



# Varför hantera affärsrisker?

-

En studie om riskhantering i gruv- och metallbranschen

Kandidatuppsats i Ekonomistyrning  
Vårterminen 2007

**Författare**

Johan Lind	830729
Jonas Kullman	810214
Tuan Dinh	850328

**Handledare**

Johan Dergård

## Sammanfattning

### Examensarbete i Företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Ekonomistyrning, Kandidatuppsats, VT 2007

**Författare:** Johan Lind, Jonas Kullman och Tuan Dinh

**Handledare:** Johan Dergård

**Titel:** Varför hantera affärsrisker? – En studie om riskhantering i gruv- och metallbranschen

**Bakgrund och problem:** Företag är dagligen utsatta för en mängd affärsrisker som hotar verksamhetens lönsamhet och överlevnad. Vid tidigare forskning har det framhållits att det behöver forskas mer kring vilka syften företag har med affärsriskhantering och vad som kan uppnås med hjälp av affärsriskhantering. Hur affärsriskhantering påverkar lönsamheten har inte klarlagts. Företagen förefaller inte kommunicera sina syften med affärsriskhanteringen och varför man väljer att hantera affärsrisker med det ena eller andra verktyget.

**Syfte:** Studiens huvudsyfte är att *förklara varför företag genomför de riskhanteringsåtgärder de vidtar*. Studiens två bisyften är att *kartlägga vilka affärsrisker som företag är utsatta för och att kartlägga vilka verktyg som företag använder för att hantera affärsriskerna*

**Metod:** Möjliga syften till affärsriskhantering härleds ur forskningslitteratur och prövas därefter empiriskt med hjälp av intervjuer med ledande befattningshavare i gruv- och metallbranschen. Information ur årsredovisningar används som sekundärdata för att konstruera en branschöversikt över affärsrisk och finansiell risk.

**Avgränsningar:** Intervjuerna i studien har begränsats till svenska bolag. Branschöversikten begränsas till bolag från Sverige, Finland, Norge och Tyskland.

**Resultat och slutsatser:** Företagsledningens syn på risk förefaller vara den förklaringsfaktor som bäst kan förklara vilka riskhanteringsåtgärder som vidtas. Bland de bakomliggande faktorerna till synen på risk konstateras att en bakgrund som familjeföretag kan ge upphov till en mer riskavert syn. Krav från de externa intressenterna aktiemarknad och långivare förklarar också företags riskhanteringsåtgärder. Det råder ett positivt samband mellan affärsriskens storlek och storleken på externa intressenters krav. Faktorn egna bedömningar av marknaden visar sig bero på kontextuella faktorer. Avseende det första bisyftet konstateras att prisrisker, valutarisker och risken för produktionsavbrott är de mest betydande affärsriskerna. Avseende det andra bisyftet dras slutsatsen att företags val av verktyg är beroende av de bakomliggande syftena med affärsriskhanteringen.

**Förslag till fortsatt forskning:** Vi föreslår fortsatta studier om ytterligare möjliga bakomliggande orsaker till synen på risk som studien indikerar har betydelse för vilka affärsriskhanteringsåtgärder som vidtas. Eftersom affärsriskhantering delvis är branschspecifikt vore det intressant att upprepa ett liknande studieupplägg inom andra branscher för att ytterligare förbättra kunskapen om hur och varför företag väljer att hantera sina affärsrisker.

## Tack!

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Johan Dergård som har bistått oss med värdefulla synpunkter under arbetets gång.

Vi tackar även Lundin Minings vice VD och finansdirektör Anders Haker, Bolidens VD Jan Johansson, Profilgruppens finanschef Peter Schön, SSAB:s finanschef Patrik Juhlin, BE Groups finanschef Torbjörn Clementz samt Höganäs Group Treasurer Pär Lindmark.

Vi är övertygade om att företagens öppna och välkomnande agerande gentemot oss studenter är värdefullt för såväl företagsekonomisk forskning som för framtida företagande.

Göteborg den 1 juni 2007

-----  
Johan Lind

-----  
Jonas Kullman

-----  
Tuan Dinh

# Innehållsförteckning

<b>ENGLISH SUMMARY .....</b>	<b>6</b>
<b>1. INLEDNING .....</b>	<b>9</b>
1.1 BAKGRUND.....	9
1.2 PROBLEMDISKUSSION OCH SYFTE.....	9
1.2.1 PROBLEMDISKUSSION .....	9
1.2.3 STUDIENS SYFTE .....	11
1.3 AVGRÄNSNINGAR .....	11
1.4 UPPSATSENS DISPOSITION.....	11
<b>2. TEORETISK REFERENS RAM.....</b>	<b>12</b>
2.1 RISK.....	12
2.1.1 BEGREPPET RISK .....	12
2.1.2 AFFÄRSRISK OCH FINANSIELL RISK .....	12
2.2 SYFTEN MED AFFÄRSRISKHANTERING.....	13
2.2.1 MÖJLIGGÖRA ÖKAD BELÅNING.....	13
2.2.2 AKTIEMARKNADSKRAV PÅ MINSKAD VOLATILITET .....	14
2.2.3 LÅNGIVARKRAV PÅ MINSKAD VOLATILITET .....	15
2.2.4 SPEKULATION UTIFRÅN EGNA MARKNADSBEDÖMNINGAR .....	16
2.2.5 ORGANISERING AV RISKHANTERINGSARBETET .....	16
2.2.6 FÖRETAGENS SYN PÅ RISK .....	17
2.3 AFFÄRSRISKER OCH VERKTYG FÖR RISKHANTERING .....	18
2.3.1 PRISRISKER .....	18
2.3.2 VALUTARISKER.....	19
2.3.3 RÄNTERISKER .....	20
2.3.4 REFINANSIERINGSRISKER .....	21
2.3.5 FÖRSÄKRINGSBARA RISKER.....	21
<b>3. METOD.....</b>	<b>23</b>
3.1 ÖVERGRIPANDE UPPLÄGG AV STUDIEN .....	23
3.2 UNDERSÖKNINGSMODELL .....	23
3.2 BRANSCH- OCH FÖRETAGSVAL .....	24
3.2.1 VALET AV BRANSCH .....	24
3.2.2 URVAL AV FÖRETAG INOM BRANSCHEN .....	24
3.3 VALET AV AFFÄRSRISKER.....	25
3.4 SAMTALSINTERVJUER.....	25
3.4.1 VAL AV INTERVJUER SOM METOD.....	25
3.4.2 VAL AV INTERVJUPERSONER .....	25
3.4.3 OPERATIONALISERINGAR - INTERVJUGUIDE .....	26
3.5 BRANSCHÖVERSIKT - AFFÄRSRISK OCH FINANSIELL RISK.....	27
3.5.1 AFFÄRSRISK OCH FINANSIELL RISK .....	27
3.5.2 METODOLOGISK DISKUSSION .....	27
3.6 GENERALISERBARHET AV STUDIENS RESULTAT .....	28
3.7 DATABASSÖKNING.....	28

<b><u>4. GRUV- OCH METALLBOLAGENS RISKER OCH RISKHANTERING.....</u></b>	<b><u>29</u></b>
<b>4.1 PRISRISKER.....</b>	<b>29</b>
4.1.1 PRISRISKER VID FÖRSÄLJNING OCH INKÖP .....	29
4.1.2 ANALYS AV PRISRISKER.....	32
<b>4.2 VALUTARISKER .....</b>	<b>33</b>
4.2.1 VALUTARISKER VID FÖRSÄLJNING OCH INKÖP .....	33
4.2.2 ANALYS AV VALUTARISKER .....	35
<b>4.3 RÄNTERISKER.....</b>	<b>35</b>
4.3.1 RÄNTERISKER I SAMBAND MED LÅNGSIKTIG UPPLÅNING .....	35
4.3.2 ANALYS AV RÄNTERISKER.....	36
<b>4.4 REFINANSIERINGSRISKER.....</b>	<b>37</b>
4.4.1 REFINANSIERINGSRISKER OCH LÅNEFÖRFALLOSTRUKTUR .....	37
4.4.2 ANALYS AV REFINANSIERINGSRISKER.....	38
<b>4.5 FÖRSÄKRINGSBARA RISKER .....</b>	<b>38</b>
4.5.1 FÖRSÄKRINGSBARA RISKER.....	38
4.5.2 ANALYS AV FÖRSÄKRINGSBARA RISKER .....	39
<b>4.6 RISKHANTERINGENS ORGANISERING .....</b>	<b>40</b>
4.6.1 FÖRETAGENS ORGANISERING AV RISKHANTERINGEN .....	40
4.6.2 ANALYS AV RISKHANTERINGENS ORGANISERING .....	41
<b>4.7 AFFÄRSRISKHANTERING OCH ÖKAD BELÅNING.....</b>	<b>42</b>
4.7.1 BRANSCHÖVERSIKT ÖVER AFFÄRSRISK OCH FINANSIELL RISK .....	42
4.7.2 RISKBALANS OCH ÖKAD BELÅNING.....	43
4.7.3 ANALYS AV RISKBALANS OCH ÖKAD BELÅNING .....	44
<b>4.8 FÖRETAGENS SYN PÅ RISK.....</b>	<b>45</b>
4.8.1 FÖRETAGENS SYN PÅ RISK.....	45
4.8.2 ANALYS AV FÖRETAGENS SYN PÅ RISK .....	45
<b><u>5. RESULTATSAMMANVÄGNING OCH SLUTSATSDRAGNING .....</u></b>	<b><u>47</u></b>
<b>5.1 HUVUDSYFTET.....</b>	<b>47</b>
<b>5.2 BISYFTEN .....</b>	<b>47</b>
<b>5.3 FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING .....</b>	<b>48</b>
<b><u>6. KÄLLFÖRTECKNING.....</u></b>	<b><u>49</u></b>
<b>6.1 LITTERATUR .....</b>	<b>49</b>
<b>6.2 FORSKNINGSARTIKLAR.....</b>	<b>50</b>
<b>6.3 AVHANDLINGAR OCH UPPSATSER .....</b>	<b>50</b>
<b>6.4 EXTERNREDOVISNINGSDOKUMENT .....</b>	<b>50</b>
<b>6.5 AFFÄRSPRESS.....</b>	<b>50</b>
<b>6.6 HEMSIDOR .....</b>	<b>51</b>
<b><u>BILAGA 1 – INTERVJUGUIDE.....</u></b>	<b><u>52</u></b>
<b><u>BILAGA 2 – FÖRETAGSINFORMATION.....</u></b>	<b><u>54</u></b>
<b><u>BILAGA 3 – SEKUNDÄRDATA TILL BRANSCHÖVERSIKT.....</u></b>	<b><u>57</u></b>



## Figur- och tabellförteckning

Figur 1 Affärsrisk och finansiell risk utifrån hävstångsformeln .....	13
Figur 2 Balans mellan affärsrisker och finansiell risk .....	13
Figur 3 Förväntat värde vid dynamiska och statiska risker .....	17
Figur 4 Synen på risk .....	18
Figur 5 Modell över grundläggande begrepp i studien .....	24
Figur 6 Intervjupersoner .....	26
Figur 7 Nuvarande branschöversikt över affärsrisk och finansiell risk .....	42
Figur 8 Historisk branschöversikt över affärsrisk och finansiell risk .....	43
Figur 9 Företagsfakta: Intervjuade bolag i studien .....	55
Figur 10 Företagsfakta: Övriga bolag i studien .....	56

## Bilageförteckning

Bilaga 1 Intervjuguide	
Bilaga 2 Företagsinformation	
Bilaga 3 Sekundärdata till branschöversikt	

## English Summary

**Introduction:** Companies are exposed to a large number of business risks that threaten their profitability and survival. The increasing global integration has, on the one hand, provided many new opportunities to companies. On the other hand, the same development has also exposed companies to many new risks. Companies must, on a daily basis, manage a plethora of risks such as price volatility, exchange rate risks, interest rate risks and the risk of production failure.

**Problem discussion:** According to previous research, it is unusual for companies to manage business risks in an economically rational way. The scientific community has requested more research regarding what can be achieved with risk management. The lack of empirical research in this subject area has been observed and commented on by researchers such as Oxelheim and Wihlborg, who claim that more research needs to be done regarding the purposes of risk management.

Previous research has defined risk as volatility in reported income, cash flow or company value. It has been shown that risk management can lead to a reduced volatility in these economic measures. It has not, however, been explained why reduced volatility is worth striving for. The relationship between reduced volatility and the opportunity to increase the debt-to-equity ratio is an area under discussion in current research. Several studies have connected an increased debt-to-equity ratio with increased return on equity, but business risk management has not been linked to the opportunity to increase the debt-to-equity ratio. Furthermore, other research indicates that it can be profitable to meet equity market demands for lower volatility, but these findings have not been connected with business risk management.

To conclude, previous research has either focused only on the causal relationship between business risk management and reduced volatility, or between reduced volatility and an increase in return on equity. How risk management affects the profitability of a company thus remains unclear and, therefore, merits further research.

**Purpose of the study:** The problem discussion above raises several interesting empirical questions regarding the relationship between business risks, risk management measures and the purpose of risk management. This leads us to the primary purpose of the study, which is to explain why companies implement risk management measures. The secondary purpose of the study is to survey what business risks companies are exposed to and what measures companies implement to counter them.

**Research method:** The study is limited to Swedish companies in the metal and mining industry, mainly because of the great cyclicity in the demand for this industry's products. Furthermore, the industry's high amount of non-variable costs indicates a high level of business risk exposure. Finally, there are interesting opportunities for risk management, such as the use of derivatives, due to the standardised markets for the industry's products. In order to ensure a high level of internal validity, all Swedish companies in the metal and mining industry were included in the study.

Previous research in the field of Business Administration has indicated several possible purposes of risk management. Six possible purposes were derived from previous research and these were subsequently tested empirically in order to determine their explanatory power regarding the primary purpose of the study.

Interviews were conducted with leading managers in the metal and mining industry. The respondents held either a position as Chief Executive Officer or as Chief Financial Officer. Information from annual reports was used to construct an overview of business and financial risk. The industry overview complemented the analysis and was also used as a basis for discussion during the interviews.

**Theoretical framework:** Previous research has created several different categorisations of business risks. This study draws upon Larsson's categorisation that focuses on manageable business risks, including price risks, exchange rate risks, interest risks, refinancing risks and insurable risks such as the risk of production failure. Business risks can be divided into dynamic risks that can result in both positive and negative outcomes, and static risks that can only result in negative outcomes. The former includes price risks and exchange rate risks, whereas the latter includes insurable risks.

The use of risk management measures, such as derivatives and insurances, reduces the volatility in a company's reported income and thus leads to a reduction in the business risk. The measures also, however, lead to a reduction in the expected value of the outcome. A company, therefore, faces trade-offs between reduced volatility and higher expected value. Six possible purposes that could explain a company's risk management measures are presented below.

Johansson defines total risk as the sum of business and financial risk. Financial risk can in turn be defined as a company's debt-to-equity ratio. According to a financial theory, first developed by Miller and Modigliani, a company can improve its profitability through increasing its debt-to-equity ratio. A company must, however, balance the advantages of an increased debt-to-equity ratio with the elevated distress risk that inevitably follows from increased financial borrowing. Risk management reduces the business risk and therefore enables an increase in the debt-to-equity ratio without increasing the total risk. Thus, the first possible purpose of risk management empirically tested in the study, is the ability to increase the return for shareholders through enabling increased financial borrowing.

Several risk management measures, such as derivatives, can be used for speculation on the basis of market analysis. Market speculation could, therefore, explain why risk management measures are implemented. Another purpose of risk management could be found in stakeholder theory. The equity market and lenders are examples of stakeholders who could demand risk management measures to safeguard their vested interests. Whether the risk management process is organised in a centralised or decentralised way could also explain why measures are implemented. A decentralised approach could result in unnecessary risk management measures regarding risks that could be more efficiently handled with a centralised solution. Finally, attitude to risk is another possible explanatory factor determining why companies implement risk management measures. As explained above, companies face trade-offs between



reduced volatility and higher expected value. Decisions regarding this trade-off could be affected by the leading managers' attitudes to risk.

**Results and conclusions:** The study concludes that the factor with the strongest explanatory power, regarding why companies implement risk management measures, is the leading managers' attitudes to risk. Companies with outspoken risk-averse attitudes are more inclined to implement risk management measures, meaning that a lower volatility is preferred to a higher expected value. Among the underlying factors explaining attitude to risk, it is concluded that ownership structure plays an important role. A background as a family-owned company appears to result in a more risk-averse attitude among its leading managers.

The study further concludes that demands from external stakeholders, such as shareholders and banks, can explain why companies implement risk management measures. A positive correlation is found between the potential negative consequences of a business risk and the extent of the demands from stakeholders. The effects on risk management from speculation on the basis of market analysis appear to depend on contextual conditions. Firstly, the complexity and predictability of the market in question plays a key role. Furthermore, the company's knowledge and experience of the market dynamics plays another important role. Finally, the propensity for speculation appears to be greater when a company is managing dynamic risks than when managing static risks.

The opportunity to increase the return for shareholders, through enabling an increase in financial borrowing, is found to have very weak explanatory power regarding why companies implement risk management measures. According to the industry overview, however, the companies in the study have, over the last decade, improved the balance between business and financial risk. It is, therefore, concluded that this explanatory factor has the potential to become more salient in the future.

The study also concludes that the way in which the risk management process is organised, does not explain the risk management measures implemented in the metal and mining industry. This is primarily due to the fact that most of the companies in the study have a centralised risk management process. Regarding the secondary purpose of the study, it is concluded that price risks, exchange rate risks and the risk of production failure are the principal business risks in the metal and mining industry. Furthermore, why measures are implemented is found to depend on the underlying purposes of risk management.

**Generalisation:** The possibility to generalise the results varies between the respective risks in the study. The management of currency risks, for example, is generic to all companies that trade goods and services internationally. The mining and metal industry is positioned early in the value-chain and the conclusions of the study are, therefore, more relevant to companies with a similar industry position.

