, Google Scholar och Science Direct. Åtkomst till dessa har fåtts via hemsidan för Göteborgs universitetsbibliotek. De sökord som vi har använt oss av är bland andra ”currency hedging strategies”, ”foreign exchange exposure”, ”managing foreign exchange exposure”, ”FX hedging”, ”valutasäkringsstrategier” och ”växelkursexponering”. I

sökningarna har vi även inkluderat ”Swedish”, ”Sweden”, ”Sverige” eller ”svenska” för att öka möjligheten att finna studier som undersökt den svenska marknaden. Diverse frisökningar har även gjorts via sökfunktionen SUMMON som finns på hemsidan för Göteborgs universitetsbibliotek. I övrigt har vi samlat information och statistik från hemsidor tillhörande Statistiska Centralbyrån samt Ekonomifakta.

2.2 Datainsamling

För att besvara de frågeställningar som belysts i problemformuleringen, har vi valt att använda oss av en elektronisk enkät med frågor som är aktuella och relevanta för området.

2.2.1 Population

Som tidigare nämnts valde vi att undersöka totalt 31 företag, det vill säga hela populationen. Vi definierade populationen genom att avgränsa undersökningen till industribranschens företag inom segmenten Mid Cap och Large Cap på Stockholmsbörsen. De flesta av dessa företag antogs ha någon form av handel med utlandet, vilket vidare antogs göra undersökningsändamålet mer relevant.

2.2.2 Elektronisk enkät

Den elektroniska enkät som skickades ut, ämnade återspegla de förhållanden som råder bland svenska industriföretag på Mid Cap och Large Cap, med avseende på valutasäkringsstrategier. Enkäten utformades med hjälp av verktyget SurveyMonkey, en världsledande leverantör när det gäller elektroniska enkäter. (SurveyMonkey 2013.)

Anledningen till att en elektronisk enkät valdes, berodde på att vi ansåg det vara ett snabbt sätt för respondenterna att ta del av undersökningen genom en internetlänk som förmedlades till dem via email, snarare än att fylla i svar på frågor manuellt och sedan skicka dem i fysisk form, någonting Bryman & Bell (2007) också understryker.

Förutom att underlätta för de som formulerar enkäten samt respondenterna, har SurveyMonkey fördelen att verktyget analyserar den insamlade datan automatiskt. Detta har i sin tur fördelen att eventuella räknefel i samband med sammanställningen elimineras, vilket ökar validiteten, det vill säga giltigheten. Trots att detta inte var den huvudsakliga anledningen till att SurveyMonkey användes som verktyg, hade denna faktor onekligen en positiv påverkan på valet.

Då den elektroniska enkäten skulle skickas till några av Sveriges största företag var det, enbart med hjälp av hemsidor och företagsregister, svårt att veta vem som skulle vara den

mest lämpade personen att svara på frågorna. Mot bakgrund av detta faktum valde vi att ta kontakt via telefon med varje företag i syfte att finna en lämplig person. Kravet på personen var att denne skulle ha en position inom företagets finansiella funktion där bland annat riskhantering gällande transaktionsexponering återfanns. Telefonkontakten hade dessutom som syfte att knyta en personlig kontakt och på så sätt öka svarsfrekvensen.

2.2.3 Enkätfrågor

I utformningen av enkätens frågor valde vi, i mesta möjliga mån, att använda oss av slutna frågor. Anledningen till detta angreppssätt var att vi ville begränsa spridningen i svaren och på så sätt öka relevansen i dessa.

I slutet av vissa frågors svarsalternativ har vi gett utrymme för svar som kan befinna sig utanför de slutna frågornas ramar. Här har personerna som svarat på frågorna fått möjlighet att välja alternativet ”annat”, samtidigt som de har getts möjlighet att skriva en fritext i anslutning till svaret. Den här datan presenteras i flytande text som komplement till de övriga svarsalternativen vi ramlagt. Fritexterna har även syftet att förtydliga ett svar, samt att ge en djupare förståelse till tankarna bakom den valda strategin.

Vid besvarandet av enkäten blev de tillfrågade uppdelade i två kategorier med olika frågor. Uppdelningen inträffade omedelbart efter första frågan som definierade om valutasäkringsstrategier med hjälp av derivatinstrument tillämpades eller ej. Om ett företag svarade ja på frågan, följde tio frågor som åsyftade till att definiera den strategi som företaget valt för att säkra operationella kassaflöden. Vid ett nekande svar på den första frågan följdes denna av fem frågor som hade som mål att ge en förklaring till varför företaget valt att inte säkra sina operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrument.

2.3 Förundersökande intervjuer

Syftet med att intervjua AB Volvo var att få ett praktiskt perspektiv på hur ett stort företag hanterar sin transaktionsexponering. Dessutom hoppades vi få en känsla för hur valutamarknaden uppfattas av yrkespersoner verksamma inom området. De förundersökande intervjuerna har inte legat till grund för resultatet, utan har bidragit till grundläggande information på ett för oss tidigare okänt område.

2.3.1 AB Volvo

Idén till en kartläggning kom fram i samband med en förundersökande personlig intervju med Magnus Jarlén, Corporate Finance Director på AB Volvo. I samband med denna intervju tilldelades Magnus Jarlén ett flertal frågor rörande operationella kassaflöden.

Vidare undersöktes hur AB Volvo behandlar den exponering dessa flöden utsätts för vid valutakursfluktuationer. Magnus Jarlén tillhandagav information, dels ur ett policyperspektiv med stöd från AB Volvos styrelse samt Corporate Financeavdelningen på AB Volvo, dels med hjälp av erfarenheter från ett tidigare yrke som Head of Treasury Sales på SEB.

Peter Karlsson, Senior Economist på Volvo Treasury, intervjuades för att få en direkt bild av hur treasuryverksamheten kring valutasäkringsstrategier tillämpas. Denna intervju behandlade frågor som var mer tekniska och strategiska i sin natur. Detta gav en inblick i hur ett företag av AB Volvos dignitet hanterar sin valutakursexponering. Vidare ställdes generella frågor gällande industribranschens handel med derivatinstrument.

Svaren som gavs i intervjuerna antecknades för hand. Det antecknade materialet granskades direkt efter intervjuerna för att undvika senare missförstånd och således påverka validiteten av intervjuinformationen. Vi har valt att ta ut det material som vi anser bidra till att ge studien ett praktiskt perspektiv vid sidan av resultaten från enkätundersökningen.

2.3.2 Intervjufrågor

Intervjun som gjordes med Magnus Jarlén hade en ostrukturell karaktär. Det lämpade sig då vi hade som avsikt att genom expertis från någon erfaren inom branschen få en tydligare bild av området.

En ostrukturell intervju innebär enligt Bryman & Bell (2007) att intervjun liknar en vanlig konversation. Intervjuobjektet kunde därför prata och svara fritt och följdfrågor ställdes i de fall där fördjupning var av intresse. Denna intervjumetod hjälpte oss således att på ett relativt informellt sätt tillförskaffa oss kunskap som vi saknade innan.

När vi träffade Peter Karlsson använde vi en semi-strukturell intervju, vilket innebär att en intervjumall upprättas men att frågorna inte behöver följa ett visst mönster. Utrymme ges även för att driva vidare resonemang och ställa följdfrågor som kan vara signifikanta. (Bryman & Bell 2007.)

Frågorna var av liknande karaktär i båda intervjuer men dessa anpassades efter respektive intervjuobjekts yrkesroll. Intervjun med Magnus Jarlén behandlade i större utsträckning frågor gällande AB Volvos valutahanteringspolicy, medan intervjun med Peter Karlsson avsåg tillämpningen av de strategier som policyn angav.

2.4 Reliabilitet och validitet

Bryman & Bell (2007) nämner att reliabilitet och validitet är två uttryck som är ständigt återkommande i kvantitativa studier.

Reliabiliteten testas enklast genom att ställa sig frågan om resultatet i en undersökning går att upprepa, alltså att samma undersökning görs och att resultatet blir detsamma. Om ett resultat inte är stabilt, det vill säga inte upprepningsbart, menar Bryman & Bell (2007) att resultatet är otillförlitligt.

Det finns flera typer av validitet, men övergripande diskuteras oftast intern och extern validitet. (Bryman & Bell 2007.)

Intern validitet berör kausala samband, det vill säga orsak-verkan-samband, och om sambanden håller då slutsatser gjorts gällande dem. Intern validitet testas oftast när korrelation mellan oberoende och beroende variabler undersöks. (Bryman & Bell 2007.)

Extern validitet handlar om hurvida ett resultat från en studie kan generaliseras och översättas i ett större sammanhang eller inom ett annat område. (Bryman & Bell 2007.)

Eftersom vi har avgränsat de företag som undersökts i studien till industribranschen, är det svårt att låta resultaten i studien översättas till andra branscher eller till svenska samt utländska företag generellt. Validiteten, när det gäller generaliserbarheten, kan således uppfattas som relativt svag i undersökningens resultat.

2.5 Utmaningar

Den största utmaningen vi ställdes inför då vi valde att inrikta oss mot svenska företag inom industribranschen på Large Cap och Mid Cap, var att antalet företag vi undersökte inte var så många till antalet. Dessutom fanns det, trots det faktum att det är en snabb metod, en viss svårighet i att få en hög svarsfrekvens, då svarsfrekvensen från en elektroniska enkäter tenderar att vara lägre jämfört med pappersenkäter. (Bryman & Bell 2007.)

Då ett för stort bortfall kan minska såväl validiteten som reliabiliteten i studien var detta ett av de främsta orosmomenten i början. Detta var vidare en av anledningarna till att telefonkontakt togs med företagen innan den elektroniska enkäten skickades ut. Det är vår övertygelse att den personliga kontakten har ökat svarsfrekvensen avsevärt jämfört med vad som hade varit fallet annars. Telefonkontakten försäkrade oss dessutom om att vi nådde den person som vi innan

definierat som lämplig respondent för enkäten. Detta arbete gjordes för att försöka öka validiteten.