**Proposal for future research:** Since our findings indicate that attitude to risk has great importance for why risk management measures are implemented, we propose further research regarding how attitude to risk is formed among leading managers in a company.

# 1. Inledning

---

*Kapitel 1 börjar med en inledande bakgrund till företags risksituation. Därefter kommer en problemdiskussion följt av studiens syfte. Avslutningsvis presenteras uppsatsens disposition.*

---

## 1.1 Bakgrund

Företag är dagligen utsatta för en mängd affärsrisker som hotar verksamhetens lönsamhet och överlevnad. Företagens riskhantering måste möta affärsrisker så skilda som valutarisker, prisvolatilitet, ränterisker och risker för produktionsstopp.<sup>1</sup> De risker som företagen har varit utsatta för har varierat i historien. Tidigare utgjorde risker för egendomsförluster det tyngsta hotet medan risken för förlorade marknadsandelar i samband med produktionsstopp på senare år har seglat upp som väsentligt mer betydelsefull.<sup>2</sup> Den globala integrationen på ekonomiområdet har medfört både enorma möjligheter och risker. De senaste decennierna har inneburit perioder med volatila makroekonomiska förutsättningar såsom volatila växelkurser. Vid användning av moderna ekonomistyrningsmetoder för utvärdering av verksamheter som Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA) eller Shareholder Value Added (SVA) krävs information om effekter från makroekonomiska variabler som påverkar företagets utveckling.<sup>3</sup> Förståelsen för makroekonomiska effekter som en källa till risker för företaget är nämligen viktigt för riskhanteringsarbetet.<sup>4</sup>

Riskhanteringsprocessen kan innefatta kartläggning av de risker som är påtagliga för företaget, analys av riskerna och sedan prioritering av dem. Därefter behöver företaget göra aktiva val och bestämma vilka av riskerna som skall hanteras i vilka situationer och med vilka verktyg. Alla risker kan inte elimineras men många låter sig reduceras.<sup>5</sup> För att kunna agera ekonomiskt rationellt måste företagsledningen se helheten avseende företagets risker.<sup>6</sup> Traditionellt har det ofta varit finansavdelningen som har skött hanteringen av många av företagets risker, men andra enheter inom företaget borde uppmärksamma riskeffekter mer såsom säljavdelningen.<sup>7</sup>

## 1.2 Problemdiskussion och syfte

### 1.2.1 Problemdiskussion

Företagen är utsatta för en mängd affärsrisker som behöver hanteras. Enligt Oxelheim och Wihlborg behöver det forskas mer kring vilka syften företag har med affärsriskhantering och vad som kan uppnås med hjälp av affärsriskhantering.<sup>8</sup> Det förefaller saknas empiriska studier på området, vilket enligt författarna kan vara ett resultat av att det är ovanligt med bra riskhanteringsarbete i företagen.<sup>9</sup> Författarna uppger att det är ovanligt att företag bedömer och hanterar risker på ett ekonomiskt

---

<sup>1</sup> Hamilton 1996: 16, Oxelheim och Wihlborg, 1998: 7

<sup>2</sup> Hamilton 1996: 40

<sup>3</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998: 2

<sup>4</sup> Ibid: 3

<sup>5</sup> Hamilton 1996: 97

<sup>6</sup> Hamilton 1996: 17

<sup>7</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998: 14

<sup>8</sup> Ibid: 37

<sup>9</sup> Ibid: 37

rationellt sätt. Även sökningar i både svenska och internationella forskningsdatabaser indikerar att det saknas empiriska studier om varför företag väljer att hantera affärsrisker (se avsnitt 3.8). Samtidigt som företag alltså är utsatta för många affärsrisker förefaller det finnas ett behov av förbättrad kunskap om hur man bör förhålla sig till och hantera olika affärsrisker.

Tidigare forskning har kommit fram till att affärsriskhantering kan leda till minskad volatilitet, men har inte samtidigt förklarat varför minskad volatilitet är önskvärt (se avsnitt 2.3).<sup>10</sup> Sambandet mellan volatilitet och möjligheten till belåning är ett aktuellt tema i affärspressen.<sup>11</sup> Andra studier har kopplat samman just ökad belåning med ökad avkastning, men inte affärsriskhantering med ökade möjligheter till högre belåning (se avsnitt 2.2.1).<sup>12</sup> Samtidigt har annan forskning indikerat att det kan vara lönsamt för företagen att uppfylla aktiemarknadskrav på lägre volatilitet, men inte kopplat samman detta med affärsriskhantering (se avsnitt 2.2.2).<sup>13</sup> Tidigare forskning har således antingen främst fokuserat på orsakssambandet mellan affärsriskhantering och minskad volatilitet eller på orsakssambandet mellan minskad volatilitet och ökad avkastning. Hur affärsriskhantering påverkar lönsamheten är således inte fullt klarlagt.

Ohanterade affärsrisker kan ge oväntade avvikelser i resultatet, vilket kan medföra problem för företagen. Ett aktuellt exempel hämtat ur affärspressen är gruvbolaget Bolidens resultat för det första kvartalet 2007 som påverkades negativt dels av olika priseffekter och dessutom av en negativ valutaeffekt på över 350 miljoner kronor.<sup>14</sup> Vid en vidareuppföljning till årsredovisningar för andra internationellt verksamma företag framgår företagets utsatthet för valutarisker och ett brett spektrum av andra affärsrisker. Samtidigt förefaller företagen dock inte kommunicera sina syften med affärsriskhanteringen. Varför man väljer att hantera affärsrisker med det ena eller andra verktyget framgår ofta inte heller. Genomgången av årsredovisningar indikerar således att det råder en informationsasymmetri mellan företagen och de externa intressenterna avseende frågorna om riskhantering. Informationsasymmetri innebär att intressenterna har sämre inblick i verksamheten än företagsledningen.<sup>15</sup> Kraven på extern information om riskhantering har dock ökat och sedan 2005 föreskriver standarden IAS 39 riskredovisning kring de finansiella instrument som används för riskhantering.<sup>16</sup> Detta tyder på att möjligheterna för externa intressenter att ställa krav på företagets affärsriskhantering har ökat.

Olika branscher är utsatta för olika affärsrisker.<sup>17</sup> Hanteringen av affärsrisker är därför till stor del branschspecifik. En vidareuppföljning till årsredovisningar och branschlitteratur över gruv- och metallbranschen visar att branschen är konjunkturkänslig och utsatt för en rad affärsrisker där efterfrågeändringar mycket snabbt kan påverka marknadsförutsättningarna.<sup>18</sup> Bolagen kan därför antas vara ett

---

<sup>10</sup> Larsson 2000: 176, Wihlborg: 14

<sup>11</sup> Örn 2007: 6

<sup>12</sup> Modigliani och Miller, 1963: 433-443

<sup>13</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998:1-2, Larsson 2000: 185

<sup>14</sup> Blomgren 2007: 11, Carlsson 2007: 11

<sup>15</sup> Larsson 2000: 174

<sup>16</sup> IAS 39

<sup>17</sup> De Ridder 2003: 157

<sup>18</sup> Crowson 2001: 8

bra exempel på hur företag i praktiken väljer att hantera affärsrisker. Det vore därför av intresse att studera affärsriskhanteringen i gruv- och metallbranschen.

### **1.2.3 Studiens syfte**

Ovanstående problemformulering har gett upphov till flera intressanta empiriska frågor, vilket leder oss till studiens huvudsyfte som lyder

*Studien avser förklara varför företag genomför de riskhanteringsåtgärder de vidtar*

Företagen är i behov av kunskap om vilka affärsrisker som behöver hanteras och vilka verktyg som kan användas för att hantera de olika affärsriskerna. Detta motiverar att studien även har följande två bisyften

*Studien avser kartlägga vilka affärsrisker som företag är utsatta för och att kartlägga vilka verktyg som företagen använder för att hantera affärsriskerna*

Studiens syften täcker därmed in de olika stegen i riskhanteringsprocessen från kartläggning av de risker, analys och prioritering av risker följt av beslut och genomförande av åtgärder.

## **1.3 Avgränsningar**

Studiens intervjuer begränsar sig till svenska företag i gruv- och metallbranschen. Branschöversikten begränsas till bolag från Sverige, Finland, Norge och Tyskland.

## **1.4 Uppsatsens disposition**

Uppsatsens disposition och övergripande kapiteluppdelning lyder som följer.

Kapitel 2 inleds med en introduktion av begreppet risk och en diskussion om skillnaden mellan statiska och dynamiska risker. Sedan introduceras och förklaras begreppen affärsrisk och finansiell risk. Därefter presenteras flera möjliga syften och förklaringar till affärsriskhantering. Slutligen följer en teoretisk överblick över dynamiska och statiska affärsrisker samt de verktyg som finns företagen tillhanda.

Kapitel 3 presenterar först studiens övergripande upplägg och undersökningsmodell. Därefter motiveras valet av bransch och valet av företag att undersöka. Sedan motiveras valet av affärsrisker. Slutligen diskuteras tillvägagångssättet och de metodologiska övervägandena vid samtalsintervjuerna och framtagandet av branschens risköversikt.

Kapitel 4 innehåller en presentation och analys av empirin från intervjuerna med de ledande befattningshavarna för gruv- och metallbolagen. Materialet presenteras och analyseras affärsrisk för affärsrisk. Därefter presenteras och analyseras empirin avseende de tre riskhanteringssyften som bättre lämpar sig för separat presentation och analys, däribland riskbalansundersökningen med tillhörande intervjuempiri. All empiri i kapitlet bygger uteslutande på intervjuer om ej annat explicit anges.

Kapitel 5 börjar med att presentera konklusion och slutsats för undersökningens huvudsyfte. Därefter presenteras även slutsatser för undersökningens båda bisyften. Kapitlet avslutas med förslag på framtida forskning.

## 2. Teoretisk referensram

---

*Kapitel 2 inleds med en introduktion av begreppet risk och en diskussion om skillnaden mellan statistiska och dynamiska risker. Sedan introduceras och förklaras begreppen affärsrisk och finansiell risk. Därefter presenteras flera möjliga syften och förklaringar till affärsriskhantering. Slutligen följer en teoretisk överblick över dynamiska och statistiska affärsrisker samt de verktyg som finns företagen tillhanda.*

---

### 2.1 Risk

#### 2.1.1 Begreppet risk

Begreppet risk är mångfacetterat, vilket ställer krav på stringens från den empiriske forskaren. En teoretisk uppdelning som ofta förekommer är den mellan risk och osäkerhet. Risk definieras i det sammanhanget som utfall med kända sannolikheter medan osäkerhet handlar om (negativa) utfall vars sannolikheter inte är kända.<sup>19</sup> Risk kan matematiskt uttryckas som en produkt av sannolikheten för och konsekvenserna av den skada som risken kan ge upphov till.<sup>20</sup> Inom företagsekonomi brukar risk definieras som volatilitet i lönsamhet, kassaflöden eller företagsvärde.<sup>21</sup> Volatilitet mäts i sin tur oftast som standardavvikelse eller varians i utfallet.<sup>22</sup> Förväntat värde för storleken på en risk kan beräknas som sannolikheten för och konsekvensen av den skada som risken kan ge upphov till.<sup>23</sup>

Företagets risker kan delas upp mellan dynamiska respektive statistiska risker.<sup>24</sup> Dynamiska risker är sådana vars utfall kan bli både positivt och negativt för företaget, såsom prisrisker vid försäljning och inköp (se avsnitt 2.3.1), valutarisker (2.3.2) eller ränterisker (2.3.3). Statistiska risker är sådana vars utfall endast kan vara till nackdel för företaget, såsom risken för produktionsstopp, egendomsolyckor eller produktansvar (2.3.5).

#### 2.1.2 Affärsrisk och finansiell risk

En inom företagsekonomi vanlig uppdelning av ett företags risker är mellan affärsrisk (ibland benämnd rörelserisk eller operativ risk) och finansiell risk.<sup>25</sup> Summan av affärsrisken och den finansiella risken utgör företagets totala risk och kan definieras som volatiliteten i  $R_E$  där en hög volatilitet innebär en hög total risk. Affärsrisk utgörs av alla risker kopplade till företagets verksamhet och omgivning förutom hur företagets verksamhet är finansierad. Affärsrisken kan definieras som volatiliteten i  $R_T$  där hög volatilitet innebär en hög affärsrisk.<sup>26</sup> Ett företags finansiella risk är avhängig hur företaget har finansierat sina tillgångar och beror således på balansräkningens passivsida.<sup>27</sup> Finansiell risk brukar definieras som

---

<sup>19</sup> Brigelius et al, 1988: 10

<sup>20</sup> Hamilton 1996: 12

<sup>21</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998: 17

<sup>22</sup> Brigelius et al, 1988: 5, Oxelheim och Wihlborg, 1998: 19

<sup>23</sup> Hamilton 1996: 12

<sup>24</sup> Hamilton, 1996: 13

<sup>25</sup> Hansson, 1998: 169, Johansson, 2005: 43, Arnold, 2002: 813, De Ridder, 2003: 157

<sup>26</sup> Johansson, 2005: 43

<sup>27</sup> De Ridder, 2003: 171

soliditet eller skuldsättningsgrad.<sup>28</sup> Nedan visas hävstångsformeln som kan tas som utgångspunkt för att definiera affärsrisk och finansiell risk.

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) \cdot \frac{S}{E}$$

Källa: Johansson 2005

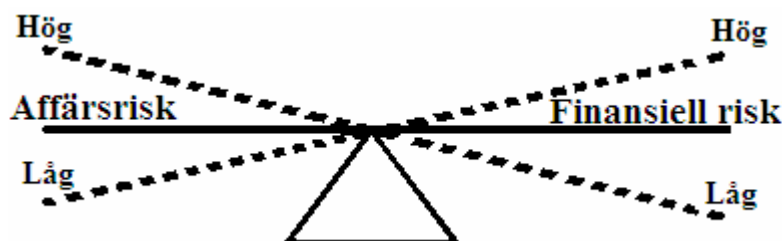
**Figur 1 Affärsrisk och finansiell risk utifrån hävstångsformeln**

Kommentar: Hävstångsformeln kan tas som utgångspunkt för att definiera affärsrisk och finansiell risk. Den finansiella risken som är kopplad till belåningen finns hela tiden närvarande och påverkar förutsättningarna för hanteringen av affärsrisker.

## 2.2 Syften med affärsriskhantering

### 2.2.1 Möjliggöra ökad belåning

Företag bör enligt Johansson balansera företagets sammanlagda affärsrisk med den finansiella risken i syfte att erhålla en långsiktigt hållbar total risk. En och samma totalrisk kan erhållas genom olika kombinationer av affärsrisk och finansiell risk.<sup>29</sup> Företag med riskfylld intjäningsförmåga och således hög affärsrisk, såsom malmprospekteringsföretag, bör enligt Hansson ha en hög soliditet.<sup>30</sup> Kraftföretag och banker kan däremot tvärt om kombinera sin ofta låga affärsrisk med en låg soliditet, det vill säga en större finansiell risk.<sup>31</sup> Nedan visas en figur över hur företag enligt Johansson bör balansera den sammanlagda affärsrisken med företagets finansiella risk.



**Figur 2 Balans mellan affärsrisker och finansiell risk**

Kommentar: Företag bör enligt Johansson balansera den sammanlagda affärsrisken med den finansiella risken för att undvika att den totala risken blir för hög.

Johansson anser att affärsrisk delvis beror på branschtillhörighet och verksamhetsinriktning. För att undvika för hög totalrisk blir därför valet av soliditet viktigt. Valet av soliditet styrs av målet för räntabilitet på eget kapital och villigheten till risktagande.<sup>32</sup> Företagsledningens förmåga att fritt välja företagets soliditet är en omstridd forskningsfråga, men stöd till uppfattningen att soliditeten är valbar kommer från bland andra De Ridder som anser att företaget kan ändra andelarna i kapitalkällorna, det vill säga den relativa storleken på eget kapital och skulder genom

<sup>28</sup> Hansson, 1998:169, Johansson, 2005:43, Arnold 2002: 813

<sup>29</sup> Johansson, 2005: 44

<sup>30</sup> Hansson, 1998: 169

<sup>31</sup> Johansson, 2005: 45

<sup>32</sup> Ibid: 39

att ändra bolagets utdelningspolitik, återköp av egna aktier, förändringar av lån och amorteringar.<sup>33</sup>

Inom finansteoriområdet har Miller & Modigliani visat att i en ekonomi med bolagsskatt blir företagets kapitalstruktur relevant för ägarnas avkastning.<sup>34</sup> Detta beror på att avkastningen på eget kapital ökar via skatteskölden i takt med att företaget ökar sin belåning.<sup>35</sup> Företagen kan således bli mer lönsamma för ägarna, ceteris paribus, om företagen klarar av att vara högre belånade och samtidigt undvika konkurs. Modern finanst teori säger dock att företag måste balansera fördelarna med ökad belåning mot risken för konkurs.<sup>36</sup> Detta ligger även nära till vad Johansson säger om balanseringen av affärsrisk och finansiell risk. Företag kan således bara öka sin belåning till den punkt där risken för konkurs, eller en för stor totalrisk med Johanssons begreppsapparat, medför att en ytterligare ökning inte är lämplig.

Forskning om riskhantering framhåller att företag kan minska volatiliteten i resultat och kassaflöde genom att vidta affärsriskhanteringsåtgärder.<sup>37</sup> Sådana åtgärder leder till en jämnare resultat- och kassaflödesutveckling med minskad risk för oväntade avvikelser. När affärsrisken därmed blir mindre kan företag öka belåningen utan att den totala risken blir högre än före affärsriskhanteringsåtgärden vidtogs. Johanssons teori om möjligheten till högre belåning när affärsrisken är lägre i kombination med Miller & Modiglianis teori om att högre belåning ger högre avkastning utgör således ett möjligt syfte till affärsriskhantering.