Överlag har bemötandet från företagen varit positivt och de allra flesta har inte haft några invändningar mot att fylla i enkäten, speciellt när de blev garanterade att deras svar var konfidentiella.

3 Teori och tidigare studier

Risken som valutakursfluktuationer medför när ett företag har framtida transaktioner i en främmande valuta kan hanteras på flera olika sätt.

3.1 Hedging med derivatinstrument

Derivatinstrument är värdepapper som är knutna till framtida händelser och som baseras på underliggande tillgångar. Derivatinstrument är på grund av sin natur populära att spekulera i, men även ett vanligt verktyg för att valutasäkra framtida transaktioner, det som vanligen kallas för hedging. Alla derivatinstrument har fördelar, men även nackdelar. Det är därför upp till respektive företag att bestämma vilket eller vilka derivatinstrument som lämpligen används för att uppnå en hedge i enlighet med företagets valutasäkringspolicy.

Jesswein m.fl. (1995) har i en enkätundersökning, besvarad av 173 nordamerikanska företag, undersökt hur utbrett användandet av olika typer av derivatinstrument är i ett antal skilda branscher. Resultatet åskådliggörs i Tabell 3.1. Även om undersökningen är gjord så tidigt som 1995, bidrar tabellen till att ge en ökad förståelse för vilka derivatinstrument som finns tillgängliga på marknaden och vilka som faktiskt används i praktiken. Den första kolumnen i Tabell 3.1 är troligtvis den bransch som stämmer bäst överens med branschprofilen i den här undersökningen.

Jesswein m.fl. (1995) har i sin undersökning även presenterat hur stor kunskap som finns gällande de olika derivatinstrumenten som finns tillgängliga. Sammanställningen kan ses i Tabell 3.2 där det framgår att många derivatinstrument knappt används i praktiken, trots att företagen i själva verket är medvetna om att de finns.

Tabell 3.1 Användandet av olika typer av derivatinstrument i skilda branscher. (Jesswein m.fl., 1995.)

Tabell 3.1								
Use of Foreign Exchange Risk Management Products Across Industries								
	<i>Mining & Manufact.</i>	<i>Manufact. (e.g. Food)</i>	<i>Manufact. (e.g. Electronics)</i>	<i>Transp. & Utilities</i>	<i>Wholesale & Retail Trade</i>	<i>Finance, Insurance & Real Estate</i>	<i>Other Services</i>	<i>Overall</i>
Types of Products	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[788]	
Forward contracts	100,0%	98,3%	100,0%	70,6%	85,7%	90,0%	33,3%	91,3%
Foreign currency swaps	50,0	48,3	57,6	52,9	21,4	80,0	66,7	52,6
Foreign currency futures contracts	50,0	18,3	17,0	11,7	42,9	20,0	0,0	20,1
Exchange-traded currency options	16,7	18,3	17,0	0,0	21,4	40,0	0,0	17,3
Exchange-traded futures options	16,7	6,7	5,1	0,0	21,4	30,0	33,3	8,9
Over-the-counter currency options	50,0	55,0	50,9	29,4	28,6	50,0	0,0	48,8
Cylinder options	16,7	31,7	28,0	17,7	21,4	60,0	0,0	28,7
Synthetic "homemade" forwards	16,7	20,0	28,8	5,9	14,3	40,0	0,0	22,0
Synthetic "homemade" options	16,7	16,7	22,0	5,9	14,3	40,0	0,0	18,6
Participating forwards, etc.	0,0	18,3	10,2	11,8	28,6	30,0	0,0	15,8
Forward exchange agreements, etc	0,0	13,3	11,9	5,9	28,6	30,0	66,7	14,8
Foreign currency warrants	0,0	3,3	0,0	5,9	7,1	30,0	0,0	4,2
Break forwards, etc	0,0	3,3	1,7	0,0	0,0	20,0	0,0	4,9
Compound options	16,7	3,3	1,7	0,0	0,0	20,0	0,0	3,8
Hindsight/lookback options, etc	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	10,0	0,0	5,1
Average percentages	23,30%	23,70%	23,70%	14,50%	22,40%	39,30%	13,30%	23,90%
Number of respondents	7	60	59	17	14	10	6	173

Notes: The products are arranged in the same order as in Table 2. The percentages represent the proportion of respondent corporations which have used the products. There are 173 respondents total.

Tabell 3.2 Kunskap om och användande av olika typer av derivatinstrument. (Jesswein m.fl., 1995.)

Tabell 3.2				
Extent of Knowledge and Use of Foreign Exchange Risk Management Products				
<i>Type of Product</i>	<i>Product Generation</i>	<i>Heard of (Awareness)</i>	<i>Used (Adoption)</i>	<i>Used given they had heard of</i>
Forward contracts	1st	100,0%	93,1%	93,1%
Foreign currency swaps	2nd	98,8	52,6	53,2
Foreign currency futures contracts	2nd	98,8	20,1	20,3
Exchange-traded currency options	2nd	96,4	17,3	17,9
Exchange-traded futures options	2nd	95,8	8,9	9,3
Over-the-counter currency options	2nd	93,5	48,8	52,2
Cylinder options	3rd	91,2	28,7	31,5
Synthetic "homemade" forwards	3rd	88,0	22,0	24,3
Synthetic "homemade" options	3rd	88,0	18,6	21,1
Participating forwards, etc.	3rd	83,6	15,8	18,9
Forward exchange agreements, etc	3rd	81,7	14,8	18,1
Foreign currency warrants	2nd	77,7	4,2	5,4
Break forwards, etc	3rd	65,3	4,9	7,5
Compound options	3rd	55,8	3,8	6,9
Hindsight/lookback options, etc	3rd	52,1	5,1	9,9
Average across products		84,40%	23,90%	25,90%

Notes: The products are ranked by the percentages of respondents who have heard of products. There are 173 respondents in total.

3.1.1 Terminskontrakt

En av de vanligaste metoderna för att reducera risken som uppstår i samband med att två företag ingår ett kontrakt som innebär transaktioner i olika valutor, är att använda sig av terminskontrakt. Ett terminskontrakt är ett kontrakt som bestämmer en framtida växelkurs i ett nutida skede. Kontraktet ingås vanligtvis mellan ett företag och en bank och avgör vilken valutakurs en valuta handlas till vid ett framtida datum. Terminskontraktet anger en växelkurs, det belopp som kommer att växlas samt vid vilket datum som växlingen kommer att ske. Genom att ingå ett terminskontrakt idag kan företag reducera eller rent av eliminera exponeringen som uppkommer vid valutakursfluktuationer. (Berk & DeMarzo 2011.)

Den risk som ett terminskontrakt innebär, överförs från företaget till banken. Banken har vanligtvis en större möjlighet att bära risk genom innehavet av en större kapitalstock, jämfört med exempelvis ett litet importerande företag. Banken hedgar i sin tur den adderade risken genom att ingå ett terminskontrakt med en tredje part, exempelvis ett exporterande företag. Banken får genom de två terminskontrakten intäkter från både det importerande och det exporterande företaget utan att utsätta sig för någon egentlig risk. (Berk & DeMarzo 2011.)

3.1.2 Valutaoptioner

Valutaoptioner är också betraktade som en av de vanligaste metoderna för att reducera den risk som uppstår vid framtida transaktioner i en annan handelsvaluta än den inhemska. Den kanske största skillnaden mellan valutaoptioner och terminer är att innehavaren av en valutaoption ges möjligheten, men inte skyldigheten, att växla valutor till en förutbestämd växelkurs. Tack vare denna möjlighet kan företag försäkra sig mot att en växelkurs faller utanför en önskvärd nivå. (Berk & DeMarzo 2011.)

Ur ett företagsperspektiv är kanske den största nackdelen med terminskontrakt att ökade intäktsmöjligheter vid en gynnsam valutakursutveckling inte existerar. Denna nackdel bottnar i terminernas största fördel, nämligen att exponeringen reduceras eller rentav elimineras. Optioner har inte samma problem utan gynnas av det faktum att man i teorin kan göra oändliga vinster genom användandet av instrumentet, samtidigt som förlustsidan är begränsad vid en ogynnsam valutakursutveckling. Den nyss nämnda förlustsidan begränsas till den premieavgift som utställaren kräver, även om premien i sig kan vara av betydande storlek. (Berk & DeMarzo 2011.)

3.1.3 Valutafutures

Valutafutures delar flera likheter med terminer och benämningarna för de båda derivatinstrumenten används ibland synonymt, även om det existerar många skillnader. Där terminer är flexibla och kan anpassas någorlunda efter de inblandade parternas behov, är valutafutures mer standardiserade när det gäller kontraktsstorlek och lösendag. En annan noterbar skillnad mellan valutafutures och terminer är att handeln med den förstnämnda görs via börser. (Eun m.fl. 2012.)

Det finns även signifikanta skillnader mellan hur terminer och valutafutures är uppbyggda. Terminskontraktet bestämmer till vilken valutakurs en framtida transaktion kommer göras på lösendagen, medan avräkningen för en valutafuture görs dagligen. Är utvecklingen på företagsdepån gynnsam, betalas pengar ut till denna, annars dras pengar från depån. På lösendagen har avräkningsdepån konvergerat mot lösendagens gällande avistakurs. Det är ovanligt att futureskontraktet tillhandahålls ända fram till lösendagen då de i regel avslutas tidigare. Principen för att hedga med valutafutures är, skillnaderna till trots, likartad den valutasäkring som görs med hjälp av terminer. (Eun m.fl. 2012.)

3.1.4 Valutaswappar

Hedging med hjälp av valutaswappar kan vara en strategi för företag som har en serie återkommande transaktioner i utländsk valuta framför sig. Ett säljande företag som förväntar sig en framtida inbetalning i utländsk valuta kan involvera en tredje part, mot vilken den utländska valutan växlas till den inhemska till en bestämd valutaswapkurs. När inbetalningen görs från köparen, genomförs motsvarande växling mot den tredje parten och den inhemska valutan erhålls till den valutaswapkurs som tidigare har bestämts. (Eun m.fl. 2012.)

Den tredje parten är i själva verket en swapbank. Swapbankens funktion är bland annat att matcha två parter som har gemensamma intressen att komma åt den andra partens obligation, utställd i en annan valuta. Förutom att fungera som en intermediär kan banken också acceptera valutaswappar på egen hand. Det senare alternativet är mer riskabelt för banken, jämfört med det föregående alternativet där banken kan agera mer eller mindre riskfritt och där en spread gör att swapbanken tjänar på affären. (Eun m.fl. 2012.)

3.1.5 Lån i utländsk valuta

Företag kan även använda sig av lånemarknaden för att valutasäkra sina framtida operationella kassaflöden. Ett företag som väntar sig ett framtida inflöde av pengar i utländsk valuta kan diskontera detta belopp med den utländska bankens inlåningsränta den gällande

tidsperioden och låna motsvarande belopp i samma land. Beloppet växlas sedan till inhemsk valuta till den gällande avistakursen och placeras på ett sparkonto i hemlandet motsvarande tidsperiod. När betalningen i utländsk valuta senare anländer, används beloppet till att betala av lånet i utlandet, samtidigt som företaget kan hämta ut de insatta pengarna inklusive ränta i hemlandet. (Eun m.fl. 2012.)

Processen utgör en komplett valutasäkring med hjälp av lånemarknaden, det som populärt kallas för en ”money market hedge”. Då ränteparitetsvillkoret gäller och då finansmarknaderna är effektiva, får en valutasäkring via lånemarknaderna samma effekt som en terminssäkring till en förutbestämd framtida växelkurs. Om inte ränteparitetsvillkoret hade varit gällande, hade det funnits arbitragemöjligheter, det vill säga möjligheter att utnyttja skillnaderna och göra vinst. (Eun m.fl. 2012.)

3.2 Operationella strategier

3.2.1 Naturlig hedge

Om ett företag kan föra över kostnader som uppstår vid ogynnsam valutakursutveckling till sina kunder, har en naturlig hedge skapats. På samma sätt skapas den naturliga hedgen om underleverantörer till företaget får bära valutakursförändringar som ger minskade intäkter. I vissa fall avspeglas dessa kostnader i priset, andra gånger är de avtalade. Effekten blir dock den samma, med en eliminerad valutarisk för företaget som skapar den naturliga hedgen. (Eun m.fl. 2012.)

3.2.2 Matchning av in- och utflöden

Ett företag kan skapa en operationell hedge genom att matcha in- och utflöden i en och samma utländska valuta. Om ett företag exempelvis har kommande inflöden i en valuta, kan den operationella hedgen skapas genom att företaget ser till att det får kommande utflöden i samma valuta i framtiden. Valutakursförändringar väger därmed upp för varandra då samma reella belopp fluktuerar med varandra. (Eun m.fl. 2012.)

3.2.3 Leads and Lags

”Leads and lags” är en operationell hedgingstrategi vars engelska namn är det allmänt accepterade. En ”lead” innebär att företag betalar sina skulder, eller får sina skulder betalda, i ett tidigt skede. ”Lags” är motsatsen där skulderna utbetalas eller inbetalas sent. Företag vill få sina skulder i valutan som förväntas depreciera betalde i ett tidigt skede, medan de föredrar att få skulder i handelsvalutan som tros appreciera vid ett senare tillfälle. Samma

princip fungerar omvänt när företaget har skulder som ska betalas. Då vill företaget betala fakturor i den svaga valutan senare än de betalar fakturor utställda i den starka valutan. (Eun m.fl. 2012.)

3.2.4 Netting

Om ett företag har såväl skulder som fordringar i en och samma utländska valuta, är det riskabelt att bara säkra ett av de kommande flödena, exempelvis kommande utflöden i en utländsk valuta. En depreciering av den utländska valutan, som annars hade varit gynnsam, får då negativa effekter när en betalning tvingas ske till en framtida kurs som baseras på en förväntad appreciering. Lösningen kan vara det som kallas för netting, det faktum att man bara valutasäkrar nettoexponeringen. På så sätt väger den ena valutans depreciering upp den andra valutans appreciering och en hedge skapas. (Eun m.fl. 2012.)

3.2.5 Faktura- och valutaklausuler

Faktura- och valutaklausuler innebär att handelsvalutan som betalningen kommer göras i på förhand bestäms till det ena företagens inhemska valuta. På så sätt vet det ena företaget att betalningen kommer göras till samma inhemska belopp, oavsett vilka förändringar som inträffar på valutamarknaden. Då faktura- och valutaklausuler innebär en riskförskjutning från det ena företaget till det andra, kan avtalet vara svårt att få till i praktiken. (Eun m.fl. 2012.)

3.3 Hur företag bör hedga

Det är givetvis upp till varje enskilt företag att bestämma vilka valutasäkringsstrategier som ska råda, samt vilka derivatinstrument som ska användas. Som tidigare nämnts är det vanligtvis varje företags treasuryfunktion i kombination med en valutapolicy som styr dessa faktorer. I ett antal studier diskuteras det dock att vissa valutasäkringsstrategier lämpar sig bättre när vissa specifika förutsättningar råder.

I sin avhandling om varför företag använder sig av derivat, hävdar Geczy m.fl. (1997) att hedging med hjälp av valutaswappar är det bästa för lån i utländsk valuta. Däremot hävdas i avhandlingen att forwards, det vill säga terminer, är det mest kostnadseffektiva valet mot utländska operationella risker.

Marshall (2000) hävdar i sin enkätundersökning, precis som Geczy m.fl. (1997), att terminer passar bättre för valutasäkring på kort sikt, exempelvis mot transaktionsexponeringen som operationella kassaflöden från utlandet ger upphov till. Dessutom nämner Marshall (2000) att valutaswappar passar bättre för att valutasäkra den mer redovisningsmässiga exponeringen,

det som även kallas translationsexponering. Marshall (2000) presenterar även bevis för att prissättningsstrategier är den effektivaste valutasäkringsstrategin mot ekonomisk exponering.

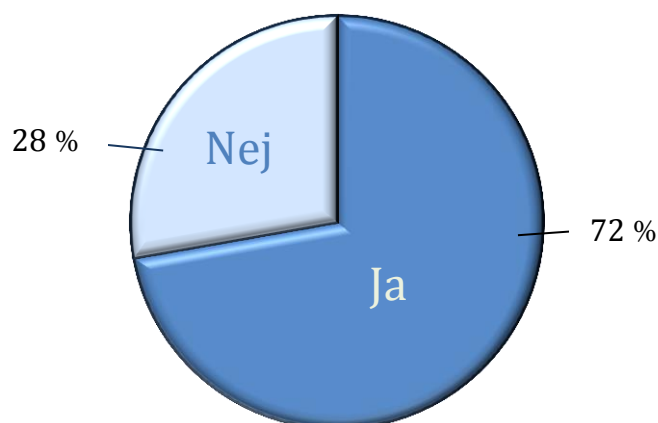
Bartram m.fl. (2010) visar i sin studie att operationella valutasäkringsstrategier samt överföring av risk till motpart reducerar valutakursexponeringen med 10 % till 15 % vardera. Studien visar även att exponeringen reduceras med 40 % vid tillämpning av finansiella valutasäkringsstrategier, det vill säga derivatinstrument. Undersökningen som studien baserades på hade ett urval om 1150 tillverkande företag i USA.

4 Enkätresultat

Den elektroniska enkät som skickades ut till 31 svenska industriföretag på Large Cap och Mid Cap besvarades av totalt 18 företag, en svarsfrekvens på drygt 58 %. Bland företagen som svarade kom totalt sju svar från företag listade på Mid Cap och resterande elva svar kom från företag listade på Large Cap. Alla 31 företag har någon form av handel med utlandet.

4.1 Strategier hos företag som använder derivatinstrument

Av 18 företag som besvarade enkäten, svarade 13 att de valutasäkrar sina operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrument, vilket motsvarar lite drygt 72 % av alla svarande. Tre av de tillfrågade företagen som på frågan svarade att de inte använder sig av derivat tillhörde segmentet Large Cap, resterande två tillhörde segmentet Mid Cap. Andelen företag som använder sig av derivatinstrument för att valutasäkra presenteras i Figur 4.1.



Figur 4.1 Fördelning av svaren på frågan om företag använder sig av derivatinstrument för att säkra sina operationella kassaflöden. I diagrammet inkluderas både Mid Cap och Large Cap.

4.1.1 Varför företag valutasäkrar

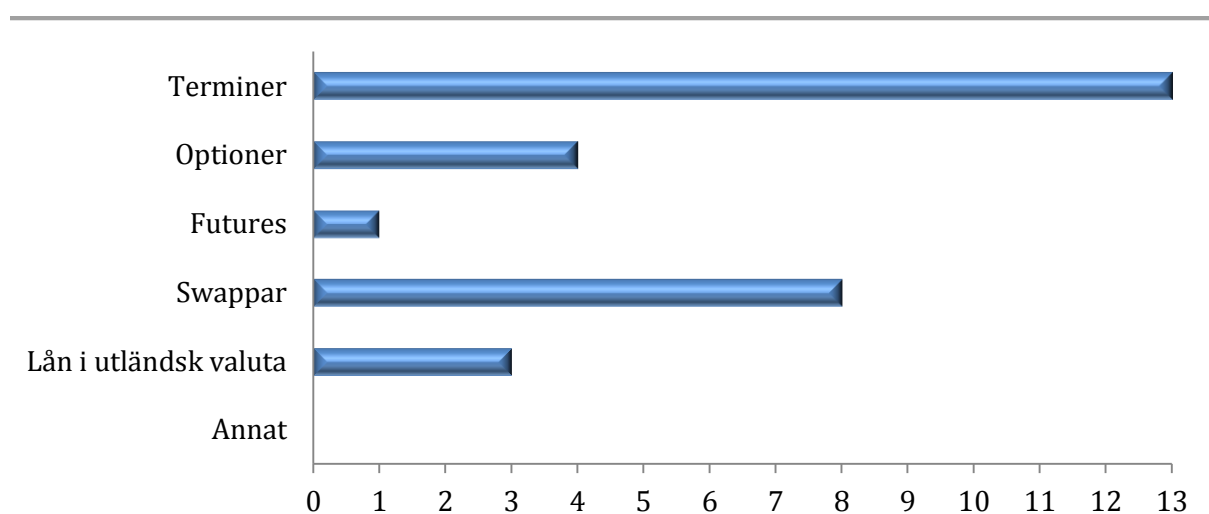
Just att säkra kassaflöden var det vanligaste alternativet när företagen tillfrågades vilket som var det primära målet med valutasäkringen av operationella kassaflöden. Drygt 38 % av de valutasäkrande företagen valde detta alternativ. Det näst vanligaste alternativet var att minska volatiliteten i det operativa resultatet, ett val som fyra företag, motsvarande drygt 30 % av de svarande valde.