### 2.2.2 Aktiemarknadskrav på minskad volatilitet

Enligt stakeholderteorin eller intressentmodellen är företagets fortlevnad beroende av relationerna till omgivningen. Företaget bör därför sträva efter att tillgodose de krav som ställs från olika aktörer i omgivningen.<sup>38</sup> Utifrån stakeholderteorin kan man identifiera ett antal aktörer som kan tänkas ställa krav på affärsriskhantering.<sup>39</sup> I avsnitt 2.2.2 och 2.2.3 framgår en genomgång av krav från aktiemarknaden och långivare som förekommer i riskhanteringslitteraturen.

Aktiemarknadsaktörer kan ställa krav på olika former av säkringar inom de affärsriskområden som kommer att presenteras nedan i avsnitten 2.4.1 till 2.4.5.

Exempelvis kan aktieägare ha uppfattningar om huruvida företaget bör säkra metallprisrisker vid försäljning eller inte.<sup>40</sup> Ägare med bestämmande inflytande har möjlighet att direkt styra bolaget mot att vidta vissa affärsriskhanteringsåtgärder, men övriga marknadsaktörer kan genom sitt sätt att värdera företag indirekt påverka affärsriskhanteringen.

När företag fattar beslut som minskar affärsrisken stabiliseras resultatutvecklingen och kassaflödet, vilket har visats ovan. Enligt Larsson bör en stabilare resultatutveckling leda till att aktien värderas högre eftersom risken i aktien har

---

<sup>33</sup> De Ridder 2003: 171

<sup>34</sup> Modigliani och Miller, 1963: 433-443

<sup>35</sup> De Ridder 2003: 168

<sup>36</sup> Opler, Saron och Titman 1997: 25-26

<sup>37</sup> Larsson 2000: 176, Wihlborg: 14

<sup>38</sup> Phillips 2003: 159

<sup>39</sup> Ibid: 158

<sup>40</sup> Crowson 2001: 27

minskat.<sup>41</sup> Även Oxelheim och Wihlborg framhåller att minskad variation i marknadsvärde eller kassaflöde kan leda till ökad värdering av företaget om aktieägare värdesätter den minskade volatiliteten.<sup>42</sup> Hamilton skriver också att företag bör sträva efter en jämnare resultatutveckling och således en minskad volatilitet.<sup>43</sup> Positiv aktiekursutveckling som en effekt av minskad resultat- eller kassaflödesvolatilitet kan således vara ett möjligt syfte med affärsriskhantering.

Ovanstående positiva effekt av affärsriskhantering förutsätter att investerare inte har en helt neutral attityd till risk. En riskneutral investerare utgår vid beslutsfattande enbart från olika alternativs förväntade värde.<sup>44</sup> Variation över respektive under det förväntade värdet värderas som lika positivt respektive negativt. Portföljteori aktualiserar frågan om huruvida affärsriskhantering i företagen är önskvärt för aktieägare eftersom riskhantering kan ske på investerarnivå.<sup>45</sup> Enligt portföljteori skiljer investerare mellan diversifierbar risk och icke-diversifierbar risk, även kallad marknadsrisk.<sup>46</sup> För en portföljförvaltare på en perfekt kapitalmarknad kan det räcka med att företagen ägnar sig åt att försöka maximera den förväntade avkastningen. Oxelheim och Wihlborg framhåller dock att det trots allt är i linje med aktieägarnas intresse att låta företaget bekymra sig om konkursrisken eftersom andra intressenter såsom långgivare ställer ökade krav på företaget om konkursrisken är högre, vilket i sin tur leder till ett sämre utfall för aktieägarna.<sup>47</sup>

### 2.2.3 Långgivarkrav på minskad volatilitet

En annan intressentgrupp som kan ställa krav på affärsriskhantering är långgivare. Genom de ökade redovisningskraven på riskinformation har långgivare fått ett bättre underlag för att ställa krav. Långgivarnas kreditbedömning utmynnar i en riskbedömning som underlag för kreditbeviljning och räntesättning.<sup>48</sup> Långgivares bedömningar av kreditvärdigheten utgår från utvecklingen på företagets affärsförutsättningar, vilka bland annat innefattar utvecklingen på potentiella riskområden som valutamarknader och räntemarknader samt utvärdering av företagets riskbenägenhet.<sup>49</sup> Långgivare är till skillnad från aktieägare inte residualintressenter utan vill tvärt om bara ha en miniminivå tillfredsställd, vilket innebär att låg volatilitet är önskvärt.<sup>50</sup> Banker tittar bland annat på olika redovisningsbaserade mått på bolaget såsom räntabilitet och soliditet.<sup>51</sup> Som har visats ovan leder affärsriskhantering till minskad volatilitet i både resultat och kassaflöde. Affärsriskhantering kan därför medföra möjligheter att erhålla lånefinansiering som annars skulle vara omöjlig att erhålla alternativt bara möjlig att få med ofördelaktiga lånevillkor.<sup>52</sup> Direkta krav från långgivare kan manifesteras sig inom många olika affärsriskområden. Inom gruv- och metallbranschen förekommer långgivarkrav på prissäkringar i samband med utlåning

---

<sup>41</sup> Larsson 2000: 102

<sup>42</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998:1-2, Larsson 2000: 185

<sup>43</sup> Hamilton 1996: 119

<sup>44</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998: 22, Larsson 2000: 19-20

<sup>45</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998: 19

<sup>46</sup> Ibid: 19

<sup>47</sup> Ibid: 23

<sup>48</sup> Larsson 2000: 176

<sup>49</sup> Ibid: 174-175

<sup>50</sup> Smith 2006: 20

<sup>51</sup> Larsson 2000: 176

<sup>52</sup> Johansson, 2005: 49



till prospekteringsbolag eller gruvprojekt.<sup>53</sup> Vid ränteförhandlingar kan affärsriskhantering även vara en fördel för lönsamma och stabila bolag. Ovan nämnda långgivarkrav kan således vara syftet eller orsaken bakom ett företags affärsriskhantering.

#### **2.2.4 Spekulation utifrån egna marknadsbedömningar**

Företag kan välja att genomföra riskhanteringsåtgärder på grund av viljan att positionera sig rätt utifrån sina egna bedömningar av marknadens framtida utveckling. Finansiella instrument som kan användas för affärsriskhantering kan nämligen också utnyttjas i spekulativt syfte utifrån marknadsbedömningar.<sup>54</sup> Ett företag kan därmed anse sig välja ett alternativ med bättre förväntat värde när man väljer en specifik riskhanteringsåtgärd såsom optioner eller ränteswappar. Detta innebär en avvikelser från det grundläggande synsättet att affärsriskhantering medför en minskad volatilitet till priset av en försäkring av det förväntade värdet.

Möjligheten att spekulera utifrån egna marknadsbedömningar med hjälp av verktyg för affärsriskhantering återfinns främst i samband med de dynamiska affärsriskerna såsom prisrisker, valutarisker och ränterisker. Företag kan exempelvis agera utifrån sin räntemarknadsbedömning i syfte att utnyttja en gynnsam situation och öka avkastningen.<sup>55</sup> Ett syfte med riskhanteringsåtgärder kan således vara att agera spekulativt utifrån egna marknadsbedömningar.

#### **2.2.5 Organisering av riskhanteringsarbetet**

Affärsriskhantering kan vara orsakad av hur arbetet med dessa frågor är organiserat i företaget och hur prestationer utvärderas. Divisionschefer eller andra ansvariga kan ha motiv att föredra en jämnare utveckling för att undvika negativa avvikelser. Detta kan bero på de incitament som prestationsmätningens utformning kan ge eller risken för att förlora arbetet vid en dålig prestation. Prestationsmätningen påverkar medarbetarnas attityder till risk.<sup>56</sup> Wihlborg anser därför att det är viktigt att utvärdera medarbetarna på ett sätt som gör att deras beteende blir konsistent med riskhanteringsens övergripande syften.<sup>57</sup> De Fond och Park har dragit slutsatsen att oro för anställningstryggheten kan medföra att resultatutjämnande åtgärder inom redovisningsområdet vidtas.<sup>58</sup> Den utjämnning av de verkliga ekonomiska flödena som affärsriskhantering kan medföra torde kunna vara orsakade av samma incitament. Ansvariga personers oro för sin egen position kan därför medföra att onödiga riskhanteringsåtgärder vidtas. Detta kan exempelvis gälla en förhållandevis liten risk som skulle kunna hanteras mer kostnadseffektivt gemensamt inom koncernen via en centraliserad lösning utan extern inblandning. Centraliserad respektive decentraliserad organisering av riskhanteringsarbetet kan således påverka vilka riskhanteringsåtgärder som vidtas. Denna förklaring till affärsriskhantering skiljer sig från de tidigare presenterade syftena eftersom den kan vara oavsiktlig snarare än ett medvetet motiv från företagets sida.

---

<sup>53</sup> Crowson 2001: 15

<sup>54</sup> Gibson-Jarvie 1983: 144

<sup>55</sup> Larsson 2000: 87-88

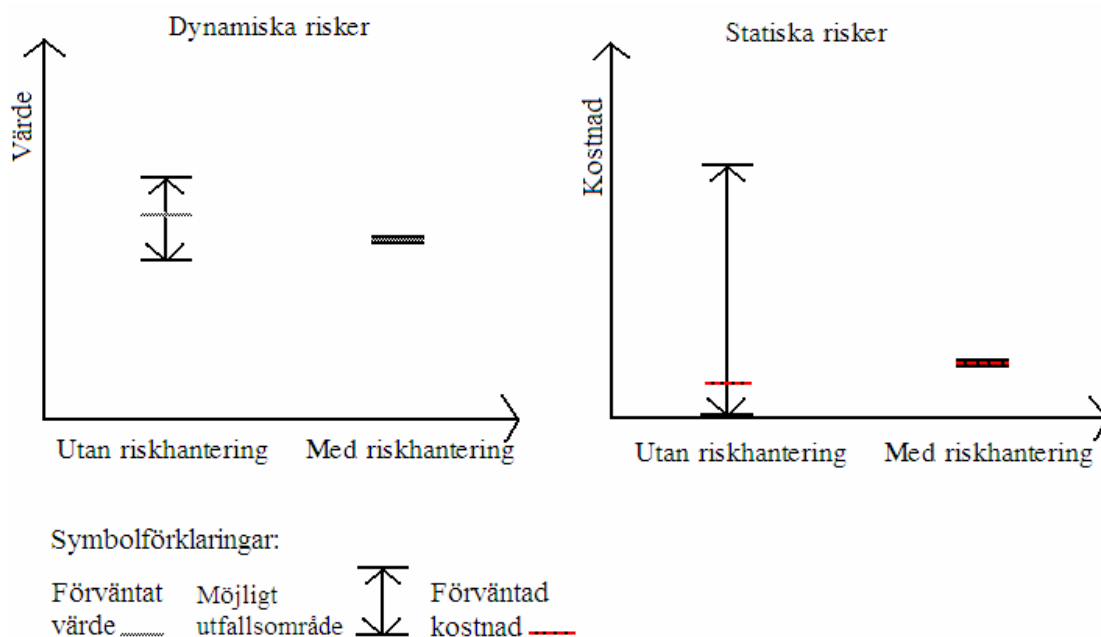
<sup>56</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998: 184

<sup>57</sup> Ibid: 179

<sup>58</sup> De Fond och Park 1997: 117

## 2.2.6 Företagens syn på risk

Vid valet mellan olika handlingsalternativ finns det ofta ett samband mellan risk och förväntat värde. Om risken för ett alternativ är hög är i regel också det förväntade värdet bättre.<sup>59</sup> Ovanstående avvägning återkommer regelbundet vid hanteringen av många olika affärsrisker. Ett vanligt dilemma är således om företaget skall ta någon form av säkringskostnad för att uppnå riskreduktion eller välja att avstå.<sup>60</sup> I praktiken blir ofta det förväntade värdet sämre om man vid affärsriskhanteringen genomför olika riskreduceringsåtgärder som minskar volatiliteten. Nedan visas en figur över hur valsituationen kan se ut vid dynamiska respektive statiska risker.



**Figur 3 Förväntat värde vid dynamiska och statiska risker**

Kommentar: Om en riskhanteringsåtgärd vidtas för en dynamisk risk minskar volatiliteten och de sämsta utfallen undviks, vilket dock sker till priset av en försämring av det förväntade värdet samt utebliven möjlighet till positiva utfall. Vid statiska risker medför riskhantering att de mest negativa utfallen undviks. Dessa är ofta osannolika men associerade med höga kostnader, exempelvis risken för en fabriksbrand. Även här sker emellertid volatilitetsminskningen i regel till priset av en försämring av det förväntade värdet, vilket illustreras med den högre förväntade kostnaden i figuren.

Enligt Brigelius styrs valet om att vidta en säkringsåtgärd eller inte av beslutsfattarens syn på risk. En riskneutral beslutsfattare har en symmetrisk syn på risk medan en riskavert beslutsfattare har en asymmetrisk risksyn.<sup>61</sup> Att ha en riskavert syn innebär att man värderar ett negativt utfall med ett visst värde som mer negativt än hur man värderar ett positivt utfall med motsvarande värde positivt. Markowitz har tagit fram en matematisk modell som beskriver hur synen på risk styr denna avvägning.<sup>62</sup>

<sup>59</sup> Hansson 2005: 65, Oxelheim och Wihlborg, 1998: 19

<sup>60</sup> Brigelius et al, 1988: 6

<sup>61</sup> Ibid: 6

<sup>62</sup> Ibid: 3

$$\mu - A\sigma^2$$

Källa: Brigelius et al 1988

#### Figur 4 Synen på risk

Kommentar:  $\mu$  avser det förväntade värdet,  $A$  avser riskattityden och  $\sigma^2$  avser variansen som är ett mått på volatilitet.

För en riskneutral beslutsfattare är  $A = 0$  och målet blir därför att enbart maximera värdet på den förväntade avkastningen  $\mu$ . En beslutsfattare med en riskavert syn tar däremot hänsyn till volatiliteten vid bedömning av olika alternativ. Ju mer riskavert beslutsfattaren är desto större blir hänsynen till volatiliteten. För ett företag kan det vara rationellt att ha en riskavert syn, exempelvis om man ur ett överlevnadsperspektiv vill undvika konkurs. Företagets syn på risk skulle således kunna förklara vilka riskhanteringsåtgärder som vidtas.

## 2.3 Affärsrisker och verktyg för riskhantering

I litteraturen förekommer flera olika kategoriseringar och uppräknings av affärsrisker. Johansson anser att affärsrisken är förknippad med företagets investeringspolitik, produktpolitik, prispolitik, marknadspolitik och övriga delar av företagspolitiken exklusive finansieringspolitiken.<sup>63</sup> Hallgren gör en uppdelning i tio affärsriskområden, nämligen leverantörsberoende, kundstruktur, marknadsbild, kapitalintensitet, anpassningsförmåga till teknisk utveckling, produkternas komplexitet, politiska beslut och begränsande lagar, personal samt konjunkturkänslighet.<sup>64</sup> De Ridder diskuterar olika faktorer som påverkar företagets sammanlagda affärsrisk och tar upp faktorerna konjunkturkänslighet, priskänslighet, kostnadsläge, marknadsdominans och skydd mot nyetableringar.<sup>65</sup> Larsson diskuterar sex affärsrisker som kan ha stor påverkan på företagets vinst, kassaflöde och balansräkning.<sup>66</sup> Utan att göra anspråk på att vara uttömmande i uppräknings berörs ränterisker, valutarisker, prisförändringar på råmaterial och energi, förändringar i likviditet och möjlighet att ta upp kredit, risker i produktionsprocessen samt risker för egendomsförluster. Av ovanstående genomgång framgår att det finns många olika affärsrisker och att tidigare gjorda kategoriseringar på området delvis överlappar varandra.

### 2.3.1 Prisrisker

Företag kan vara exponerade mot prisrisker både vid försäljning och inköp. Prisrisker är dynamiska eftersom prisförändringar kan medföra både positiva och negativa utfall. Prisrisken tenderar att vara betydande för bolag i branscher med enhetliga produkter.<sup>67</sup> Därför är bolagen i gruv- och metallbranschen särskilt utsatta för prisrisker. Ytterligare en variant av prisrisk går att hänföra till lager. Företag med låg lageromsättnings hastighet och följaktligen stor kapitalbindning i lager är särskilt

---

<sup>63</sup> Johansson, 2005: 43

<sup>64</sup> Hallgren 1988: 24-26

<sup>65</sup> De Ridder 2003: 158

<sup>66</sup> Larsson 2000: 101

<sup>67</sup> De Ridder 2003: 158

utsatta för denna prisrisk på grund av att lagret riskerar att förlora i värde under tiden från inköp till försäljningen.<sup>68</sup>

För att minska prisrisken kan företag använda sig av terminskontrakt eller de något dyrare optionskontrakten. En aktörs riskattityd faller ofta avgörandet för hur stor del av prisexponeringen som vederbörande väljer att skydda sig emot.<sup>69</sup> Optionskontrakt innebär till skillnad från ett terminskontrakt en möjlighet men ingen skyldighet att genomföra en transaktion.<sup>70</sup> En alternativ metod till prisskydd är tidsbundna kundavtal om försäljning eller inköp. Sådana verktyg kan minska volatiliteten mellan perioder samtidigt som de har en viss kostnad och därför försämrar det förväntade värdet av utfallet.<sup>71</sup> Optioner är lämpliga om det inte är helt säkert att det transaktionsflöde som optionen ska skydda kommer att äga rum.<sup>72</sup> Finansiella verktyg som optioner kan även användas för att spekulera om framtida marknadsutveckling.

### 2.3.2 Valutarisker

Valutarisker är en dynamisk risk som är aktuell för internationellt verksamma bolag båda vid försäljning och inköp. Valutariskerna har under senare år blivit en allt större faktor eftersom fakturering inte alltid kan ske i svenska kronor. Denna utveckling av ökad internationell handel gör att valutariskerna blir en allt viktigare del av den totala risken.<sup>73</sup> Inom området valutarisker gör Larsson en uppdelning mellan tre olika former av exponeringarna som är kopplade till valutarisk, nämligen transaktionsexponering, omräkningsexponering och ekonomisk exponering.<sup>74</sup>

Transaktionsexponeringen uppstår när bolag betalar i utländsk valuta i samband med olika transaktioner som görs i bolaget såsom export och import av varor och tjänster, utdelningar, med mera. Effekten av kursdifferenser mellan ordertillfället och betalningen i samband med utlandsaffärer leder till både kassaflödesmässiga och resultatmässiga effekter för företaget. Därför är det ofta viktigt att hålla valutarisken så låg som möjligt för att minska risken för kursförluster.<sup>75</sup> Genom att minska eller starkt begränsa exponeringen kan bolagen på längre sikt undvika volatilitet orsakad av kursförluster.<sup>76</sup>

Omräkningsexponeringen uppkommer när ett bolag har dotterbolag i länder med annan valuta, vilket leder till värderingsskillnader på grund av valutaförändringar mellan åren. Det finns ett antal olika omräkningsposter i ett bolag exempelvis omräkningsexponering av tillgångar och skulder, omräkningsexponering av resultat och omräkningsexponering av eget kapital. Dessa kursdifferenser som uppstår är oftast fiktiva samt orealiserade och således påverkas inte företagets kassaflöde.<sup>77</sup> Ett verktyg för att skydda sig mot omräkningsexponering är att förlägga företagets långsiktiga upplåning till de länder bolaget är omräkningsexponerade emot.

---

<sup>68</sup> De Ridder 2003: 158

<sup>69</sup> Crowson 2001: 24

<sup>70</sup> Crowson 2001: 131

<sup>71</sup> Brigelius et all, 1988: 3

<sup>72</sup> Crowson 2001: 132

<sup>73</sup> Grath 2004: 95

<sup>74</sup> Larsson 2000: 37

<sup>75</sup> Grath 2004: 97

<sup>76</sup> Grath 2004: 98

<sup>77</sup> Ibid: 95

Företagen påverkas även indirekt av valutakursförändringar på grund av valutaeffekters påverkan på konkrenskraften hos konkurrenter. Detta brukar kallas ekonomisk exponering. Företaget kan således behöva ta hänsyn till valutakursförändringar vid prissättningen även om man bara säljer i den egna valutan.<sup>78</sup> Det finns flera verktyg att tillgå för att begränsa transaktionsexponeringen som brukar anses vara den mest betydande valutarisken. En metod är att teckna terminskontrakt med en bank, vilket innebär att banken förbinder sig att vid en framtida tidpunkt köpa och sälja valuta till en i förväg fastställd kurs. Terminskontrakt medför en skyldighet att genomföra affären. Ett annat verktyg är valutaoptioner som inte medför en skyldighet utan istället en rättighet att till en förbestämd kurs köpa eller sälja valuta vid en bestämd tidpunkt i framtiden. Optioner är främst användbara när det inte är säkert att den förväntade transaktionen kommer att genomföras. Optioner kan på grund den medföljande premiekostnaden vara något dyrare än ett terminskontrakt, men kan innebära en något högre flexibilitet.<sup>79</sup> Samtidigt erbjuder optioner en möjlighet till att agera spekulativt på marknaden utifrån egna bedömningar om framtiden.

Valutastyrning innebär ytterligare ett verktyg att styra sina valutaflöden. Bolag med såväl inkommande exportlikvider som utgående importbetalningar kan försöka anpassa valutaströmmarna inom respektive valuta så att storleken på försäljning och inköp matchar varandra vilket medför en lägre valutarisk.<sup>80</sup> När ett internationellt verksamt företag gör inköp i samma valuta som försäljning sker i uppstår en naturlig hedge mot valutarisker.

### 2.3.3 Ränterisker

Ränterisk är en dynamisk risk som hänger samman med företagets långsiktiga räntebärande upplåning. Räntor måste regelbundet betalas till långivarna och företaget måste därför ha likvida medel för att täcka räntebetalningarna. Räntor rör sig upp och ned beroende på världsekonomins utveckling och centralbankers räntepolitik och kan vara svåra att förutse. Ränterisken blir större ju högre skuldsättningsgrad företaget har samtidigt som den genomsnittliga räntan  $R_s$  tenderar att stiga med ökad skuldsättningsgrad.<sup>81</sup>

Företag står inför valet att binda sina lån till fast ränta eller att använda sig av rörlig ränta. Bindningstiderna kan variera mellan mycket kort och mycket lång tid. Bindningstider kortare än ett år kan betraktas som nästan rörliga eftersom de inte medför ett långsiktigt skydd mot ränteuppgång. Enligt flera forskare är det generellt sett mer lönsamt för företag att arbeta med kortfristiga lån sett över en längre tidsperiod.<sup>82</sup> De svenska korträntorna var lägre än långräntorna mellan 1994 och 2000.<sup>83</sup> Statistik från Riksbanken bekräftar att relationen har gällt även fram till maj 2007.<sup>84</sup> Opler, Saron och Titman har studerat amerikanska förhållanden och har också kommit till slutsatsen att den rörliga räntan under långa perioder har legat i

<sup>78</sup> Oxelheim och Wihlborg, 1998:1-2, Larsson 2000: 35

<sup>79</sup> Grath 2004: 103-105

<sup>80</sup> Ibid: 101-102

<sup>81</sup> Johansson 2005: 47

<sup>82</sup> Larsson 2000: 172

<sup>83</sup> Larsson 2000: 173

<sup>84</sup> Statistik över ränteutveckling från Riksbanken, 2007-05-26, Se även Larsson 2000: 173 för ränteutvecklingen mellan 1994-2000

genomsnitt klart lägre än den fasta.<sup>85</sup> Vid rörlig ränta kommer dock räntebetalningar och det ekonomiska resultatet att variera mer mellan åren än om man väljer att binda lånen på längre tidsperioder.<sup>86</sup> Enligt Larsson gäller således att om företag eftersträvar en lägre risk, alltså mindre volatilitet i resultatet, så ökar de genomsnittliga finansiella kostnaderna.<sup>87</sup> Ränteförändringar kan i viss mån förutses och företag kan därför agera på räntemarknaden utifrån egna bedömningar om den framtida ränteutvecklingen.

### 2.3.4 Refinansieringsrisker

Refinansieringsrisker uppstår ur förfallostrukturen på företagets långsiktiga räntebärande upplåning. Alla lån, även lån med rörlig ränta, förfaller till betalning vid någon specifik tidpunkt. Företaget måste då betala hela lånesumman kontant eller ta upp ett nytt lån på samma belopp till nya lånevillkor. Vid återupplåningen kommer det aktuella ränteläget att påverka lånevillkoren och företaget kan tvingas ta upp nya lån till ofördelaktig ränta.<sup>88</sup> Förfallotidpunkten innebär också en möjlighet för banken att kräva tillbaka lånet utan att bevilja något nytt, vilket banken kan vilja göra om en lågkonjunktur för företagets bransch förväntas.<sup>89</sup> Ytterligare en risk är således att företaget inte får ett nytt lån överhuvudtaget eller endast till mycket ofördelaktiga villkor. En sådan situation kan innebära ett mycket stort hot mot företagets resultat och kassaflöde eller till och med dess fortlevnad.

Refinansieringsrisken ökar ju större andel av företagets lån som förfaller till betalning under samma tidsperiod. Ett verktyg för att minska refinansieringsrisken är därför att sprida sin förfallostruktur jämnt mellan åren så att företaget inte behöver refinansiera en stor del av lånestocken under ett enskilt år.<sup>90</sup> En effekt av detta blir att räntebetalningarnas storlek jämnas ut över tiden, vilket medför en lägre volatilitet i resultat och kassaflöde.<sup>91</sup> Samtidigt minskar risken att inte kunna förnya lånen till rimliga villkor eller att inte behöva betala tillbaka ett mycket stort lånebelopp.

### 2.3.5 Försäkringsbara risker

Försäkringar kan användas som verktyg för att minska volatiliteten i resultatutvecklingen och kassaflödet.<sup>92</sup> Detta gäller främst de statiska riskerna, alltså risker med bara potentiellt negativa utfall. Risker för skador på egendom såsom brand och andra olyckor var förr ett mycket stort hot mot företagen. Risken för egendomsskador är fortfarande aktuell, men numera oroar sig företagen mest för de produktionsavbrott som exempelvis en brand eller mekaniska fel riskerar att orsaka.<sup>93</sup> Produktionsavbrott är numera enligt Hamilton den allvarligaste av de statiska riskerna eftersom det riskerar att medföra en förlust av marknadsandelar.<sup>94</sup> En av förklaringarna till de förlorade marknadsandelarna kan vara att företagets anseende skadas av uteblivna leveranser.<sup>95</sup> Utvecklingen mot mindre lagerhållning har

---

<sup>85</sup> Opler, Saron och Titman 1997: 28-30

<sup>86</sup> Larsson 2000: 173, Opler, Saron och Titman 1997: 28

<sup>87</sup> Larsson 2000: 171

<sup>88</sup> Ibid: 173

<sup>89</sup> Hansson 1998: 47

<sup>90</sup> Larson 2000: 173

<sup>91</sup> Ibid: 173

<sup>92</sup> Larsson 2000:102, Hamilton 1996: 98

<sup>93</sup> Hamilton 1996: 40

<sup>94</sup> Ibid: 128

<sup>95</sup> Ibid: 99

accentuerat risken för inköpande bolag och leveranspålitlighet har blivit ett allt viktigare krav i affärsrelationerna.

Ytterligare en försäkringsbar risk är produktansvarsrisk. Risken kan aktualiseras om exempelvis en olycka har orsakats av företagets produkter eller om en bil måste återkallas där en ingående komponent från en underleverantör var felkonstruerad. För internationellt verksamma bolag kan produktansvarsrisk variera mellan olika länder. Vid export till USA där skadeståndsrisk anses vara störst kan stämningar komma att riktas mot hela värdekedjan från tillverkaren till säljaren och företag kan bli ansvariga även om felets exakta ursprung inte har kunnat bevisats.<sup>96</sup>

De ovanstående affärsriskerna kan hanteras med hjälp av försäkringar. På grund av ovanstående utveckling med ökad betydelse av produktionsavbrott har moderna försäkringslösningar kommit att inte bara omfatta ersättning av materiella egendomsskador utan även ersättning för utebliven vinst vid produktionsavbrott.<sup>97</sup>

Oftast medför en försäkring att resultatets volatilitet minskar till priset av en viss försäkring i det förväntade resultatet. Om man bedömer att företagets riskexponering inte motsvarar försäkringspremien, exempelvis om företagets skadeutfall är bättre än genomsnittet för övriga bolag, kan det dock vara motiverat att avstå.<sup>98</sup> Genom att avstå bidrar bolaget inte heller till subventionering av konkurrenternas högre skadeutfall. För framförallt större företag finns valet att avstå från att teckna en försäkring och istället ta kostnaderna för skador internt när de eventuellt uppkommer. Möjligheten att kunna hantera även större skador internt ökar ju fler divisioner och produktionsanläggningar företaget har. Ytterligare en anledning till att avstå är att dolda kostnader såsom förlorad marknadsandel inte går att skydda sig emot.<sup>99</sup>

Det finns inte heller en väl fungerande marknad för alla typer av försäkringsbara risker, varför försäkringskostnaden kan vara för dyr i förhållande till nyttan med det erhållna skyddet. Detta kan tala för att välja att hantera risker internt och bara försäkringsskydda mot så kallade värsta-utfallsscenarier.<sup>100</sup>

---

<sup>96</sup> Hamilton 1996: 57

<sup>97</sup> Ibid: 100-101

<sup>98</sup> Ibid: 99

<sup>99</sup> Ibid: 99

<sup>100</sup> Ibid: 99

### 3. Metod

---

*Kapitel 3 presenterar först studiens övergripande upplägg och undersökningsmodell. Därefter motiveras valet av bransch och valet av företag att undersöka. Sedan motiveras valet av affärsrisker. Slutligen diskuteras tillvägagångssättet och de metodologiska övervägandena vid samtalsintervjuerna och framtagandet av branschens risköversikt.*

---

#### 3.1 Övergripande upplägg av studien

Studiens huvudsyfte, att förklara varför företag genomför de riskhanteringsåtgärder de vidtar, uppnås genom intervjuer med ledande befattningshavare för sex svenska internationellt verksamma företag i gruv- och metallbranschen. Väsentliga affärsrisker och möjliga syften och förklaringar till affärsriskhantering härleds ur tidigare forskning. Därefter prövas de möjliga syftena empiriskt med hjälp av intervjuerna. Sekundärdata ur årsredovisningar används för att konstruera en branschöversikt över affärsrisk och finansiell risk. Branschöversikten används som diskussionsunderlag för intervjuerna och som utgångspunkt för vissa intervjufrågor. Studiens bisyften, att kartlägga vilka affärsrisker som företag är utsatta för och att kartlägga vilka verktyg som företagen använder för att hantera affärsriskerna, uppnås även de genom intervjuerna med företagen. De kartläggningar som krävs för att uppfylla bisyftena är även nödvändiga för att uppfylla huvudsyftet. Intervjumaterialet analyseras först affärsrisk för affärsrisk. Därefter presenteras och analyseras den empiri som avser de tre riskhanterings syften som bättre lämpar sig för separat presentation och analys. Dessa tre möjliga syftena eller förklaringar innefattar företagets organisering av riskhanteringsarbetet, riskbalansundersökningen med tillhörande intervjuempiri, samt företagets syn på risk. Detta upplägg följer i huvudsak den temaordning som intervjuerna var utformade efter. Eftersom bolagen är verksamma i samma bransch kan man anta att de delvis är utsatta för samma risker. Därmed kan man undersöka skillnader som finns i hanteringsåtgärder och studera vilka faktorer som kan tänkas ha orsakat de olika mönstren i affärsriskhantering. Denna analysmetod knyter an till metoden olika-utfalls-design där man jämför olika fall där utfallet har varit olika och letar efter variation i tänkbara oberoende variabler.<sup>101</sup>

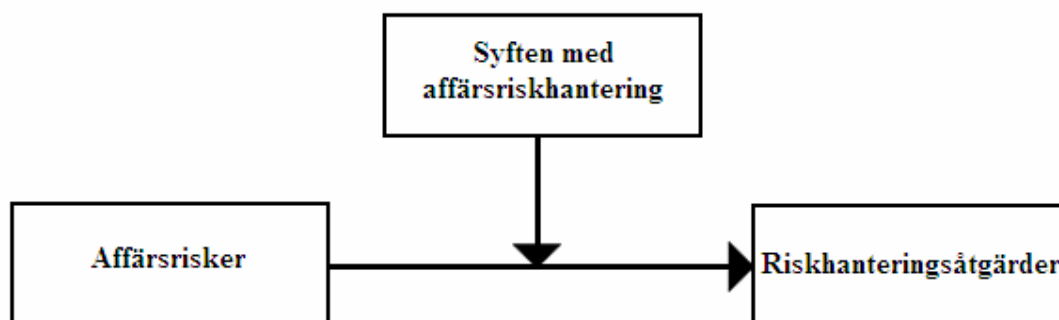
#### 3.2 Undersökningsmodell

Nedan visas en figur över de grundläggande begreppen i studien och deras inbördes relationer.

---

<sup>101</sup> Esaiasson et al 2004: 124





**Figur 5 Modell över grundläggande begrepp i studien**

Kommentar: De tre begrepp som står i centrum i studien är affärsrisker, företagens riskhanteringsåtgärder och företagens syften med affärsriskhantering. De exogent givna affärsriskerna (oberoende variabel) antas leda till att företag vidtar olika riskhanteringsåtgärder (beroende variabel). Undersökningen avser förklara hur olika syften med affärsriskhantering (interaktionsvariabel) påverkar vilka riskhanteringsåtgärder som företag väljer att vidta för att hantera de exogent givna affärsriskerna. En interaktionsvariabel är en variabel som påverkar sambandet mellan två andra variabler.<sup>102</sup> Syften med affärsriskhantering antas alltså vara en interaktionsvariabel som påverkar sambandet mellan affärsriskerna och de riskhanteringsåtgärder som vidtas som svar på dessa. Ovanstående modell kan kopplas till riskhanteringsprocessen. Kartläggningen av affärsrisker är det första bisyftet medan det andra bisyftet är kartläggningen av riskhanteringsåtgärderna.

## 3.2 Bransch- och företagsval

### 3.2.1 Valet av bransch

Basmetallbranschen är konjunkturkänslig på grund av beroendet av efterfrågan från industrin. Basmetallbranschen är även kapitalintensiv med hög andel fasta kostnader, vilket medför risk för stora förluster i lågkonjunktur. Råvarorna i branschen handlas på den internationella råvarumarknaden, vilket ger upphov till stora valutarisker och prisvolatilitet.<sup>103</sup> Detta påverkar både gruvbolagen som bryter och säljer metallen och de metallbolag som köper in metallen och vidareförädlar den. Eftersom metaller är standardiserade varor tidigt i värdekedjan kan metallförsäljning och -inköp ofta prissäkras, vilket torde innebära intressanta möjligheter till affärsriskhantering. Även på valutamarknaden finns både risker och intressanta möjligheter till riskhantering. Sammanfattningsvis är alltså affärsriskerna stora i gruv- och metallbranschen samtidigt som möjligheter att hantera riskerna förefaller finnas att tillgå. Detta motiverar valet av branschen. Studiens syfte begränsar sig emellertid inte till att endast förklara varför företagen just i gruv- och metallbranschen vidtar de riskhanteringsåtgärder de vidtar. Generaliseringsmöjligheterna utifrån den valda branschen diskuteras i avsnitt 3.6 nedan.