Frågan ställdes bara till de företag som faktiskt valutasäkrade sina kassaflöden med derivatinstrument. Noterbart är att inga företag angav alternativet att tjäna så mycket pengar

som möjligt som ett primärt mål, någonting som kan signalera att spekulation i derivatinstrument inte är vanligt förekommande.

4.1.2 Typer av derivat som används

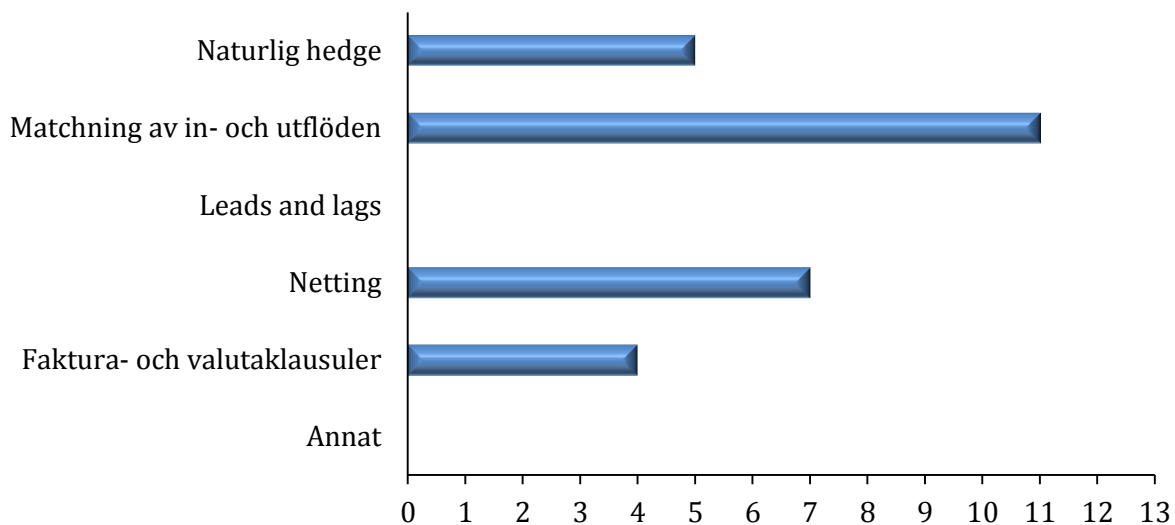
På frågan gällande vilka derivatinstrument som används för att valutasäkra operationella kassaflöden, svarade alla 13 företag som faktiskt säkrar sina valutaflöden med hjälp av derivat att de valutasäkrar med hjälp av terminer. Det näst vanligaste alternativet var valutasäkring med hjälp av valutaswappar, ett alternativ som över 61 % av de valutasäkrande företagen valde. Noterbart är att de tillfrågade företagen här hade möjlighet att välja fler än ett alternativ. Resultatet presenteras i Figur 4.2 nedan.



Figur 4.2 Användningen av derivatinstrument. Den horisontella axeln anger hur många av totalt 13 företag som använder respektive derivatinstrument. (Fler än ett svar tillåtet.)

4.1.3 Användning av operationella strategier

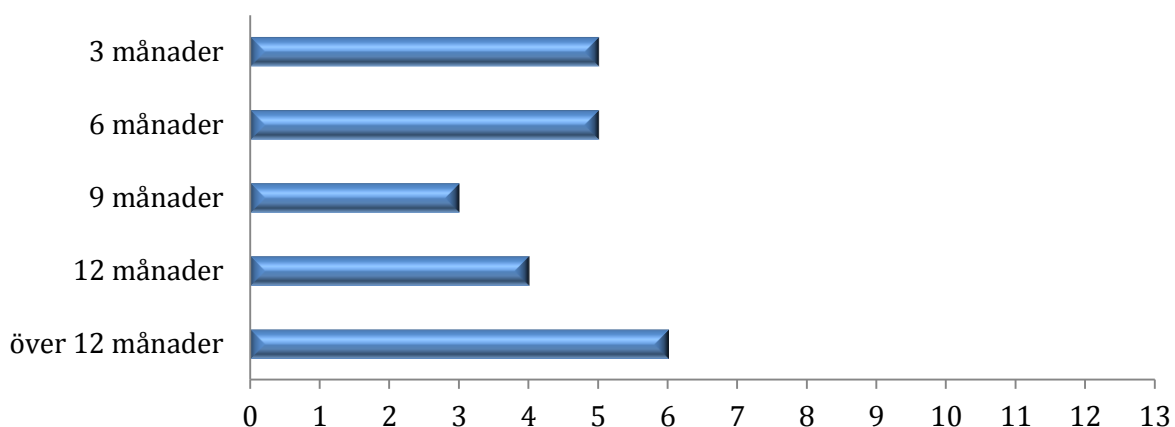
Med avseende på användningen av operationella valutasäkringsstrategier, svarade över 84 % av de valutasäkrande industriföretagen att de matchar in- och utflöden. Netting var det näst vanligaste alternativet och en metod som nästan 54 % av företagen använde sig av. De tillfrågade företagen hade på den här frågan möjlighet att välja fler än ett svarsalternativ. Noterbart är att inga företag använde sig av "leads and lags" som operationell valutasäkringsstrategi. Naturlig hedging och faktura- samt valutaklausuler användes av fem respektive fyra av företagen som faktiskt valutasäkrade sina kassaflöden. Tillämpningen av operationella strategier för att minska exponeringen för valutakursfluktuationer illustreras i Figur 4.3.



Figur 4.3 Tillämpning av operationella strategier. Den horisontella axeln anger hur många av totalt 13 företag som använder respektive strategi. (Fler än ett svar tillåtet.)

4.1.4 Hur långa derivat används?

På frågan gällande hur långa löptider som derivaten har, svarade sex av de valutasäkrande industriföretagen att löptider på minst 12 månader används. I sammanhanget ska det noteras att de tillfrågade företagen hade möjlighet att välja fler än ett svarsalternativ och att svarsfördelningen var jämnt fördelad mellan de olika svarsalternativen. Resultatet presenteras i Figur 4.4.



Figur 4.4 Längd på derivatens löptider. Den horisontella axeln anger hur många av totalt 13 företag som angett respektive längd på derivat. (Fler än ett svar tillåtet.)

4.1.5 Valutakursfluktuationernas påverkan

Av de 13 industriföretagen som valutasäkrade sina operationella kassaflöden med derivatinstrument, svarade nästan 54 % att företagets resultat påverkas i stor omfattning av valutakursförändringar. Noterbart är att fyra företag valutasäkrar sina operationella kassaflöden trots att företagets respektive resultat påverkas i liten omfattning. Inga företag valde alternativet där företagets resultat påverkas i mycket liten omfattning av valutakursförändringar, vilket signalerar att inga företag är helt immuna mot valutakursförändringar.

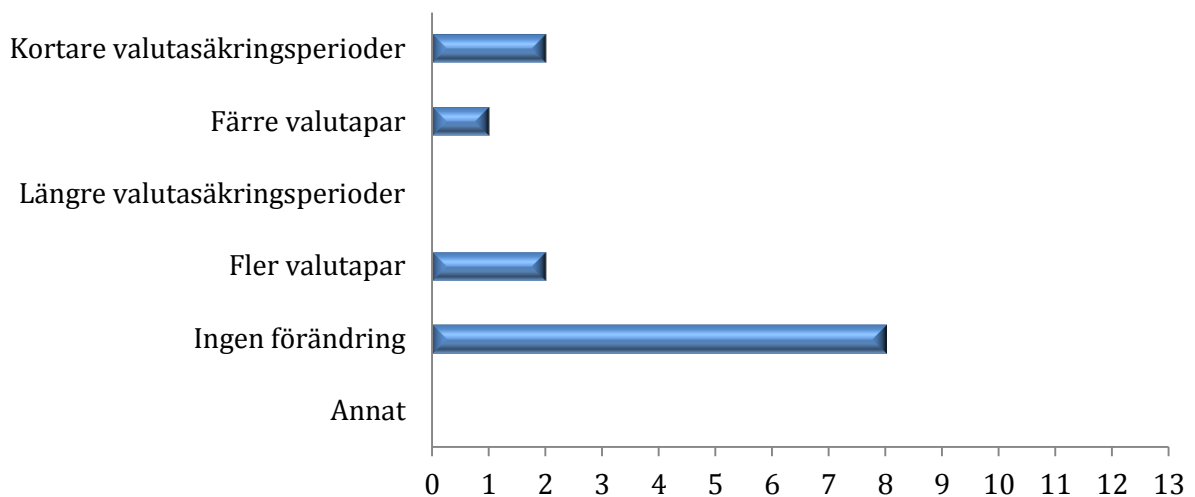
4.1.6 Policy och benchmarking

På frågan huruvida en tydlig valutapolicy styr användandet av derivat, svarade alla valutasäkrande företag att en sådan policy existerar. Att forma valutasäkringsstrategier med hjälp av benchmarking, det vill säga anpassa sig till hur rivaliserande företag gör, var inget alternativ bland de 13 valutasäkrande företagen. Fem av dessa ansåg dock att de delvis använde sig av benchmarking för formandet av valutasäkringsstrategierna.