### 3.2.2 Urval av företag inom branschen

Vårt urval inom Sverige inkluderar samtliga börsnoterade svenska bolag i gruv- och metallbolagsbranschen. För att identifiera bolagen utgicks från affärstidningen Affärsvärldens indexlista över bolag i gruv- och metallbranschen.<sup>104</sup> Beskrivningar

<sup>102</sup> Esaiasson et al 2004: 84

<sup>103</sup> Crowson 2001: 11

<sup>104</sup> Affärsvärldens index, [www.afv.se](http://www.afv.se)

över samtliga bolag på Stockholmsbörsen undersöktes dessutom för att säkerställa att samtliga börsnoterade företag som ingår i gruv- och metallbranschen kom att ingå i studien. Bolag som helt saknar omsättning är inte utsatta för exempelvis prisrisker och valutarisker vid försäljning, varför rena prospekteringsbolag har utelämnats från studien. För att få en internationell jämförelse tar vi även med ett antal utländska gruv- och metallbolag verksamma på den nordeuropeiska marknaden med hemvist i Finland, Norge och Tyskland. Syftet med inkluderingen av utländska bolag är även att få in fler observationer i branschöversikten för att ytterligare tydliggöra eventuella mönster. Eftersom flera av de svenska bolagen bland annat har verksamhet i andra europeiska länder torde de svenska bolagen kunna jämföras med andra nordeuropeiska bolag. Intervjuerna i studien har emellertid avgränsats till de svenska bolagen. Se Bilaga 2 för bolagsbeskrivningar.

### **3.3 Valet av affärsrisker**

Vi har valt att undersöka affärsrisker vars hantering karaktäriseras av beskrivningen i den teoretiska referensramen. Det innebär att det finns handlingsalternativ som minskar volatiliteten i utfallet till en viss kostnad som oftast medför en försämring av det förväntade värdet. Urvalet innefattar både dynamiska och statiska risker. Våra risker överensstämmer väl med den affärsriskkategorisering som Larsson har genomfört.<sup>105</sup> Utelämnandet av vissa risker som andra författare har noterat såsom marknadsbild motiveras med att denna risk går att reducera till en prisfråga för gruvbolagen, vilket gör att prisrisker täcker in denna risk.

### **3.4 Samtalsintervjuer**

#### **3.4.1 Val av intervjuer som metod**

Ett faktum som stödjer valet att välja intervjuer som huvudsaklig metod för insamling av det empiriska materialet är att preciseringar till en företagslednings attityd till risk enligt Johansson kan vara mycket sällsynta i praktiken.<sup>106</sup> Det innebär att andra metoder såsom enkätundersökningar hade varit mindre lämpliga än intervjuer. Samtalsintervjuundersökningar innebär däremot goda möjligheter att registrera svar som är oväntade.<sup>107</sup>

#### **3.4.2 Val av intervjupersoner**

De undersökta affärsriskerna betydelse för företagen är stor och det är därför rimligt att anta att frågorna hanteras högt upp i organisationen. Vi valde att intervjua ledande befattningshavare i företagen eftersom de torde ha bäst insyn i företagets riskhanteringsarbete. De flesta intervjupersoner innehade en VD-befattning eller en finanschefsbefattning. Personer med VD-befattning kan förväntas ha ingående kunskaper om företagets riskhantering. Även finanschefer kan förväntas ha ingående kunskaper på området, särskilt avseende de finansiella verktyg som kan användas vid hantering av de affärsrisker som ligger inom pris-, valuta, ränte- och refinansieringsområdet.

Nedan framgår de intervjupersoner som intervjuades under studien utifrån den ordning som intervjuerna ägde rum.

---

<sup>105</sup> Larsson 2000: 101

<sup>106</sup> Johansson, 2005:43

<sup>107</sup> Esaiasson et all 2004: 279

Namn	Bolag	Befattning
Anders Haker	Lundin Mining	Vice VD, Finansdirektör
Jan Johansson	Boliden	VD
Peter Schön	Profilgruppen	Finanschef
Patrik Juhlin	SSAB	Finanschef
Torbjörn Clementz	BE Group	Finanschef
Pär Lindmark	Höganäs	Group Treasurer

**Figur 6 Intervjupersoner**

Kommentar: Tabellen visar studiens intervjupersoner i den ordning som intervjuerna ägde rum. Om en studie innefattar olika undergrupper bör antalet vara tillfredsställande för varje grupp.<sup>108</sup> Av de sju företag som kontaktades för intervju begränsades bortfallet till gruvbolaget Scan Mining. Det innebär att två gruvbolag och fyra metallbolag ingår i intervjuundersökningen.

En nackdel med telefonintervjuer kan vara svårigheten att visa bilder och skalor.<sup>109</sup> Detta problem eliminerades genom skickande av diagram via e-post inför intervjuerna. Intervjupersonerna fick tillgång till branschöversikten över affärsrisk och finansiell risk med bolagets egen historiska och nuvarande position markerad. Detta förfarande medförde även att intervjupersonerna blev bättre förberedda på studiens definition av affärsrisk respektive finansiell risk, vilket innebär ökad validitet. Definitionerna av affärsrisk och finansiell risk upprepades även muntligt i samband med intervjuerna för att säkerställa att intervjuerna mäter det de är avsedda att mäta.

### 3.4.3 Operationaliseringar - Intervjuguide

Vid konstruktion av en intervjuguide bör man tänka både tematiskt och dynamiskt, vilket innebär att man bör knyta an till undersökningens problemställning och samtidigt skapa en situation där samtalet hålls flytande.<sup>110</sup> Provintervjuer är lämpligt för att få en dynamisk intervjuguide.<sup>111</sup> Testintervjuer genomfördes därför internt inom författargruppen för att pröva intervjuguiden inför intervjuerna.

Inför intervjuerna förbereddes vissa företagsspecifika följdfrågor i intervjuguiden utifrån företagsspecifika förhållanden som beskrevs i årsredovisningar. Intervjuerna tog cirka 30 till 45 minuter vardera och spelades in på band för att säkerställa god reliabilitet.<sup>112</sup> Svaren skrevs även ned löpande under intervjun, vilket möjliggjordes av att alla tre uppsatsförfattare närvarade vid samtliga sex intervjuer.

Det första utkastet till intervjuguiden byggdes upp tematiskt utifrån områdena affärsrisker, verktyg och syften som svarar mot studiens syften. För att säkerställa att ingen sammanblandning sker mellan olika risker, verktygsval och syften fann vi det emellertid bättre att anpassa intervjuguiden till att diskutera varje risk med tillhörande verktyg och syften för sig. Vissa övergripande frågor om affärsriskhanterings syften

<sup>108</sup> Esaiasson et all 2004: 286-87

<sup>109</sup> Eriksson 2006: 99

<sup>110</sup> Esaiasson et all 2004: 289

<sup>111</sup> Esaiasson et all 2004: 294

<sup>112</sup> Saunders et all 2003: 246-247

avhandlades dock mot slutet av intervjun. Intervjuerna avslutades med ett par avslutningsfrågor för att säkerställa att inte någon relevant information hade undgått att komma fram och för att möjliggöra uppföljning om någon fråga skulle visa sig ha förbisetts under intervjun. Syftet med den här typen av frågor kan vara att ge intervjupersonen en chans att förtydliga något eller säga något som personen har tänkt på men ej tagit upp.<sup>113</sup>

### **3.5 Branschöversikt - affärsrisk och finansiell risk**

#### **3.5.1 Affärsrisk och finansiell risk**

En branschöversikt över affärsrisk och finansiell risk för bolagen i gruv- och metallbolagen har konstruerats utifrån sekundärdata från årsredovisningar. Med stöd i Johansson teorier har affärsrisk definierats som räntabilitet på totalt kapital medan finansiell risk har definierats som soliditet. Branschöversikten innefattar nordiska bolag i gruv- och metallbranschen samt ett tyskt bolag. För att mäta affärsrisken har standardavvikelsen för årssiffror över räntabiliteten på totalt kapital under perioden 1997 till 2006 beräknats. Värden för soliditeten hämtas även ur årsredovisningar. En fördel med att ha många observationer är att eventuella extremvärden betydelse reduceras. En nackdel med en längre tidsperiod är dock risken för att de studerade företagen byter verksamhetsinriktning under perioden. Detta skulle kunna leda till ett missvisande resultat eftersom olika verksamheter är utsatta för olika affärsrisker.<sup>114</sup> I de fall där bolagen inte hade framräknade värden för  $R_T$  beräknades dessa genom att summera resultat efter finansiella poster med räntekostnader, dividerat med summan av totalt kapital. Soliditeten räknades om nödvändigt fram genom att dividera eget kapital med totalt kapital. Branschöversikten användes vid intervjun som underlag för de frågor som berör företagets syn på balansering av affärsrisker och finansiell risk.

#### **3.5.2 Metodologisk diskussion**

Företag kan ha incitament till att uppvisa en jämn resultatutveckling över tiden, så kallad resultatutjämnning.<sup>115</sup> Detta kan innebära att det ekonomiska värdeskapandet enligt redovisningen framstår som mindre volatilt än vad det egentligen är. I så fall riskerar storleken på affärsrisken att underskattas. Andra redovisningseffekter kan även störa mätningen. Exempelvis finns risken att ett så kallat "big bath" där en ny ledning tar stora kostnader under det första året för att senare kunna visa på resultatförbättringar. Detta skulle kunna överdriva storleken på affärsrisken. Om man jämför regelbundet återkommande affärsrisker med strukturella affärsrisker framgår en intressant skillnad. Återkommande affärsrisker fångas väl upp av  $R_T$ -volatilitet medan strukturella risker såsom en långvarig försämring av marknadssituationen riskerar att inte fångas upp. Valet att ta med bolag från olika länder innebär ett potentiellt metodologiskt problem eftersom redovisningen kan se olika ut i olika länder. De nordiska länderna och Tyskland följer dock alla den kontinentala redovisningstraditionen, vilket torde begränsa problemen. I samtliga dessa länder med undantag av Norge följer dessutom noterade koncerner IFRS sedan 2005. Bortfallet av sekundärdata från enskilda år för vissa företag på grund av avsaknad av extern information och att företagen inte kunde tillhandahålla oss med gamla årsredovisningar försämrar delvis reliabiliteten i branschöversikten.

<sup>113</sup> Esaiasson et al 2004: 291

<sup>114</sup> De Ridder 2003: 157

<sup>115</sup> De Fond och Park, 1997, 116

### 3.6 Generaliserbarhet av studiens resultat

Valet av bransch har gjorts utifrån målet att studiens resultat skall kunna generaliseras till andra branscher. Studien kommer att ta upp många olika affärsrisker som bolag i gruv- och metallbranschen behöver hantera, men dessa risker är inte uteslutande aktuella för bolag i denna bransch. Ett exempel på detta är valutarisker som alla bolag med utlandstransaktioner blir utsatta för. Andra branscher kan därför ta lärdom av hur och varför bolagen i gruv- och metallbranschen hanterar sina affärsrisker.

### 3.7 Databassökning

Databassökningen som indikerade bristen på empiriska studier avseende företagens syften med affärsriskhantering gjordes i följande databaser och med följande sökord.

Databasens namn	Innehåll i databasen
<b>Gunda</b>	Svenska och utländska böcker, tidskrifter, forskningsartiklar och avhandlingar
<b>Libris</b>	Svenska och utländska böcker, tidskrifter och forskningsartiklar
<b>ABI/Inform</b>	Utländska tidskrifter och forskningsartiklar inom företagsekonomi och nationalekonomi
<b>Business Source Premier</b>	Utländska tidskrifter och forskningsartiklar inom företagsekonomi och nationalekonomi
<b>European Journal of Operational Research</b>	Utländska tidskrifter och forskningsartiklar inom ekonomi och verksamhetsstyrning

#### Sökord

"risk", "risk management", "risk management purpose", "business risk", "volatility", "hedging", "risk exposure", "affärsrisk", "riskhantering", "riskhantering syfte", "riskhantering motiv", "rörelserisk", "volatilitet", "riskexponering"

## 4. Gruv- och metallbolagens risker och riskhantering

*Kapitel 4 innehåller en presentation och analys av empirin från intervjuerna med de ledande befattningshavarna för gruv- och metallbolagen. Materialet presenteras och analyseras affärsrisk för affärsrisk. Därefter presenteras och analyseras empirin avseende de tre riskhanteringssyften som bättre lämpar sig för separat presentation och analys, däribland riskbalansundersökningen med tillhörande intervjuempiri. All empiri i kapitlet bygger uteslutande på intervjuer om ej annat explicit anges.*

### 4.1 Prisrisker

#### 4.1.1 Prisrisker vid försäljning och inköp

Gruvbolaget Lundin Mining anger prisrisker vid försäljning som sin näst största affärsrisk. Exakta basmetallpriser är svåra att prognostisera men Lundin Mining gör analyser och bedömningar av utbud och efterfrågan med en tidshorisont på upp till fem år. Just nu är efterfrågan väldigt stor från bland annat Asien med Kina i spetsen och prisutvecklingen på basmetaller har därför varit mycket gynnsam för gruvbolagen. Prisförändringar har en kraftig effekt på resultatet, men Lundin Mining väljer att inte säkra sin viktigaste metall zink. Motiveringen som anges är att de som investerar i Lundin Mining medvetet söker en exponering mot zinkprisutvecklingen och således inte ställer några krav på resultatutjämnning. Ledningen upplever därför snarare krav på att inte säkra sig mot metallprisförändringar men däremot önskemål om säkrad metallproduktion. Större investerare som vill spekulera i metallprisrörelser kan dessutom själva via optioner eller terminskontrakt inta särskilda positioner direkt på London Metal Exchange. När det gäller Lundin Minings övriga metaller har bolaget valt att prissäkra delar av koppar- och blyproduktionen. Ett av motiven till prissäkringarna var bolagets bedömningar av utbud och efterfrågan som indikerade att det var lägligt att prissäkra delar av produktionen. Lundin Mining anser att ett vanligt motiv till prissäkringar i branschen är krav på sådana från långivare vid utlåning till gruvbolag eller gruvprojekt. Eftersom bolaget inte använder sig av långsiktig belåning anser inte bolaget att krav från långivare har varit aktuella. När det gäller prissäkringsverktyg kan valet av verktyg skilja sig åt mellan olika situationer. Kopparproduktionen prissäkras med hjälp av terminskontrakt medan blyproduktionen prissäkras via optionskontrakt. Bolagets bedömningar av utbud och efterfrågan, som alltså påverkade beslutet att prissäkra eller ej, har även betydelse för valet av verktyg vid en eventuell prissäkring. Optioner är ett flexiblare verktyg än terminer och Lundin Mining föredrar att använda sig av optioner i de fall bolaget vill säkra sig mot metallprisfall, men samtidigt vill kunna dra nytta av framtida prisökningar.

Lundin Mining köper smältkapacitet från smältverk eftersom bolaget saknar egna smältverk. För detta betalar Lundin Mining så kallade "smätlöner" vars storlek bestäms vid årliga förhandlingar och kan variera kraftigt från år till år. Lundin Mining anser att risken från fluktuerande smätlöner är väsentlig, men att det är svårt att säkra sig emot den. En metod vore att själv driva smältverk, såsom Boliden har valt att göra. Lundin Mining saknar dock kunskap på området och har därför valt att inte driva egna smältverk. Ytterligare ett skäl till valet är att smätlönerna delvis följer metallprisernas fluktuationer, vilket i sig innebär en viss riskreducerande effekt eftersom kostnaden för smätlöner främst tenderar att bli högre i perioder när även intäkterna från metallförsäljningen är höga.

Gruvbolaget Bolidens policy är att de två huvudmetallerna zink och koppar inte skall säkras. Bolaget följer dock inte huvudpolicyen helt utan säkrar produktionen av bolagets näst viktigaste metall koppar samt guld, silver och bly genom terminskontrakt. Större delen av kopparproduktionen är säkrad till år 2010. Boliden använder alltid verktyget terminskontrakt på metallsidan, eftersom optioner på metallmarknaden anses vara ett för dyrt verktyg i förhållande till den flexibilitet som erhålls. Alla terminer som görs på metallsidan följs av säkring av motsvarande valutarisk i dollar genom optioner. Det främsta skälet till de olika verktygsvalen är kostnadernas relation till nyttan. Boliden vill ha ett golv för dollarn men samtidigt en möjlighet till uppsida och bolaget anser att optionskostnaden på valutamarknaden är rimlig i förhållande till möjligheten. En annan aspekt som beaktas vid val av verktyg för säkringar, dock i mindre mån än kostnadsaspekten, är att bolaget anser sig ha en bättre möjlighet att bedöma utvecklingen på metallmarknaden jämfört med valutamarknaden. Bedömningarna uppges dock inte spela någon större roll vid beslutet om att säkra eller inte. Den långsiktiga kopparsäkringen till år 2010 uppges bero på viljan att säkra kassaflödet i samband med investeringen i koppargruvan Aitik och inte på egna marknadsbedömningar. Några krav från aktiemarknaden på att bolaget skall säkra metallpriserna för att uppnå lägre volatilitet i intjäningen upplever man inte heller, särskilt inte från internationella investerare som oftast föredrar det rakt motsatta. Kopparsäkringen för att säkra kassaflödet för Aitik-investeringen accepteras dock av aktiemarknaden. När det gäller krav från långivare har Boliden absolut upplevt krav på säkringar, särskilt under de problemtungda åren i början av 2000-talet. Denna typ av krav på säkringar är enligt Boliden frekvent förekommande i branschen. När det gäller säkringar på bimetallerna guld, silver och bly kan Boliden vara mer opportunistiska och fatta säkringsbeslut utifrån egna bedömningar om marknaden. Angående smält- och raffineringsslöner är Boliden nettoförsäljare av smältkapacitet och gynnas därför av höga smältlöner. Kombination gruvdrift och smältverksamhet medför lägre variation i kassaflöden över tid eftersom konjunkturen ligger något olika fas för de båda verksamheterna. Någon möjlighet att prissäkra smältlönerna via finansiella verktyg finns inte. Under smältverksprocessen är bolaget utsatt för en lagerprisrisk från när man köper in råvaror till smältverket till när man säljer metallerna. För att säkra sig emot metallprisförändringar under denna period tecknar man alltid terminskontrakt.

Bolidens kostnader för el kan i vissa delverksamheter uppgå till hela femtio procent av de totala kostnaderna. Risken med volatila elpriser är därför så hög att bolaget har valt att vara delägare i ett vattenkraftverk i Norge. När bolaget i Sverige och Finland köper el på marknaden använder man sig av så långa prissäkringar som möjligt. I Sverige har bolaget ett tioårsavtal med option på fem års förlängning och i Finland säkrar man kontinuerligt de kommande fem årens inköp. I elfrågan anser bolaget sig vara förhållandevis averta mot risk och tar hellre en viss kostnad för att undvika negativa priseffekter. Den höga känsligheten för elpriset motiverar således ovanstående säkringsåtgärder.

Metallbolaget Profilgruppens viktigaste metall aluminium handlas på råvarubörsen London Metal Exchange och prisrörelserna beskrivs som volatila. Profilgruppen har dock valt att köpa sina råvaror direkt från vissa utvalda leverantörer. Det innebär att möjligheten att säkra mot metallprisrörelser direkt via terminer och optioner inte finns. De kvantiteter Profilgruppen köper in följer i huvudsak de kvantiteter som man

har fått in kundorder för, vilket innebär att man inte är utsatt för någon betydande lagerprisrisk. Bolaget arbetar med råvaruklausuler i alla sina kundkontrakt som en alternativ prissäkringsmetod. Det innebär att man kan föra över högre inköpspriser till kunderna och därmed minska den prisexponering som finns mellan inköp och försäljning. Profilvergruppen brukar säkra priset för inköp av el via terminskontrakt för den kommande sexmånadersperioden. Efter samråd med sin elmäklare brukar företaget dock ibland välja att avvika från huvudpolicyn. Valet av terminer för säkringen motiveras av kostnadsskäl. För att erhålla flexibilitet erbjuder vissa banker kombinationsprodukter med både terminer och optioner, men det brukar inte Profilvergruppen arbeta med.

Stålbolaget SSAB anger stålpriserna som en av de allra viktigaste affärsriskerna. Risken för lägre stålpriser uppges vara allvarigare än risken för fluktuerande valutor. Inga finansiella verktyg kan användas för att säkra stålprisets rörelser eftersom det saknas terminsmarknader för stål. SSAB använder sig dock av fastprisavtal mot kund som prissäkringsmetod. En fjärdedel av avtalen mot kund löper på ett år, en fjärdedel löper på sex månader och den resterande hälften är på tre månader. Användandet av fastprisavtal gör att SSAB:s intäkter blir något lägre under exempelvis nuvarande högkonjunktur, men att priserna säkras något under lågkonjunktur. Många andra stålbolag säljer sitt stål på spotmarknaden, vilket innebär att SSAB prissäkrar mer än övriga stålbolag. Ett syfte med detta är att bolaget kan erhålla bättre kreditbetyg från kreditvärderingsinstitut och därmed bättre lånevillkor.

Vid inköp anser SSAB att prisförändringar på malm och kol utgör de två största prisriskerna. Prisrisken accentueras även av att SSAB använder större lager som verktyg för att hantera risken för produktionsavbrott eftersom tiden mellan inköp och försäljning ökar. Det finns två olika koltyper som handlas på terminskontrakt där prissäkring skulle vara möjligt, men de koltyperna är inte de som SSAB föredrar. För att ändå uppnå en viss prissäkring används inköpsavtal med ett års löptid för både kol och malm. SSAB upplever inga direkta krav från enskilda långivare eftersom man emitterar marknadslån. Däremot bedömer kreditvärderingsinstituten bolagets affärsriskhanteringsarbete och konjunkturkänslighet utifrån marknadsmodellen med långsiktiga kundavtal och fasta prisavtal. SSAB genomför i skrivande stund ett huvudsakligen lånefinansierat förvärv av det amerikanska stålbolaget Ipsco. I framtiden tror bolaget därför att det kommer att krävas mer affärsriskhanteringsarbete för att undvika sänkningar av kreditbetyget.

Avseende el har SSAB diskretionär förvaltning med en så kallad rullande trappa på tre år sikt. Det innebär att bolaget har bundit elpriset för det kommande året och därefter har en kvartalsvis avtrappning på säkringarna för år två och tre. Motivet till att inte använda sig av längre säkringar än tre år uppges vara att likviditeten och därmed spridningen mellan köp- och säljkurs blir betydligt sämre ju längre kontraktstid som avses och att risken för att betala överpris därför ökar. Valet av säkringsperiod är således en avvägning mellan den riskminskning mot de ökade kostnader som långa terminskontrakt medför och de stegvis ökade kostnaderna ju längre man sträcker ut säkringsperioden. Bolaget skyddar sig även mot höga elpriser genom viss egen elproduktion.

Stål- och metallgrossisten BE Group anser att prisrisker vid inköp är den största affärsrisken för bolagets mycket konjunkturberoende verksamhet. Stål är den råvara



vars pris utgör den största risken för bolaget. Bolaget säljer varor som traditionellt sett inte handlas på råvarubörsen och möjligheterna att prissäkra försäljningen via terminer eller optioner är således liten. Företagets lager omsätts i genomsnitt var tredje månad, vilket innebär att bolaget är utsatt för en prissrisk under perioden från inköp till försäljning. Eftersom bolaget inte kan prissäkra mot denna risk genom finansiella instrument försöker man istället arbeta för att föra vidare högre inköpspriser till kund.

Metallpulvertillverkaren Höganäs anser att prissrisker både vid försäljning och inköp är den näst största affärsrisken. Inköpsrisker uppges vara högre än försäljningsrisker. Metallerna nickel och koppar kan termins- och optionshandlas på London Metal Exchange medan övriga metaller inte låter sig säkras genom finansiella instrument. Graden av säkring får enligt finanspolicyn säkras upp till nittio procent och upp till maximalt fyra år framöver. Prissrisker säkras direkt när en order är bekräftad. Avseende egna bedömningar köper bolaget inte på sig ökat lager i spekulation om att priserna kommer att gå upp. För övriga metaller föredrar bolaget säkrade priser och eftersträvar om möjligt fastprisavtal med både leverantörer och kunder. Elpriser har lagts ut på diskretionär förvaltning för att minska inköpsavdelningens arbetsbörda. Uppdraget är att genom aktiv förvaltning med finansiella kontrakt minimera genomsnittspriset, vilket innebär att priserna kan komma att variera mellan perioderna. Risken för att inte kunna föra över råvaruprisuppgångar till kund motiverar prissäkringar på inköpsidan.

#### 4.1.2 Analys av prissrisker

Samtliga intervjuade bolag uppgav prissrisken som en av de allra största riskerna vid den öppna frågan om vilka de största affärsriskerna för företaget är. Både risken vid försäljning och inköp framhålls som viktiga. Gruvbolagen rankade prissrisken vid försäljning högre än metallbolagen, vilket förefaller logiskt mot bakgrund av att gruvbolagen måste sälja till marknadspris och inte kan differentiera sina produkter. Kopplingen mellan inköpspriser och försäljningspriser är svagare för gruvbolagen som därför har det svårare att föra över prisökningar vid inköp till sina kunder. BE Group med sin grossistverksamhet förefaller ha bäst möjlighet att föra vidare priser till kunderna. Även Profilgruppen, SSAB och Höganäs verkar ha relativt goda möjligheter att göra detta. Samtidigt som möjligheten att föra vidare högre inköpspriser är bättre för metallbolagen blir också betydelsen av att lyckas med detta arbete viktigare. Gruvbolagens möjlighet att hantera prissriskerna via terminer och optioner innebär lättillgängliga prissäkringsmöjligheter, särskilt när det gäller att säkra sig för flera år framöver. Metallbolagen försöker kompensera sig mot förändrade försäljnings- och inköpspriser genom fastprisavtal som innebär ett kortsiktigt skydd. Det medför dock ingen möjlighet till långsiktig säkring såsom Bolidens kopparprissäkring till år 2010.

När det gäller syftena med affärsriskhanteringen ställer aktiemarknaden indirekt krav på gruvbolagen avseende hur man bör hantera metallprissrisker. De flesta investerares önskemål om att gruvbolagen inte skall säkra prissriskerna förefaller ha slagit igenom i affärsriskhanteringen. Även långivarnas önskemål har betydelse för gruvbolagen, vilket stämmer överens med vad tidigare forskning på området har framhållit. Stålbolaget SSAB är indirekt utsatta för krav från långivare genom kreditvärderingsinstitutens betydelse för företagets lånekostnader. Krav från långivare kan således yttra sig genom kreditbedömningar.

Att agera i prissäkringsfrågor utifrån egna marknadsbedömningar förefaller vara ett vanligare syfte till prISRISKhantering bland gruvbolagen än metallbolagen. Orsaken är sannolikt tillgången till en råvarubörs med terminskontrakt och optioner. Detta i kombination med att prISRISKerna är större för gruvbolagen innebär antagligen incitament till ett mer aktivt agerande jämfört med metallbolagen som enklare kan föra vidare inköpskostnader till sina kunder. Besluten om säkringar kräver även regelbundet nya bedömningar medan metallbolagens prissättningsmodeller med standardpåslag på metallinköpspriserna kan tänkas medföra att metallbolagen inte ägnar lika stor uppmärksamhet åt marknadsutvecklingen. Att flera av företagen väljer att lägga ut inköp av den betydelsefulla insatsvaran el på diskretionär förvaltning antyder att företags kunskap om den marknad som bedömning avser har stor betydelse för beslutet om att agera utifrån egna bedömningar eller inte. Detta styrks ytterligare av Bolidens beslut att ibland agera opportunistiskt på metallmarknaden samtidigt som man avstår från spekulation på valutamarknaden.

Vi noterar att Lundin Minings beslut att prissäkra koppar men inte zink är i linje med de bedömningar av marknadsfundamenta, alltså utbud och efterfrågan, för dessa metaller som kommunicerades i bolagets bokslutskommuniké för 2006.<sup>116</sup> Lundin Minings val av verktyget terminer för kopparsäkringar istället för optioner som vid vissa andra säkringar blir även logiskt mot bakgrund av att bolaget i bokslutskommunikén inte uppger sig se någon uppsida på kopparpriset under innevarande år 2007. Även valet av verktyg är således beroende av egna marknadsbedömningar. Vi anser att den beskrivning Lundin Mining ger av egna bedömningars betydelse är starkare i intervjun än i den skriftliga kommunikationen till sina intressenter. I årsredovisningen för 2006 framhåller bolaget att finansiella instrument inte används i spekulativt syfte, vilket inte stämmer helt överens med den bild vi erhöLL vid intervjun.<sup>117</sup> När man har ett underliggande fysiskt transaktionsflöde kan man dölja eventuella spekulativa avsikter. Boliden anger defensiva skäl till prissäkringen av kopparpriset, men företagets agerande i metallprissäkringar är samtidigt i linje med de bedömningar om basmetallmarknaderna som bolaget har kommunicerat.<sup>118</sup> Detta skulle kunna indikera att bedömningar eventuellt spelar en större roll än vad Boliden uppger. Ett möjligt skäl som inte kan uteslutas är att bolaget inte vill framstå i långivares ögon som spekulanter på metallprismarknaden. Ett annat tänkbart skäl skulle kunna vara att bolaget inte vill att konkurrenter skall få reda på att Boliden bedömer en nedgång i kopparpriset som så sannolik att man väljer att positionera sig för en förväntad prisnedgång.

## **4.2 Valutarisker**

### **4.2.1 Valutarisker vid försäljning och inköp**

Lundin Mining har sina intäkter i dollar medan merparten av kostnaderna är i euro och svenska kronor. Lundin Mining är därmed exponerade mot transaktionsrisker men använder sig inte av valutasäkring med motiveringen att effekten av valutafluktuationer jämnar ut sig över tiden.

---

<sup>116</sup> Lundin Mining, Bokslutskommuniké 2006: 14

<sup>117</sup> Lundin Mining, Årsredovisning 2006: 42

<sup>118</sup> Boliden, Bokslutskommuniké 2006: 2

Boliden pekar på valutarisker som den viktigaste externa affärsrisken. Känslighetsanalyser visar att en valutaförändring på tio procent medför 1,8 miljarder kronor sämre resultat. Samtidigt säkrar Boliden inga valutaeffekter när det gäller företagets största produkt zink, vilket innebär en stor valutaexponering. Bolaget säkrar dock dollareffekten i samband med försäljningen av prissäkrade metaller som koppar, guld, silver och bly genom att använda sig av valutoptioner. Bolagets största inköp är koncentrat till smältverken. Boliden använder alltid korta valutahedgar vid dessa inköp så att ingen risk tas från prissättningstidpunkt och betalningstidpunkt. Vid inköp av stora komponenter till exempelvis Aitikgruvan har Boliden en naturlig hedge i och med att betalningen av komponenterna sker i dollar samtidigt som försäljningen av metaller sker i samma valuta. Därför anser bolaget inte att man har tillräckligt starka skäl att valutasäkra dessa inköp. Den negativa korrelation som finns mellan priset på flera av Bolidens viktigaste metaller och dollarn medför även det till en viss naturlig hedge mot valutafluktuationer. Över tid är den negativa korrelationen mellan kopparpriset och dollarn så hög som åttio procent.

Profilgruppens inköp av aluminium är känsliga för dollarförändringar eftersom aluminium prissätts i dollar på London Metal Exchange. Bolaget har dock bara en indirekt dollarexponering eftersom man gör inköp direkt från leverantörer. Exportförsäljningen är utsatt för direkt valutaexponering mot främst euro och pund. Profilgruppen terminssäkrar valutarisken för alla sina prognostiserade försäljnings- och inköpsflöden för de kommande sex till nio månaderna. Anledningen till att bolaget har valt att utsträcka sina säkringar till just denna tidsperiod är att man tror sig kunna justera sin prislista inom denna tidshorisont. Man uppger dock att detta är en sanning med modifikation eftersom flera faktorer kan påverka möjligheterna till prisjusteringar. Man väljer att använda sig av endast valutaterminer eftersom nyttan av de billigare terminerna trumfar nyttan av de dyrare, men också flexiblere, optionerna.

SSAB:s policy var tidigare att alltid via terminer säkra valutaeffekten från ordertecknande vid försäljningstillfället tills betalning erhöles, vilket brukar vara en tidsperiod på cirka tre månader. Med motiveringen att tre månader är en kort tidsperiod och att en säkring på tre månaders sikt ändå inte innebär ett långsiktigt skydd mot valutaförändringar har SSAB nyligen valt att låta sig vara fullt exponerad mot valutaförändringar vid försäljning. SSAB har på grund av betydande inköp i dollar ett nettoutflöde av den amerikanska valutan och gynnas därför av en svagare dollar. Valutaeffekterna vid inköp av malm och kol säkras genom terminskontrakt. Även de flesta investeringar valutasäkras via terminer vid orderteckning. Optioner skulle antagligen fungera lika bra som terminer men väljs bort på grund av vissa kostnadsnackdelar och att slutbeloppen inte blir exakt lika säkra som vid terminskontrakt.

BE Group är särskilt valutaexponerad mot euron på grund av stor försäljning i den europeiska valutan. Bolaget anser dock att valutarisken minskas av de inköp bolaget gör i samma valuta. BE Group följer noggrant storleken på inköp och försäljning och försöker medvetet genom valutastyrning öka försäljningen i euro för att uppnå en naturlig hedge. Bolaget gör inga valutasäkringar med finansiella derivat.

Höganäs anser att valutarisker är den största affärsrisken eftersom bolaget har nittiofem procent av försäljningen i utländsk valuta. Även på inköpssidan är

valutarisken en viktig risk efter många av komponenterna som köps in prissätts i dollar och euro. Bolaget använder sig av finansiella instrument för att säkra nettotransaktionsexponeringarna. Valet av terminer eller optioner är en kostnadsfråga från fall till fall och sannolikheten för att flöden kommer äga rum ligger till grund för beslutet. Möjligheten till spekulation över valutautvecklingen genom optioners flexibilitet är av underordnad betydelse för verktygsvalet, den lägre kostnaden för terminer utmynnar i ett större nyttjande av detta verktyg.

#### **4.2.2 Analys av valutarisker**

Samtliga bolag i studien är internationellt verksamma och alla anger valutafluktuationer som en väsentlig affärsrisk. Bolagen ser dock överlag valutarisker som en mindre betydande affärsrisk jämfört med prisrisker. Höganäs anger emellertid valutarisken som den allra viktigaste affärsrisken och är därmed ett undantag. Till skillnad från vid prisrisker har samtliga bolag stora möjligheter att använda finansiella derivat för att säkra sig mot denna risk. Trots dessa goda möjligheter väljer många företag att inte valutasäkra sina flöden i någon större utsträckning. Anledningen härtill kan vara att kraven från aktiemarknad eller långgivare inte är lika betydande på valutaområdet som de mycket framträdande kraven från både långgivare och aktiemarknad är på prisriskområdet. Detta indikerar ett positivt orsakssamband mellan riskens storlek och storleken på externa krav, vilka i sin tur kan förklara vilka riskhanteringsåtgärder som vidtas eller ej.

Företagen uppger att det är svårare att agera framgångsrikt utifrån egna bedömningar på den erkänt mycket volatila valutamarknaden än på metallmarknaden. Detta styrks av att optionsanvändningen på valutaområdet inte är hög, trots att optioner är billigare på valutamarknaden än på metallprismarknaden. Detta medför att egna bedömningar endast kan vara en svag förklaringsfaktor när det gäller säkringsbeslut för valutarisker och knappast kan användas för att förklara de skillnader avseende säkringsbesluten som exempelvis gruvbolagen Boliden och Lundin Mining uppvisar. Båda företagen är mycket exponerade för valutarisken och några skillnader mellan bolagen avseende aktiemarknadskrav på affärsriskhantering återfinns inte heller. Däremot är Boliden belånade medan Lundin Mining hittills har varit obelånade. Boliden har i prisrisksammanhang uppgett att krav från långgivare är påtagliga och det ligger nära till hands att anta att långgivarkrav kan spela en roll bakom beslutet att valutasäkra. Detta betyder att krav från långgivare kan tänkas förklara skillnader i riskhanteringsåtgärder.