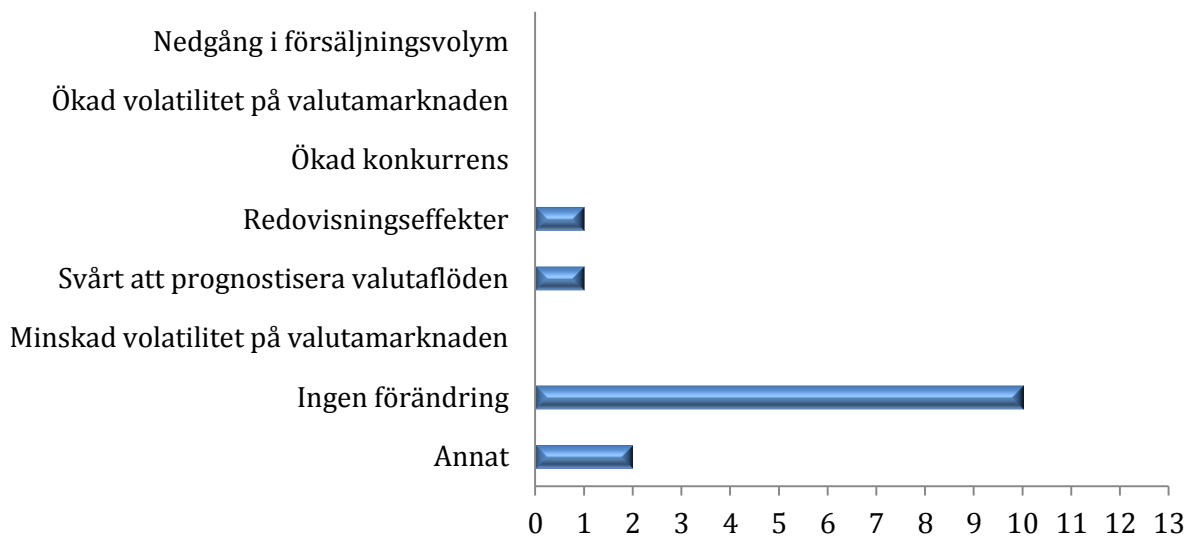
4.1.7 Finanskrisens effekter

Finanskrisen ser inte ut att ha haft några större effekter på företagen som valutasäkrar med derivatinstrument. Två av de tillfrågade företagen svarade att de nu har kortare valutasäkringsperioder, samma antal som svarade att de faktiskt säkrar fler valutapar nu jämfört med innan krisen. Enbart ett företag svarar att de säkrar färre valutapar efter krisen. Totalt svarar tio av 13 företag att inga förändringar har gjorts efter finanskrisen 2008. Detta åskådliggörs i Figur 4.5.

De företag som upplevde en förändrad strategi efter finanskrisen angav redovisningseffekter, svårigheten i att prognostisera kassaflöden, ökad försiktighet samt tillväxt på nya marknader och således större valutaexponering som anledning till förändringarna. Två av respondenterna ansåg inte att de förvalda alternativen passade och angav ökad försiktighet, samt tillväxt på nya marknader och därigenom större valutaexponering som alternativ. Figur 4.6 åskådliggör svarsfördelningen.



Figur 4.5 Finanskrisens påverkan på valutasäkringsstrategier. Figuren visar på vilka sätt de tillfrågade företagen har ändrat sin valutasäkringsstrategi efter finanskrisen 2008.



Figur 4.6 Anledning till förändring av valutasäkringsstrategier efter finanskrisen 2008. Den horisontella axeln visar fördelningen mellan totalt 13 företag. (Fler än ett svar tillåtet.)

4.2 Strategier hos företag som inte använder derivatinstrument

Fem av de totalt 18 företagen som besvarade enkäten, svarade att de inte använder sig av derivatinstrument för att säkra sina operationella kassaflöden. Företagen som inte använde sig av derivat gavs möjlighet att förklara varför så inte var fallet om de inte tyckte några av de förvalda alternativen passade. Detta var en möjlighet som alla företag valde att använda sig av.

Ett företag ansåg inte att användningen av derivatinstrument var berättigad då de arbetar med korta orderböcker och därmed har ett minskat behov av att valutasäkra. Ett annat svar var att det specifika företaget ville att verksamheten anpassade sig så snabbt som möjligt till förändringar i kostnadsnivåerna. Ett tredje företag hade ingående och utgående kassaflöden i samma valuta, någonting som gav dem en fungerande balanshedge. Ett fjärde företag ansåg att de hade en alldeles för liten valutaexponering, medan ett femte var ett tjänsteföretag där produktionen var mer eller mindre lokal. På så sätt inte hade ett behov av att säkra sina operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrument.

4.2.1 Finanskrisens effekter

Finanskrisen har fått effekter på två av fem företag som inte valutasäkrar sina operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrument. Dessa två företag nämnde nämligen att man valutasäkrade med hjälp av derivatinstrument innan krisen, någonting man alltså inte gör i nuläget.

4.2.2 Valutakursfluktuationernas påverkan

Ett av fem företag som inte valutasäkrar med hjälp av derivatinstrument, gör inte detta trots att företaget i stor omfattning påverkas av valutakursförändringar. Övriga fyra företag påverkas i liten eller mycket liten omfattning av ändringar i valutakurser. Valet att inte säkra operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrumen kan i deras fall således framstå som logiskt.

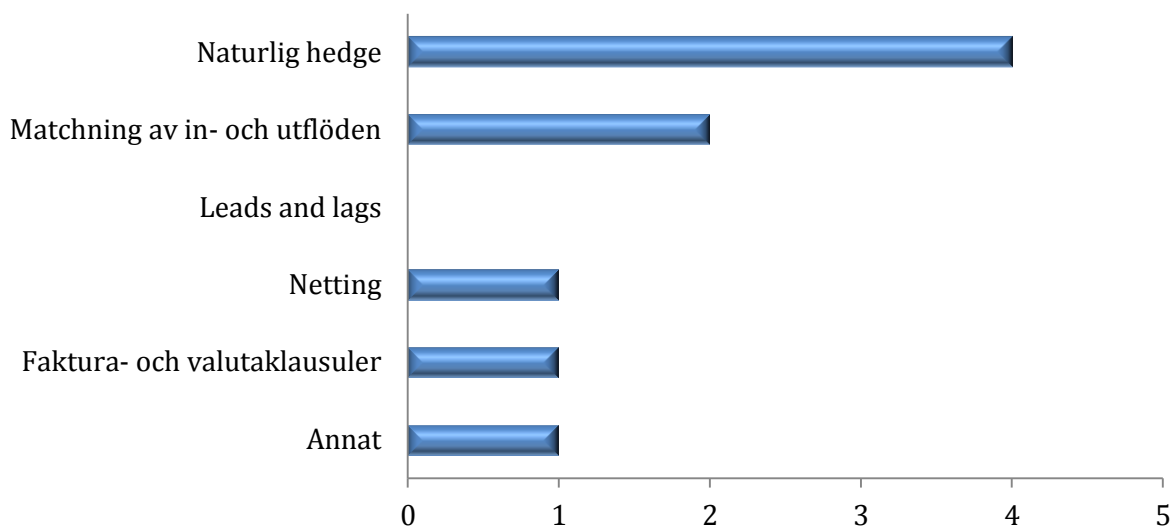
4.2.3 Användning av operationella strategier

Även om ett företag inte använder sig av derivatinstrument för att säkra sina operationella flöden, så innebär inte detta nödvändigtvis att man inte har några valutasäkringsstrategier överhuvudtaget. Frågan gällande huruvida operationella valutasäkringsstrategier används är därmed berättigad.

Hos företag som inte valutasäkrar operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrument är naturlig hedging den vanligaste operationella strategin. Resultatet är således överensstämmande med företag som använder derivat. Fyra av fem företag som inte använder derivatinstrument använder sig av den naturliga hedgen för att skydda sig mot valutaexponering.

Matchning av in- och utflöden är det näst vanligaste alternativet och en möjlighet som två av fem företag använder sig av. Ett företag använder sig av netting, samma antal som gäller för

faktura- och valutaklausuler. Inte heller här använder sig något av företagen möjligheten att använda sig av "leads and lags", någonting som innebär att inga av de 18 företagen som svarade valde detta alternativ. Ett företag använde sig av svaret "annat" och skrev där att ingen strategi tillämpades. Svaren finns fördelade i Figur 4.7 nedan.



Figur 4.7 Tillämpning av operationella strategier. Den horisontella axeln anger hur många av totalt 5 företag som använder respektive strategi. (Fler än ett svar tillåtet.)

4.2.4 Policy

Trots att fem av de 18 svarande företagen inte använder sig av derivat för att säkra sina operationella kassaflöden, svarade ändå fyra av dessa att det finns en tydlig valutapolicy som styr hanteringen av exponeringen vid valutakursfluktuationer. Resultatet kan således signalera att valutasäkringsstrategier finns tillgängliga även hos företag som inte använder sig av derivat, men att strategierna i mesta möjliga mån ska vara operationella. Sammanlagt är det i kartläggningen således endast ett företag av 18 möjliga som inte har en valutapolicy överhuvudtaget.

5 Empiri från intervjuer

Syftet med detta kapitel är att ge en inblick i företaget AB Volvos valutasäkringsstrategier, samt att återspegla intervjuobjektens uppfattning om marknaden generellt. Det som sades i intervjuerna hanteras som en förstärkning för analytiska resonemang när resultaten från enkäten diskuteras i nästa kapitel.