### **4.3 Ränterisker**

#### **4.3.1 Ränterisker i samband med långsiktig upplåning**

Lundin Mining har före år 2006 inte haft några räntebärande lån, vilket har inneburit en hög genomsnittlig soliditet sedan uppstarten. Detta kan kopplas till långgivares ovilja att låna ut pengar till gruvprojekt eller gruvbolag utan långsiktigt bevisad intjäningsförmåga. Eftersom Lundin Mining inte tidigare har haft räntebärande lån anser man inte att ränterisken har varit aktuell för bolaget. Samgåendet med Eurozink år 2006 medförde dock att Lundin Mining blev exponerat mot ränterisken i och med det lån på fyrtio miljoner dollar som följde med fusionen. Lundin Mining kommer i framtiden att exponeras alltmer för ränterisken eftersom det föreslagna förvärvet av det spanska gruvbolaget Rio Narceas skall finansieras genom ett lån på 800 miljoner dollar med rörlig ränta och en löptid på fem år. Bolagets val att inte välja det säkrare

alternativet att binda lånet motiveras med att man bedömer att den rörliga räntan förväntas vara lägre.

Boliden har hittills inte bundit sina långsiktiga upplåning utan har istället valt en kort bindningstid på sex månader som har rullats löpande. Motivet bakom detta beslut är bolagets uppfattning att historiskt sett förlorar man alltid på att binda sina lån.

Profilgruppen använder sig främst av bundna lån med tre månaders bindningstid, vilket i praktiken innebär en rörlig ränta. Bolaget använder sig dock även till viss del av bundna lån. Större bolag har ofta finansavdelningar med den kompetens och kapacitet som krävs för att kunna fatta rätt beslut i räntebindningsfrågor. Profilgruppen anser att för medelstora bolag är det rimligt att använda sig av rörlig ränta och därmed vara utsatt för samma ränteklimat som de andra bolagen i branschen. Avseende krav från långivare uppger Profilgruppen att banker inte kommit med explicita krav på riskhantering, men att affärsriskhanteringen ändå är ett viktigt bedömningskriterium vid beviljande av lån och ränteförhandlingen.

SSAB:s ledning har fått i uppgift av styrelsen att binda den långsiktiga upplåningen inom intervallet 1,5 år till 3,5 år. Valet att binda uppges bero på den stora cyklikaliteten i branschen och de stora investeringsvolymerna som medför krav på att kunna förutse kassaflödena. Bolagsledningen agerar på räntemarknaden utifrån sina bedömningar av ränteutvecklingen. Om man tror att räntorna är på väg ned väljer man att binda på 1,5 år medan man binder på 3,5 år om man tror på stigande räntor. Samtidigt väger bolaget in den akademiska teori som säger att cykliska bolag klarar av att betala högre räntor eftersom räntorna brukar vara högre i högkonjunktur när de cykliska bolagens intjäningsförmåga är på topp. Denna teori motiverar således kortare räntebindingstider.

BE Group har historiskt sett främst använt sig av rörlig ränta med motiveringen att bolagets konjunkturberoende medför att räntorna är höga samtidigt som bolaget har god betalningsförmåga. Man följer dock utvecklingen på räntemarknaden och fattar beslut om räntebindning utifrån egna bedömningar. Under den senaste tidens stigande räntor har företaget valt att öka andelen bundna lån. Löptiderna är emellertid förhållandevis korta och varierar i nuläget mellan 1 och 24 månader.

Höganäs anser att ränterisker är en liten affärsrisk. Känslighetsanalyser antyder att valutarisken och metallprisrisken kan påverka resultatet betydligt mer än ränteförändring. Företaget arbetar med ränteswappar och har uppnått ett läge där upplåning är att betrakta som i huvudsak bunden. Bindningstiden är emellertid förhållandevis kort.

#### **4.3.2 Analys av ränterisker**

Ränteläget har överlag varit gynnsamt på senare år och de flesta av företagen anser att ränterisken är förhållandevis liten. Även historiskt sett har rörlig ränta varit bättre än bunden. Flertalet företag väljer att helt eller nästan helt exponera sig för ränterisken genom att enbart använda sig av lån med rörlig ränta. SSAB och BE Group har det gemensamt att de anser att cykliska bolag har möjlighet att till fullo använda sig av rörliga räntor. Några företag har valt att binda upp sina lån men då inte i något längre perspektiv. Företagen uppger lite olika skäl till varför de har valt till större del rörliga räntor på sina lån, men de svarar alla gemensamt på att man inte har baserat sitt val på

några bakomliggande krav ifrån långgivarna själva ej heller ifrån aktiemarknaden. När förutsägbarheten på marknaden är stor ökar även viljan att agera efter egna bedömningar om den framtida ränteutvecklingen. Denna syn är ett genomgående tema hos företagen i undersökningen. Bolagens hantering av ränterisker, liksom hanteringen av pris- och valutarisker, indikerar ett positivt samband mellan storleken på risken och storleken på de externa kraven på riskhantering.

## **4.4 Refinansieringsrisker**

### **4.4.1 Refinansieringsrisker och låneförfallostruktur**

Lundin Mining anser att refinansieringsrisken är potentiellt mycket stor för bolagen i gruvbranschen eftersom det är extremt mycket svårare att omförhandla lån vid lågkonjunktur. Dels riskerar lånevillkoren att bli mycket ofördelaktiga för låntagaren och dessutom är möjligheten att överhuvudtaget erhålla lånefinansiering mindre. Lundin Minings ökade belåning innebär en ökad exponering mot refinansieringsrisken. Bolaget avser vid framtida upplåning sprida förfallotidpunkterna till olika perioder i syfte att minimera refinansieringsrisken. Sammanfattningsvis anser Lundin Mining att ränterisken är en mindre risk än refinansieringsrisken.

Boliden tar nu för tiden nästan inte upp några lån alls, men bolaget har en kreditfacilitet, alltså en lånemöjlighet, på fem miljarder kronor som löper över sex år. Denna typ av lån innebär att man betalar en mindre avgift men ingen ränta så länge man inte väljer att faktiskt utnyttja hela eller delar av lånemöjligheten. Boliden har spridit ut förfallotidpunkterna för att undvika refinansieringsrisken. Av årsredovisningen framgår av över nittio procent av dessa lånemöjligheter har en löptid på över fem år. Att använda sig av outnyttjade kreditfaciliteter medför en möjlighet att ta upp lån när andra lån förfaller till betalning.

Profilgruppens rörliga lån är utställda av en enda stor långgivare och förfaller i sin helhet efter en treårsperiod. Skälet till valet av en enda långgivare är att refinansieringsrisken faktiskt blir mindre, eftersom långgivaren och bolaget sitter i samma båt. Har man flera mindre långgivare kan en bank med exempelvis tio procent av bolagets lånestock ha incitament att kräva in sin betalning även om det medför stora problem för bolaget och därmed för övriga långgivare. När en enda långgivare riskerar att förlora ett mycket större utlånat belopp ökar bankens incitament till att nå en långsiktig fördelaktig lösning för båda parter.

SSAB anger att man strävar efter att ha en sund låneförfallostruktur. Refinansieringsrisken har dock ansetts vara liten eftersom den långsiktiga upplåningen har varit liten i förhållande till omsättningen. I framtiden kommer refinansieringsrisken att bli mer påtaglig på grund av förvärvet av amerikanska Ipsco vilket kommer att finansieras via stora lån och som dessutom kommer att medföra en betydligt högre upplåningsränta.

BE Group har betydande långsiktig räntebärande upplåning och på grund av förfallostrukturen är bolaget exponerat mot refinansieringsrisken. Som en konsekvens av nuvarande finansieringsavtal förfaller i princip hela bolagets långsiktiga upplåning på cirka 800 miljoner kronor den 31 december år 2011. Bolaget anser inte att risken är särskilt stor med motiveringen att år 2011 är långt in i framtiden och man uppger samtidigt att man tittar på möjligheter att kunna reducera

riskerna i framtiden. Enligt bolaget är dock ränterisken snarare en större risk än refinansieringsrisken.

Höganäs beskriver refinansieringsrisker som låga eftersom man har ett kreditavtal med betydande outnyttjat utrymme på ungefär en och en halv miljard kronor jämfört med den aktuella upplåningen på cirka en miljard kronor.

#### **4.4.2 Analys av refinansieringsrisker**

Vad det gäller refinansieringsrisker är alla bolag överens om att den inte är en av de största riskerna, även ifall Lundin Mining värderar refinansieringsrisken som något större än ränterisken. Några explicita krav från aktiemarknaden eller långgivarna är inte aktuella vid valet av riskhanteringsverktyg. Möjligen kan man anta att refinansieringsrisken är mycket liten under den rådande högkonjunkturen och det gällande låga ränteläget. Några företag har dock tagit i beaktande och agerat efter egna bedömningar om framtida förändringar både vad det gäller konjunktur och ränta samt anpassat sin förfallostruktur på lånen därefter. Profilgruppen använder sig av ett intressant resonemang som inte litteraturen i ämnet har tagit upp och hävdar att refinansieringsrisken faktiskt kan bli mindre genom användandet av en bank istället för flera på grund av att risken är mindre att en ensam bank kräver igen ett stort lånebelopp vid ett tillfälle som företaget sannolikt inte kan betala.

### **4.5 Försäkringsbara risker**

#### **4.5.1 Försäkringsbara risker**

Lundin Mining ser produktionsriskerna som den viktigaste affärsrisken eftersom eventuella produktionsstopp slår mycket hårt mot resultatet. Bland de faktorer som kan orsaka produktionsstopp återfinns risken att transportbanden för malmen i gruvorna slutar att fungera. Anrikningsverken vid gruvorna kan råka ut för mekaniska fel och i icke-djupgående gruvor, så kallade dagbrott, kan det bli stopp vid transportrampen. Lundin Mining har tecknat försäkringar mot produktionsstopp på transportband, ramper och anrikningsverk. Bolaget får täckning för löpande kostnader när produktionen står stilla, vilket innebär en säkring av resultatet. Aktiemarknaden ställer krav på metallproduktionens storlek eftersom den i hög grad ligger inom bolagets kontroll. Risken för naturkatastrofer är mycket små, men jordbävningar eller översvämningar skulle kunna förstöra möjligheten till fortsatt utvinning i en gruva. Det går delvis att försäkra sig emot denna typ av händelser, men företaget anser att premierna är för höga och har därför oftast valt att inte teckna denna typ av försäkringar.

Boliden använder sig inte av några försäkringar mot produktionsbortfall. Motivet till att inte söka sig ett försäkringsskydd mot produktionsbortfall är att Boliden har många olika produktionsanläggningar och kan hantera enskilda avbrott kostnadseffektivt internt inom koncernen. Avseende egendomsförsäkringar har Boliden tecknat en katastrofförsäkring, vilket innebär att endast skador på belopp överstigande hundra miljoner ersätts. Det är i första hand avsett för smältverksamheten men även transportband och andra delar av gruvdriften. Allt därunder tar koncernen hand om internt. Vissa försäkringar väljs således medvetet bort på grund av deras kostnad i relation till erhållen nytta.

Profilgruppen är utsatt för risken för produktionsbortfall och rankar denna risk högst bland de försäkringsbara riskerna. Bolaget har tecknat försäkring mot produktionsavbrott som innebär att bolaget får täckningsbidraget ersatt vid händelse av avbrott som varar längre än en vecka. Vid exempelvis en fabriksbrand erhålls dels ersättning för egendomsskadorna samt det förlorade täckningsbidraget. Flera typer av dolda kostnader täcks dock inte av försäkringen, däribland kostnader för tappade marknadsmöjligheter. Bolaget har även ansvarsförsäkring och återkallelseförsäkring för fordonsegmentet som täcker komponenter ingående i bilar. Bolaget beskriver dock risken som mindre än ovanstående risker och har ännu inte behövt utnyttja försäkringen.

SSAB lyfter fram produktionsrisker som en av de allra största affärsriskerna. Ståltillverkning sker i en flerstegsprocess där avbrott i ett steg kan få stora negativa konsekvenser för hela förädlingskedjan. Bolaget har tecknat katastrofskydds-försäkring, vilket innebär en relativt hög självrisk men att man i gengäld har en lägre försäkringspremie. Således väljer man att ta hand om alla eventuella, smärre skador internt men har försäkrat bort de värsta händelserna såsom långa produktionsavbrott. En masugnolycka som försämrade resultatet med 350 miljoner kronor inträffade under 2006 i stålverket i Oxelösund. Olyckan medförde en i sammanhanget smärre fysisk egendomsskada medan den större delen av förlusten orsakades av det långa produktionsavbrottet. Detta förklarar varför SSAB värderar produktionsstopp som en mycket allvarligare risk än egendomsskador. Utöver försäkringar är stora mellanlager ett verktyg som används av bolaget för att minska risken för produktionsavbrott i sin förädlingskedja. Avseende produktansvar har SSAB tecknat en ansvarsförsäkring eftersom man anser risken vara relevant vilket även indikeras av att man ibland behövt nyttja den.

BE Group förädlar vissa metaller och är därför delvis utsatta för risken för produktionsavbrott. På grund av att hälften av bolagets verksamhet är av grossistkaraktär minskas emellertid betydelsen av risken för produktionsavbrott. Om en enskild anläggning skulle drabbas av produktionsstopp har bolaget främst ett försäkringsskydd mot de allvarligaste avbrottsituationer där man inte kan försörja sina kunder från alternativa anläggningar. I praktiken innebär detta främst ett katastrofskydd när det gäller egendoms- och avbrottsförsäkringar. Bolaget anser inte att avbrottsrisken är värre än egendomsrisken. Produktansvarsrisken är liten för BE Group eftersom man säljer standardiserade varor tidigt i värdekedjan. Bolaget har därför valt att inte teckna någon försäkring på området.

Höganäs anser att risken för produktionsavbrott är relativt stor. Bolaget har genomfört analyser av vad som skulle hända vid olika långa produktionsavbrott och har tecknat försäkring mot händelser när företaget inte kan ersätta ett produktionsbortfall med produktion från andra anläggningar. Bolaget anser dock inte att produktionsrisken är värre än egendomsrisken. Produktansvar är aktuellt för Höganäs eftersom man är stor underleverantör av komponenter till exempelvis bilindustrin. Företaget har därför ett paraplyförsäkringsskydd som täcker in all delar av verksamheten, men denna försäkring har dock inte behövt användas ännu.

#### **4.5.2 Analys av försäkringsbara risker**

Av de försäkringsbara riskerna är företagen i studien överens om att produktionsavbrott är ett mycket allvarligt hot. Alla utom Boliden har även tecknat



försäkring mot de negativa konsekvenser som avbrottsolyckor kan medföra utöver egendomsskadan. SSAB väljer medvetet att utsätta sig för den allvarliga prisrisk som den relativt stora lagerhållningen medför. Att det sker i syfte att undvika risken för produktionsavbrott indikerar att de således betraktar avbrottsrisken som varandes ett större hot än prisrisken. När det gäller produktansvar har alla bolag som berörs av risken valt att teckna försäkring som dock i de flesta fall inte har behövt användas. Att nästan samtliga företag väljer ett stort försäkringsskydd mot de flesta försäkringsbara riskerna indikerar att företagen sällan vågar agera spekulativt baserat på egna bedömningar om huruvida den egna skaderisken motiverar försäkringspremien eller inte. De statistiska riskernas karaktär med oftast låg sannolikhet för skada men stora konsekvenser när olyckan väl är framme kan ha lett till minskad vilja att agera utifrån egna bedömningar jämfört med vid hanteringen av de dynamiska riskerna. Därmed kan man dra slutsatsen att bolagen inte har en helt neutral syn på risk. Gruvbolagens beslut att inte teckna försäkring mot mycket osannolika risker såsom översvämningar och jordbävningar indikerar dock att bolagen gör bedömningar avseende försäkringspremiers storlek i förhållande till den förväntade nyttan och inte är beredda att betala vilket pris som helst för minskad volatilitet. Krav från aktiemarknaden på produktionsförsäkringar förekommer exempelvis avseende Lundin Minings produktion, vilket är i linje med det tidigare observerade sambandet att det är för de största affärsriskerna som externa intressenter ställer krav på hantering.

## **4.6 Riskhanteringsens organisering**

### **4.6.1 Företagens organisering av riskhanteringen**

Lundin Mining har valt att centralisera alla beslut gällande affärsrisker, vilket innefattar pris-, valuta-, ränte- och refinansieringsrisker såväl som alla försäkringsbara risker.

Boliden har valt att centralisera hanteringen av de flesta affärsriskerna till en finanskommitté med motiveringen att det krävs en kritisk massa för att uppnå effektivitet. Ett undantag från detta är försäkringar som delvis sköts på de enskilda smältverken. I praktiken är det affärsområdet Marknad som utifrån finansfunktionens instruktioner genomför den praktiska riskhanteringen i samband med den större delen av Bolidens finansiella och fysiska flöden.

Profilgruppen har centraliserat mycket av arbetet med affärsriskhanteringen. Bolaget anger som skäl att man inte anser sig vara ett storbolag, varför kostnadsskäl inte motiverar någon annan lösning.

SSAB finansfunktion i moderbolaget säkrar finansiella flöden utifrån koncernens finanspolicy. Dotterbolagen och divisionerna presenterar alla sina transaktioner för finansavdelningen som därefter säkrar nettoflöden. När det gäller försäkringsskyddet har koncernen centralt tecknat katastrofförsäkringar med höga självrisker. Avsaknaden av decentraliserade försäkringar innebär en stark centralisering även på detta område. Riskbedömning och identifiering av operativa affärsrisker sker dock på divisions- eller processnivå medan övergripande analys sker på central nivå.

BE Groups centraliserade finansfunktion sköter först identifieringen och därefter hanteringen av företagets finansiella affärsrisker. Finansfunktionen agerar utifrån policys som styrelsen har fastställt.