I den första intervjun intervjuades Magnus Jarlén som arbetar på Corporate Financeavdelningen på AB Volvo. Han har tidigare även varit Head of Treasury Sales på SEB vilket innebär att han är mycket erfaren inom området för valutahantering. Den andra intervjun gjordes med Peter Karlsson i syftet att få en mer detaljerad inblick i hur en treasuryfunktion arbetar med riskhanteringen av valutakursfluktuationer.

AB Volvo använder sig uteslutande av derivatinstrumentet terminskontrakt för att säkra sina operationella kassaflöden. De säkrar endast det som de själva betraktar som säkra kassaflöden, någonting som motsvarar cirka 50 % av totala kassaflöden, enligt Magnus Jarlén. En av anledningarna till att AB Volvo endast använder terminer är att det finns en viss simplicitet, samtidigt som de uppfyller funktionen att dämpa variansen i kassaflödena som uppstår vid fluktuation i valutakurser. Magnus Jarlén menar även att det är kostnadseffektivt i AB Volvos fall att använda sig av terminer.

En annan anledning till att AB Volvo endast använder sig av terminskontrakt beror på Corporate Financeavdelningens samt treasuryfunktionens val. Det som styr valutahanteringen i AB Volvos fall är en policy skapad av ledningen ihop med Corporate Financeavdelningen. Denna policy tillämpas och utförs sedan av treasuryfunktionen. AB Volvos policy är konfidentiell och kan således inte presenteras utförligt i denna studie, dock ges en viss insikt då intervjusvaren avslöjar vissa policyrestriktioner.

Enligt Peter Karlsson är terminer och optioner de dominerande derivatinstrumenten för att säkra operationella kassaflöden. Han berättar att valet mellan de båda instrumenten oftast beror på var företaget befinner sig geografiskt och att det oftast råder konsensus i länder att göra på ett visst sätt. Peter Karlsson menar att det inte funnits något incitament för AB Volvo att använda sig av optioner då de nominella beloppen inte är så stora och det således inte blir kostnadseffektivt. Treasuryfunktionen har riskmandat men har valt att inte använda något annat derivatinstrument än terminskontrakt.

Peter Karlsson nämner att handeln med komplicerade derivat samt handeln i sin helhet har minskat efter finanskrisen 2008. En av anledningarna till detta var att företag som baserade hedgingen på marknadens normala kassaflödesprognoser innan finanskrisen, efter kollapsen möttes av stora förändringar i försäljningen. Detta gjorde att hedgarna låg kvar för någonting som inte längre fanns. Att värdera dessa derivat blev såväl kostsamt som tidskrävande.

AB Volvo har genomgått en centralisering de senaste åren, någonting som har påverkat valutahanteringen i stor utsträckning. Innan centraliseringen valutasäkrade Volvo cirka 50 valutapar. Idag valutasäkras endast två valutor mot den svenska kronan, nämligen amerikansk dollar (USD) och koreansk won (KRW), i vilka AB Volvo har sina största transaktioner.

Efter att Volvo Personvagnar föll ur koncernen så infann sig ett nytänk, enligt Peter Karlsson. AB Volvo sålde då inte längre personbilar till privatpersoner utan lastbilar på kredit, någonting som innebär att man inte får pengarna direkt och således exponeras för valutakursfluktuationer.

När Volvo Personvagnar fortfarande var en del av koncernen så gjordes prognoser på upp till tre år. Utefter dessa prognoser inhandlades olika derivat för att säkra de kassaflöden som prognostiserats. Problemet med för långa prognoser är att de mer eller mindre aldrig stämmer, menar Peter Karlsson. Idag säkras AB Volvo cirka 40 % av prognostiserade kassaflödena på en kort tidshorisont om tre månader och 15 % säkras på fyra till sex månader. Dessa bestämmelser gällande tidshorisonter för säkring av kassaflöden är någonting som regleras av policyn. Peter Karlsson nämner även vikten i att inte låta eventuella spekulationer påverka företagets resultat i någon större bemärkelse.

”Den absolut säkraste hedgen är att ha produktion och försäljning i samma valuta”, menar Magnus Jarlén. AB Volvo har under en mycket lång tid etablerat en operationell strategi genom att skapa in- och utflöden i samma valuta. Magnus Jarlén menar att det har tagit AB Volvo mellan 10 och 20 år att komma till det stadiet i den operationella startegin som de är i idag.

Vidare använder sig AB Volvo i mycket stor utsträckning den operationella säkringsstrategin netting för att minska företagets exponeringen av valutakursfluktuationer.

6 Resultatanalys

I analysen är de responderande företagen indelade i två grupper, Grupp I och Grupp II. Grupp I representerar de företag som använder sig av derivatinstrument för att säkra de operationella kassaflödena medan Grupp II representerar de företag som inte använder sig av derivatinstrument.

Resultaten från enkätundersökningen kommer att jämföras och analyseras mot de studier samt den teori som återfinns i bakgrunden samt teoridelen. Även intervjuerna kommer att användas som referensmaterial då Volvo är ett företag med lång erfarenhet gällande valutasäkringsstrategier.

- Hur ser valutasäkringsstrategierna ut hos svenska företag inom industribranschen på Mid Cap och Large Cap?

Ur resultatet från undersökningen kan det utläsas att alla företag i Grupp I, de som använder sig av derivatinstrument vid säkring av valutakursfluktuationer, använder sig av terminskontrakt. Detta är någonting som är helt i enlighet med vad undersökningen gjord av Jesswein m.fl. (1995) på Nordamerikanska företag i olika branscher visar. Även under intervjun med Magnus Jarlén på AB Volvo berättade han att anledningen till att många företag, inte minst AB Volvo, använder sig av terminskontrakt är för att det finns en viss simplicitet i hanteringen av terminskontrakt samtidigt som det uppfyller den önskade funktionen att dämpa variansen i kassaflödena som uppstår i och med valutakursfluktuationer.

Även Geczy m.fl. (1997) hävdar att terminskontrakt är det mest kostnadseffektiva alternativet för hedging mot utländska operationella risker. Marshall (2000) hävdar också att terminskontrakt passar bäst på kort sikt såsom vid transaktionsexponering av operationella kassaflöden. Peter Karlsson på Volvo Treasury menar att terminskontrakt tillhör de derivatinstrument som anses lämpligast när ett företag ska säkra sina operationella kassaflöden, eftersom det är relativt kostnadseffektivt då man inte behöver betala dyra premier såsom vid hedging med optioner.

Undersökningen visade att 61 % av företagen i Grupp I använder sig av valutaswappar. Detta är någonting som Geczy m.fl. (1997) anser tillämpas bäst på lån i utländsk valuta. Även Marshall (2000) anser att valutaswappar tillämpas bäst på lång sikt exempelvis vid translationsexponering. Detta resultat kan möjligtvis vara missvisande till viss del då de flesta teoretiska grunder pekar på att valutaswappar används mer för skuldsidan, såsom vid lån, än

vid säkring av operationella kassaflöden. En anledning till att en relativt stor del av företagen använde sig av valutaswappar kan därför vara att respondenterna av enkäten inte tagit hänsyn till att det endast efterfrågades vilka derivatinstrument som används för att säkra de operationella kassaflödena.

Gällande de operationella säkringsstrategierna visade det sig att 84 % av företagen i Grupp I använder sig av matchning av in- och utflöden, någonting som Magnus Jarlén understryker i intervjun som ett av de säkraste sätten att hedga på. Noterbart är att det kan ta mycket lång tid att komma till ett stadie i verksamheten där denna typ av operationell strategi uppnår önskad valutasäkringseffekt.

Även företag i Grupp II använder matchning av in- och utflöden i stor utsträckning. Dock var naturlig hedge den operationella strategi som dessa företag använder i allra störst utsträckning, någonting som innebär att företag överför risken för valutakursändringar till motparten. Eun m.fl. (2012) menar dock att kostnaden som risköverföringen innebär, oftast återspeglas genom ett högre pris eller via avtal. Kvarstår gör dock fördelen att företaget har valutasäkrat sig mot eventuella valutakursfluktuationer.

Ingen i de båda grupperna använder sig av "leads and lags", någonting som stämmer väl överens med det resultat som Bergendahl & Sjögren (2011) presenterar. Denna operationella metod för valutasäkring innebär såväl prognoser om hur två valutor rör sig mot varandra, som vilken valuta som deprecieras respektive apprecieras. Till denna prognos måste betalning ske vid rätt tidpunkt för att hedgen ska få effekt. Strategin verkar aningen omständig och lätt att missbedömma, vilket kan vara en av anledningarna till att inga av de tillfrågade företagen använder sig av strategin.

Grupp I svarade, vilket Figur 4.4 visar, med en relativt jämn fördelning att 3, 6, 9 och 12 månader, samt perioder längre än 12 månader används. Bilden som ges kan signalera att företagen använder sig av derivatinstrument med olika långa löptider. Enligt Peter Karlsson på Volvo Treasury anses längre prognoser innehålla stora prognosfel, vilket gör det noterbart att 6 av 13 företag från Grupp I ändå angav att de säkrar över mer än tolv månader framåt i tiden. Detta resultat skiljer sig även från den rapport som utfördes av Statistiska Centralbyrån (2008), i vilken det framgår att den vanligaste längden på derivat inte översteg nio månader.

- Har finanskrisen 2008 haft någon påverkan på valutasäkringsstrategierna och i så fall hur?

Resultatet från undersökningen visar att företag i Grupp I inte har låtit omforma sina strategier i någon betydande bemärkelse efter finanskrisen 2008. Två av de tillfrågade angav att de använder sig av kortare valutasäkringsperioder, vilket är i enlighet med hur AB Volvo har valt att behandla sina valutasäkringsperioder efter krisen. Det framkom även ur resultatet att två av företagen säkrar fler valutapar efter krisen än innan. Denna orsak behöver inte ha en direkt verkan av krisen utan skulle kunna förklaras genom utökade marknader för företagen i fråga.

Totalt var det 10 av 13 företag som angav att ingen förändring hade skett efter krisen. De övriga tre företagen, som angav att de gjort förändringar i valutasäkringsstrategin efter krisen, svarade bland annat att det berodde på redovisningseffekter. De angav även att det berodde på svårighet att prognostisera kassaflöden, ökad försiktighet samt tillväxt på nya marknader och således större valutaexponering.

I Grupp II var det två företag som angav att de valutasäkrade innan krisen men inte gör det i nuläget. En av orsakerna bakom detta kan vara som Peter Karlsson nämde i intervjun, nämligen att företag som baserade hedgingen på marknadens normala kassaflödesprognoser innan finanskrisen, efter kollapsen möttes av stora förändringar i försäljningen. Detta gjorde att hedgarna låg kvar för någonting som inte längre fanns. Denna företeelse kan ha givit incitament till vissa företag att inte använda sig av derivat efter krisen.

- Finns det riktlinjer för hur valutaskringsstrategier skapas?

I undersökningen tillfrågades både företagen i Grupp I och Grupp II om det fanns en tydlig valutapolicy för hanteringen av valutakursfluktuationer. Totalt 17 av 18 företag svarade att det fanns en tydlig policy för hur hanteringen skulle ske. Detta signalerar att även företagen i Grupp II har gjort ett medvetet val i sin valutasäkringsstrategi, nämligen att använda sig av operationella strategier istället för derivatinstrument. Detta resultat ligger väl i linje med rapporten från Statistiska Centralbyrån (2008) som gör gällande att det är vanligt med en valutapolicy i stora svenska företag.

De flesta företag som undersökts anger att de inte använder sig av benchmarking för att forma sin valutapolicy. Endast 5 av 18 företag anger att de delvis använt sig av benchmarking, vilket indikerar att valutasäkringsstrategier är någonting som är individuellt för varje företag.

- Varför säkrar vissa företag sin valutaexponering med derivatinstrument och varför väljer vissa företag att inte göra det?

När Grupp I tillfrågades vilket som är deras mål med valutasäkringen av operationella kassaflöden, svarade drygt 38 % att det var just för att säkra kassaflöden. Det näst vanligaste var att minska volatiliteten i det operationella resultatet. Då Bartram m.fl. (2010) skriver att exponeringen reduceras med upp till 40% med derivatinstrument, är enkätresultatet logiskt. Från enkätresultatet dras slutsatsen att det är viktigt för de flesta företag att säkerställa summan på flödena som går in och ut ur företaget för att inte låta valutakurser påverka resultatet i för stor utsträckning på kort sikt.

Det som ingen av de tillfrågade angav var att de använde derivatinstrument för att göra spekulationsvinster. Detta styrker Peter Karlsson i intervjun då han menar att företags resultat inte får påverkas i för stor utsträckning av spekulation i derivatinstrument. Bergendahl & Sjögren (2011) noterar också att användandet av derivat i spekulations syfte har minskat, främst på grund av en ökad centralisering till följd av tidigare spekulationsförluster.

I Grupp II ansåg ett företag att användning av derivatinstrument inte var berättigat då de arbetar med korta orderböcker och därmed har ett minskat behov av att valutasäkra. Ett annat svar var att det specifika företaget ville att verksamheten anpassade sig så snabbt som möjligt till förändringar i kostnadsnivåerna. Med detta kan menas att de justerar prisnivån, alltså att försäljningspriset går upp om kostnaderna ökar, någonting som gör att företaget kan bibehålla samma vinstmarginaler.

Ett tredje företag hade ingående och utgående kassaflöden i samma valuta, någonting som gav dem en fungerande balanshedge. Detta är egentligen ett typexempel på att de endast använder den operationella strategin att matcha in- och utflöden i samma valuta, vilket gör att de inte behöver använda sig av derivatinstrument då strategin är tillräckligt tillfredställande för företaget. Vidare ansåg ett fjärde företag att de hade en alldeles för liten valutaexponering, medan ett femte var ett tjänsteföretag där produktionen var mer eller mindre lokal, varför de ansåg att valutasäkring med derivatinstrument inte var nödvändigt.

7 Slutsats

Syftet i denna uppsats har varit att kartlägga svenska börsnoterade företag på Mid Cap och Large Cap inom industribranschen. Slutsatser som kan dras från undersökningen samt resultatanalysen är av kartläggande art.

För det första ser vi att alla företag som använder sig av derivatinstrument för att säkra sina operationella kassaflöden mot valutakursfluktuationer, använder sig av terminskontrakt. Detta är någonting som både teori och studier nämner som det derivatinstrument som är bäst lämpat på kort sikt, såsom för operationella kassaflöden.

Nästan alla företag i undersökningen har svarat att de har en valutapolicy som reglerar hanteringen av valutakursfluktuationer, någonting som indikerar ett medvetet val hos företagen. Det är således inte fråga om bristande kunskap eller dålig insikt i hur valutakursfluktuationer kan påverka ett företags operativa kassaflöden.

Både företag som använder sig av derivat och de som inte gör det, använder sig även av operationella valutasäkringsstrategier. Av dessa strategier är den vanligaste matchning av in- och utflöden tätt följd av netting. Det tillämpas således valutasäkringsstrategier med såväl finansiella instrument som operationella metoder.

Finanskrisen 2008 slog hårt mot många företag. Detta har dock enligt vår undersökning inte påverkat företagen som studerats i den här studien i någon större bemärkelse gällande valutasäkringsstrategier.

Målet med användningen av derivatinstrument är inte att spekulera och således göra vinst från spekulation, utan snarare att minska volatiliteten i det operativa resultatet samt att säkra framtida kassaflöden.

Vi anser att undersökningen innehåller en hög reliabilitet och ger en bra återspeglning av vilka valutasäkringsstrategier som tillämpas av industriföretag inom segmenten Mid Cap och Large Cap. Viss restriktion utfärdas dock kring hurvida bortfallet av 13 företag påverkar resultatet i en eventuell upprepning av undersökningen.

Bortfallen var av extern art, det vill säga att den tillfrågade inte deltog i undersökningen. Bortfallet var så stort som 13 av 31 företag, motsvarande cirka 42 %. Detta kan ha en negativ påverkan om man vill generalisera resultaten för hela populationen. När enkäten inte har

besvarats har det oftast berott på en policy som inte tillåter att enkäter besvaras, att tid inte har funnits eller att det av någon anledning inte har varit möjligt att nå en lämplig respondent.

Slutligen anser vi att denna studie har hjälpt till att öka insikten i hur svenska företag inom industribranschen på Mid Cap och Large Cap tänker och hanterar de fluktuationer i valutakurser som uppstår vid utlandsaffärer. Det har även klargjorts ett tydligt mönster i att alla företag som använder sig av derivatinstrument väljer att använda terminskontrakt för att säkra sina operationella kassaflöden.

8 Förslag till vidare studier

Det hade varit intressant att undersöka hur svenska utlandsberoende småföretag hanterar sina valutakursfluktuationer. Vidare kan det vara en tanke att undersöka varför flertalet småföretag inte väljer att valutasäkra, trots att valutakursförluster många gånger upplevs vara ett problem, enligt Privata Affärer (2010).

Kommande uppsatsförfattare inom ämnet skulle kunna göra en större studie där ett urval från Stockholmsbörsen görs. På så sätt skulle undersökningen kunna spänna över flera branscher. Detta skulle i sin tur ge en mer generaliserande bild gällande vilka valutasäkringsstrategier som råder bland svenska börsnoterade företag.

Slutligen anser vi att en studie som testar olika variablers korrelation hade varit intressant att utföra. Exempelvis skulle man kunna undersöka om företagens storlek har någon inverkan på vilken typ av derivatinstrument som används. Andra variabler skulle kunna vara om vilken bransch företaget befinner sig inom påverkar vilka löptider som valutasäkras över. Dessa exempel är bara ett par av oändligt många relationer som kan undersökas.

Referenser

Allayannis, G. & Ofek, E., 2001. Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money & Finance*, 20(2), pp.273-96.

Bartram, S. M., Brown, G.W. och Minton, B. A., 2010. Resolving the exposure puzzle: The many facets of exchange rate exposure. *Journal of Financial Economics*, 95/2, 148–173

Bergendahl, G & Sjögren, S., (2011). The Effects of Changed Policies and Regimes within European Financial Markets on MNCs' Foreign Exchange Exposure Management. *In The 13th Annual SNEE European Integration Conference*. Mölle, 2011. 30.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance*. Boston: Pearson.

Bodnar, G.M., 1998. Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms. *FM: The Journal of the Financial Management Association*, 27(4), pp.70-91.

Bodnar, G.M., 1999. Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 10(3), pp.153-87.

Brown, G.W., 2001. Managing foreign exchange risk with derivatives. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), pp.401-48.

Bryman, A & Bell, E. (2007). *Business research methods*, New York: Oxford University Press.

Ekonomifakta. 2011. *Litet och exportberoende*. [ONLINE] Hämtad från:
<http://www.ekonomifakta.se/sv/Artiklar/2011/September/Litet-och-exportberoende/>.
[Tillgänglig den 11 April 13].

Eun, C. S., Resnick, B. G. och Sabherwal, S. (2012). *International Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Geczy, C., Minton, B.A. och Schrand, C., 1997. Why Firms Use Currency Derivatives. *The Journal of Finance*, 52(4), pp.1323-54.

Hagelin, N. & Pramborg, B., 2004. Hedging Foreign Exchange Exposure: Risk Reduction from Transaction and Translation Hedging. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(1), pp.1-20.

Hagelin, N. & Pramborg, B., 2006. Empirical evidence concerning incentives to hedge transaction and translation exposures. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(2), pp.142-159.

Jesswein, K.R., Kwok, C.C.Y. och Folks, Jr, W.R., 1995. Corporate use of innovative foreign exchange risk management products. *The Columbia Journal of World Business*, 30(3), pp.70-82.

Joseph, N.L., 2000. The choice of hedging techniques and the characteristics of UK industrial firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2), pp.161-84.

Marshall, A.P., 2000. Foreign exchange risk management in UK, USA and Asia Pacific multinational companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2), pp.185-211.

Privata Affärer. 2010. *Få småföretag valutasäkrar*. [ONLINE] Hämtad från: <http://www.privataaffarer.se/smaforetag/fa-smaforetag-valutasakrar-103793>. [Tillgänglig den 13 April 13].

SCB. 2008. *Valutahantering i multinationella företag*. [ONLINE] Hämtad från: http://www.scb.se/statistik/_publikationer/OV9999_2008A01_BR_X100BR0809.pdf. [Tillgänglig den 13 April 13].

SCB. 2013a. *Export och import av varor och tjänster (år 1993-)*. [ONLINE] Hämtad från: http://www.scb.se/Pages/TableAndChart____219327.aspx. [Tillgänglig den 13 April 13].

SCB. 2013b. *Utrikeshandel, export och import av varor januari-december 2012, i löpande priser*. [ONLINE] Hämtad från:

http://www.scb.se/Statistik/HA/HA0201/2012M12D/HA0201_2012M12D_SM_HA22SM1301.pdf. [Tillgänglig den 13 April 13].

Strömquist, S, 2010. *Uppsatshandboken*. 5th ed. Halmstad: Hallgren & Fallgren.

SurveyMonkey. 2013. SurveyMonkey: Gratis webbaserade enkätprogram & frågeformulärverktyg. [ONLINE] Hämtad från: <http://sv.surveymonkey.com/>. [Tillgänglig den 28 Maj 13].

Sveriges Radio. 2012. *Valutasmäll hotar svenska exportföretag*. [ONLINE] Hämtad från: <http://sverigesradio.se/sida/artikel.aspx?programid=83&artikel=5166582>. [Tillgänglig den 13 April 13].

XE. 2013. *USD/SEK Chart*. [ONLINE] Hämtad från: <http://www.xe.com/currencycharts/?from=USD&to=SEK&view=5Y>. [Tillgänglig den 13 April 13].

Intervjuer

Jarlén M., Corporate Finance Director, AB Volvo, 2013-03-26

Karlsson P., Senior Economist, Volvo Treasury, 2013-04-03

Bilaga 1

Lista över företag som ingår i den undersökta populationen

Nedanstående företag återfinns i segmenten Mid Cap och Large Cap på den Nordiska listan inom industribranschen, i enlighet med branschklassificeringssystemet GICS, Global Industry Classification Standard.

Addtech
B&B Tools
Beijer Alma
Concentric
Fagerhult
G&L Beijer
Gunnebo
Indutrade
Lindab
Loomis
Nolato
Proffice
Sweco
Systemair
ÅF
ABB
Alfa Laval
Assa Abloy
Atlas Copco
Hexagon
NCC
Nibe Industrier
Peab
SAAB
Sandvik
Scania
Securitas
Skanska
SKF
Trelleborg
Volvo

Bilaga 2

Elektronisk enkät

Noterbart: Efter svar på första frågan dirigerades respondenterna vidare i två uppdelningar, beroende på om de svarat ja eller nej. I mallen nedan illustreras vilka frågor som följt de olika svaren på fråga 1, genom att svaret är ifyllt i förväg.

1. Valutasäkrar ert företag operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrument?

- Ja
 - Nej
-

2. Vilket segment tillhör ert företag?

- Mid Cap
- Large Cap

3. Hur påverkas företagets resultat av växelkursförändringar?

- I mycket stor omfattning
- I stor omfattning
- Varken eller
- I liten omfattning
- I mycket liten omfattning

4. Vilket/vilka derivatinstrument använder ni vid säkringen av operationella kassaflöden?

- Terminer
- Optioner
- Futures
- Swappar
- Lån i utländsk valuta
- Annat (vänligen ange)

5. Vad stämmer bäst in på ert mål med valutasäkring av operationella kassaflöden?

- Minimera kostnaderna som kan uppstå vid fluktuation av valutakurser
- Tjäna så mycket pengar som möjligt på fluktuationer av valutakurser
- Att säkra kassaflöden
- Minska volatiliteten i det operativa resultatet
- Annat (vänligen ange)

6. Finns det en tydlig valutapolicy som styr användandet av derivat?

- Ja
- En policy med relevanta riktlinjer är under arbete
- Nej

7. Använder ni er av benchmarking för att forma valutasäkringsstrategier?

- Ja
- Delvis
- Nej

8. Hur långa perioder hedgar ni över? (Mer än ett alternativ är möjligt)

- 3 månader
- 6 månader
- 9 månader
- 12 månader
- >12 månader

9. Hur har er valutasäkringsstrategi förändrats efter finanskrisen 2008?

	Ja	Nej
Kortare valutasäkringsperioder	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Färre valutapar	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Längre valutasäkringsperioder	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fler valutapar	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ingen förändring	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Annat

10. Vad är anledningen till förändringen efter finanskrisen 2008?

- Nedgång i försäljningsvolym
- Ökad volatilitet på valutamarknaden
- Ökad konkurrens
- Redovisningseffekter
- Svårt att prognostisera valutaflöden
- Minskad volatilitet på valutamarknaden
- Ingen förändring
- Annat (vänligen ange)

11. Tillämpar ni någon/några av följande strategier för att minska exponeringen vid växelkursfluktuationer?

- Naturlig hedge
- Matchning av in- och utflöden
- Leads and Lags
- Netting
- Faktura- och valutaklausuler

Annat (vänligen ange)

1. Valutasäkrar ert företag operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrument?

- Ja
 - Nej
-

2. Vilket segment tillhör ert företag?

- Mid Cap
- Large Cap

3. Varför valutasäkrar ni inte med derivatinstrument? (Flera svar möjligt)

- Oklar uppfattning om varför man ska valutasäkra
- För kostsamt
- Teknisk och administrativ svårighet att bestämma värderingen av derivat
- Oro kring transaktionskostnader och likviditetsbekymmer i samband med derivatanvändning
- Bristfällig kunskap
- Annat (vänligen ange)

4. Valutasäkrade ert företag operationella kassaflöden med hjälp av derivatinstrument innan finanskrisen 2008?

- Ja
- Nej

5. Hur påverkas företagets operativa resultat av växelkursförändringar?

- I mycket stor omfattning
- I stor omfattning
- Varken eller
- I liten omfattning
- I mycket liten omfattning

6. Tillämpar ni någon/några av följande strategier för att minska exponeringen vid växelkursfluktuationer?

- Natural Hedge
- Matchning av input och output (i samma valuta)
- Leads and Lags
- Netting
- Faktura- och valutaklausuler

Annat (vänligen ange)

7. Har ni en tydlig policy som styr er hantering av exponeringen vid valutakursfluktuationer?

- Ja
 - En policy med relevanta riktlinjer är under arbete
 - Nej
-

Bilaga 3

Intervju med Magnus Jarlén

Noterbart: En del av frågorna som ställts återfinns inte i intervjumallen då dessa uppkom som naturliga följdfrågor i samband med intervjun.

Ämnen

- Operationella kassaflöden
- Finansiella marknadens utveckling
- Bankernas roll
- Finanskrisen 2008
- Teknikens utveckling

Frågor

- Vilka affärsområden valutasäkrar ni?
- Hur mycket av total omsättning i FX valutasäkras nu?
- Hur gör ni när ni valutasäkrar?
- Vad finns för data och hur processerar ni och följer upp en valutasäkring?
- Hur mycket är datorstyrkt och när blev det så?
- Vilken bank/banker använder ni er av vid exempelvis terminköp?
- Vilken valutasäkringsmetod använder ni främst?
- Finns det en uttalad policy kring vad som valutasäkras och inte?
- Vilka valutapar säkras?
- Hur stora marknadsandelar har ni på de marknaderna, var valutapar säkras?
- Hur många arbetar med valutasäkring?
- Uppskattningsvis, hur stor resursåtgång orsakar valutasäkringar för Volvo?
- Finns historisk data för hurvida det varit en vinst/förlust för Volvo att valutasäkra?
- Vilka problem upplever man som återkommande?
- Varför dessa problem?

Bilaga 4

Intervju med Peter Karlsson

Noterbart: En del av frågorna som ställts återfinns inte i intervjumallen då dessa uppkom som naturliga följdfrågor i samband med intervjun. Denna intervju ägde rum efter att vi intervjuat Magnus Jarlén.

Frågor

- Hur har policyn för valutasäkringar ändrats med tiden? Efter krisen 2008?
- Nu säkrar ni endast ”säkra” kassaflöden, har det alltid varit fallet?
- Hur har statistiken, berörande antal valutapar som säkras, ändrats efter krisen? Var det på grund av krisen?
- Vilket sätt valutasäkrar ni på? Varför?
- Vilka strategier har ni beprövat?
- Varför har ni avskaffat/behållt dessa strategier?
- Hur fungerar arbetsprocessen på Treasuryavdelningen när ni får ett besked om att ett stort kassaflöde är på väg in?
- Hur gör era stora konkurrenter gällande hedging av cash flows? Är det intressant för er?
- Föredrar man/ni effektivitet framför vinstmaximering/kostnadsminimering vid hedging?
- Vilka tidsperioder för hedging arbetar ni med nu? Varför? Är det optimalt ur en finansiell synvinkel?
- Hade man kunnat lägga ner hela valutasäkring för Volvo mot bakgrund att det på lång sikt kan antas vara ett nollsummespel?
- Hur delaktiga är ni på treasuryavdelningen i formandet av policyn som anger hur stor andel av kassaflödena som ska säkras?
- Hade Volvo kunnat tjäna på att använda en annan strategi än den som används idag? Pratar man om optimalitet?
- Finns det några hinder/restriktioner som försvårar det finansiella arbetet, exempelvis har det blivit svårare att ”swappa”?
- Hur ser du på framtiden?