Höganäs har centraliserat arbetet med pris-, valuta- och ränterisker till den centrala finanskommittén samt även när det gäller säkringen av de försäkringsbara riskerna. Där fattas beslut om säkring skall ske eller inte samt vilket instrument som i så fall skall användas. Kvartalsvis görs en översyn över de risker bolaget är exponerat mot och en bedömning av marknadsläget som ligger till grund för eventuella säkringsbeslut. Höganäs anger även att i de fall man har lovat styrelsen att leverera ett visst budgetresultat så är det ofta skäl för att välja att säkra.

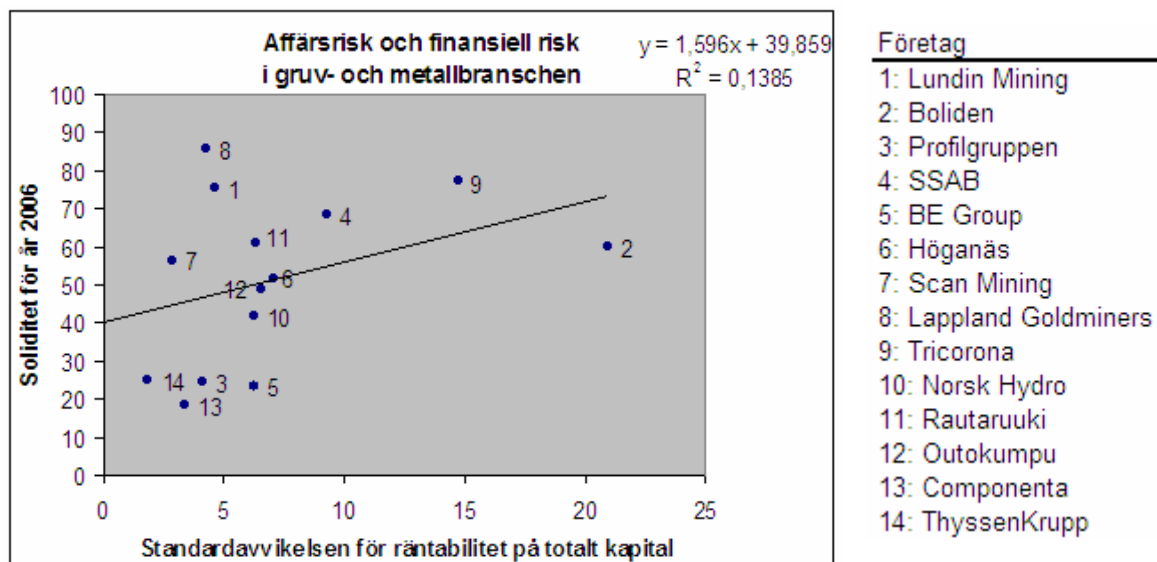
#### **4.6.2 Analys av riskhanteringsens organisering**

Samtliga företag har valt att centralisera riskhanteringsarbetet avseende valuta-, pris- och ränterisker. Boliden har som enda företag valt att förlägga delar av sin riskhantering på underliggande enheter inom koncernen. Det är synligt att de bolag som har en stor verksamhet med flertalet produktionsanläggningar oftast bara väljer ett katastrofskydd. Detta för att man väger kostnaden mot nyttan med försäkringsskydd och alltså väljer att själv hantera risken inom koncernen. I Höganäs kan det dock finnas andra förklaringar till valet av försäkringar samt självrisknivå. Eftersom budgetar ofta används i samband med prestationsmätningar kan det leda till suboptimering och ett överdrivet risktänkande. Eventuellt onödiga säkringsåtgärder kan vidtas för att säkerställa att de angivna budgetmålen uppnås. Man kan därför ifrågasätta om Höganäs många säkringsåtgärder verkligen är tagna med rationella skäl som grund eller om ledningens riskaversion mot förluster i själva verket ligger bakom. Boliden har decentraliserat ett visst ansvar för försäkringstecknandet. Eftersom företaget trots detta främst har ett försäkringsskydd av katastrofskyddskaraktär förefaller inte eventuella incitament till säkring hos enskilda enheter i företaget ha fått något starkt genomslag i affärsriskhanteringen på försäkringsområdet.

## 4.7 Affärsriskhantering och ökad belåning

### 4.7.1 Branschöversikt över affärsrisk och finansiell risk

Figuren nedan visar en branschöversikt över balansen mellan affärsrisk och finansiell risk för företagen i gruv- och metallbranschen utifrån företagens soliditet vid utgången av år 2006.

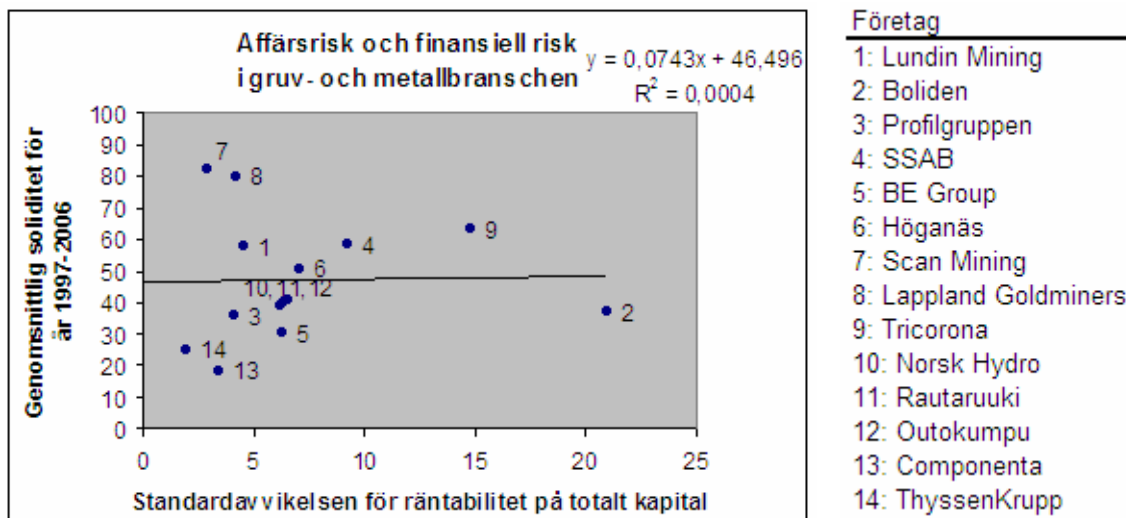


**Figur 7** Nuvarande branschöversikt över affärsrisk och finansiell risk

Kommentar: Affärsrisk har definierats som standardavvikelsen för räntabilitet på totalt kapital under de senaste tio åren medan finansiell risk har definierats som soliditeten vid utgången av år 2006. Att linjen är positiv trots det negativa sambandet beror på att finansiell risk har definieras som soliditet. En låg soliditet innebär en hög finansiell risk och omvänt.

Diagrammet visar att det finns ett negativt samband mellan affärsrisk och finansiell risk för de fjorton undersökta bolagen i studien, vilket är i linje med Johanssons rekommendation. Det negativa sambandet mellan affärsrisk och finansiell risk innebär att företagen vid utgången av år 2006 hade en viss balans mellan affärsrisk och finansiell risk. En ökning av standardavvikelsen med värdet 1 motsvaras i genomsnitt av en ökning av soliditeten med 1,6 procentenheter.

Figuren nedan visar en branschöversikt över balansen mellan affärsrisk och finansiell risk utifrån företagens genomsnittliga soliditet under de senaste tio åren.



**Figur 8 Historisk branschöversikt över affärsrisk och finansiell risk**

Kommentar: Affärsrisk har definierats som standardavvikelsen för räntabilitet på totalt kapital under de senaste tio åren medan finansiell risk har definierats som den genomsnittliga soliditeten under samma period.

Branschöversikten visar på ett nästintill obefintligt samband mellan företagens affärsrisk och finansiella risk, vilket innebär att företagen under de senaste tio åren inte förefaller ha balanserat sin affärsrisk och finansiella risk. En ökning av standardavvikelsen med värdet 1 motsvaras i genomsnitt en ökning av soliditeten med 0,1 procentenheter. Den låga förklaringsgraden kan delvis förklaras av ett fåtal bolags extrema värden. Gruvbolaget Boliden som genomled en svår kris under perioden motverkar kraftigt ett eventuellt negativt samband mellan affärsrisk och finansiell risk för de övriga bolagen. Flera prospekteringsbolag med mycket hög soliditet avviker även de från mönstret för övriga bolag.

#### 4.7.2 Riskbalans och ökad belåning

Lundin Mining uppger inte att de har som syfte med sin affärsriskhantering att kunna öka belåningen och därmed avkastningen till ägarna.

Boliden anpassar sin balansräkning och därmed också den finansiella risken så att man skall klara en sämre konjunktur. Bolaget är väldigt konjunkturkänsligt, vilket delvis förklarar den höga affärsrisken i branschöversikten. En nettoskultsättning på fyrtio procent anser företaget vara den nivå där man får en långsiktig balans mellan fördelarna med högre belåning och den finansiella risk som högre belåning medför. Boliden uppger dock inte att man väljer att vidta affärsriskhanteringsåtgärder på grund av möjligheten att därmed kunna öka belåningen och avkastningen.

Profilgruppen har medvetet på senare år vägt affärsrisken mot den finansiella risken. Företaget ansåg att den tidigare soliditeten var för hög och anpassade därför kapitalstrukturen genom en utskiftning av kapital. Den tidigare för höga soliditeten uppges bero på att företaget har varit ett familjeföretag. Soliditetssänkningen till 25

procent har ansetts möjlig mot bakgrund av att företaget anser sig ha en relativt låg affärsrisk, vilket är i linje med vad som framgår av branschöversikten. Företaget motiverar även den låga affärsrisken med att man aldrig har gått med förlust. Profilvergruppen uppger att man inte har utökat sin affärsriskhantering för att kunna sänka soliditeten i syfte att öka ägarnas avkastning.

SSAB balanserar upp den höga affärsrisken som kommer från konjunkturkänsligheten genom att inte ha för hög finansiell risk. Bolagets förhållandevis höga soliditetsmål på femtio procent uppges vara satt med hänsyn till den inneboende cyklikaliteten i stålbranschen. Bolaget ämnar inte öka andelen skulder för att försöka öka ägarnas avkastning. Synsättet att ökad affärsriskhantering skulle kunna möjliggöra högre belåning styr inte bolagets beslut avseende affärsriskhantering. Bolaget invänder mot den förhållandevis höga affärsrisken i branschöversikten. SSAB har till skillnad från andra stålföretag visat på stabilitet och intjäningsförmåga även i sämre tider såsom under de svaga åren 2001 och 2002 när priserna på stål var låga. Företaget har inte heller gått med förlust under den undersökta tioårsperioden. SSAB framhåller att storvinsterna under 2004 till 2006 har givit bolaget en stor volatilitet i resultatet och därmed den enligt bolaget något oförtjänt höga affärsrisken i branschöversikten.

BE Group gör bedömningar av relationen mellan affärsrisk och finansiell risk. Företaget anser sig ha en rimlig balans mellan affärsrisk och finansiell risk och framhåller att man genom sin verksamhetstyp med inslag av grossistkaraktär har en något lägre affärsrisk än flera av de andra bolagen i branschen. Bolaget uppger dock att man inte fattar beslut i frågor om affärsriskhantering utifrån modellen att ökad affärsriskhantering skulle kunna möjliggöra ökad belåning.

Höganäs delar synen att god affärsriskhantering kan medföra ökad belåning utan ökad total risk. Höganäs hävdar dock att syftet med affärsriskhanteringen inte är att kunna möjliggöra högre belåning och därmed högre avkastning.

### **4.7.3 Analys av riskbalans och ökad belåning**

Samtliga bolag uppger att de balanserar affärsrisken med den finansiella risken. Inget av företagen i studien har dock som syfte med affärsriskhanteringsarbetet att kunna möjliggöra en ökad belåning för att därigenom kunna öka ägarnas avkastning. Höganäs är även det enda av företagen som uppger att ett gott affärsriskhanteringsarbete kan möjliggöra ökad belåning utan att tippa balansen mellan företagets affärsrisk och finansiella risk. Förklaringskraften i möjligheten till ökad belåning som syfte med affärsriskhantering är därför svag.

Regressionslinjens lutning för riskbalansen utifrån soliditeten vid utgången av 2006 är 1,60. Det är högre än den låga lutningen på 0,07 utifrån genomsnittssoliditeten för de senaste tio åren. Branschöversikten tyder således på att företagen med tiden har blivit bättre på att balansera affärsriskerna med den finansiella risken. Det indikerar att företagen har tillgång till ett viktigt verktyg för att i framtiden kunna öka avkastningen till ägarna genom ökad belåning även om bolagen i nuläget inte arbetar med affärsriskhantering utifrån detta syfte.

Man kan koppla SSAB:s uppfattning att deras affärsrisk överdrivs i branschöversikten till metoden att mäta affärsrisk som volatilitet i räntabilitet på totalt kapital. Lönsamma bolag med stundtals mycket hög avkastning tillskrivs stor volatilitet, även

om bolaget inte går med förlust under lågkonjunkturer. Det förefaller inte orimligt att hävda att ett sådant företag har en förhållandevis låg affärsrisk. Även Profilgruppen delar synen att affärsrisken är beroende av om huruvida företaget brukar gå med förlust i lågkonjunktur eller inte.

## **4.8 Företagens syn på risk**

### **4.8.1 Företagens syn på risk**

Lundin Mining ser inget egenvärde i att minska resultatvolatiliteten. Det betyder att företaget har en riskneutral syn.

Boliden uppger sig se på avvägningar mellan förväntad avkastning och volatilitet utifrån en försiktighetsprincip på risk. Det indikerar att företaget har en riskavert syn. Företaget anser dock att man inte är särskilt riskaverta utan anser sig ta förhållandevis stora risker genom bland annat katastrofförsäkringens stora självrisk och den dubbla pris- och dollarexponeringen i samband med försäljningen av huvudmetallen zink.

Profilgruppen uppger sig göra avvägningar mellan avkastning och risk vid varje enskild affärsrisk utifrån en asymmetrisk syn på risk, vilket medför ett förhållandevis lågt risktagande. Valet att säkra alla valutaexponeringar, som anges som bolagets viktigaste risk, uppges bero på att företaget har ett icke riskneutralt synsätt. Profilvergruppen har således en riskavert syn. Företaget uppger att denna risksyn beror på att man har varit ett familjeföretag. Avseende krav från aktiemarknaden tror Profilvergruppen definitivt att den låga volatiliteten i resultatet och att bolaget inte gör stora förluster i lågkonjunktur uppskattas.

SSAB uppger att man vidtar betydligt mer riskhanteringsåtgärder än andra stålbolag men anser sig samtidigt inte vara överdrivet försiktiga. När det gäller avvägningen mellan ett sämre förväntat värde och minskad volatilitet uppger bolaget att man främst har ett katastrofskydd och låter sig leva fullt ut med mindre risker. Detta indikerar att SSAB varken är uttalat riskneutralt eller riskavert.

BE Group uppger sig ha en förhållandevis neutral syn på risk. Företaget har valt att upphöra med den säkringsredovisning för finansiella instrument man tidigare tillämpade, vilken tenderade att jämna ut resultaten mellan olika perioder.

Höganäs har varit verksamma i ungefär 200 år och har ägare med ett långsiktigt tänkande. Ledningen uppger sig därför likt ägarna ha en riskavert syn. Höganäs övergripande syfte med affärsriskhanteringen är att riskerna skall minimeras. Företaget tillämpar säkringsredovisning för finansiella instrument på grund av de fördelar som ett mer förutsebart och mellan perioder utjämnat resultat medför.

### **4.8.2 Analys av företagens syn på risk**

Lundin Mining och BE Group som uppger sig ha en neutral risksyn agerar även därefter i riskhanteringsfrågor och avstår som har visats ovan från omfattande åtgärder mot de flesta av affärsriskerna i studien. I de allra flesta riskhanteringsfrågor har dessa företag således valt det handlingsalternativ som medför det högsta förväntade värdet till priset av en högre volatilitet. Profilvergruppen och Höganäs som tvärt om uppger sig vara riskaverta använder sig däremot av betydligt fler riskhanteringsåtgärder i sin verksamhet, vilket torde innebära en mindre volatil

utveckling till priset av ett något försämrat förväntat värde. Boliden och SSAB förefaller ha en ambivalent syn på risk och vidtar riskhanteringsåtgärder i en grad som ligger emellan de två andra mer renodlade bolagsgrupperingarna. De sex företagens syn på risk förefaller således stämma väl överens med agerandet i riskhanteringsfrågor, vilket talar för att detta syfte har en betydande förklaringskraft.

Vilka är då de bakomliggande faktorerna till synen på risk? De riskaverta företagen Profilgruppen och Höganäs uppger att deras averta risksyn till stor del är orsakad av deras ägarsituation med långsiktiga ägare. Ägarsituationen förefaller således kunna påverka synen på risk. Höganäs och Profilgruppens ägare har valt att acceptera en lägre förväntad avkastning i utbyte mot minskad volatilitet och tryggad fortlevnad för företaget. Andra skillnader avseende externa krav på företagen kan möjligen också förklara de skillnader i synen på risk som förekommer. Bolidens ambivalenta syn på risk med både uttalad försiktighet och risktagande kan kopplas samman med de divergerande intressen som minimivåintresserade långgivare respektive residualintresserade aktieägare har på företaget. Att som Boliden uppge sig ha en huvudpolicy att inte prissäkra koppar men att samtidigt historiskt ha gjort det under flera år kan tänkas vara ett sätt att blidka önskemål från både aktiemarknaden och långgivare samtidigt. Detta styrks av en jämförelse med branschkollegan Lundin Mining som inte har några krav från långgivare och samtidigt är riskneutrala. Om Bolidens syn är styrd av dessa krav är det dock mer rimligt att tala om att det är krav från externa intressenter som styr än att det företagets verkliga risksyn som påverkar riskhanteringsåtgärderna. Att Bolidens framtida kopparprissäkring i samband med investeringen i Aitik accepteras av aktieägarna kan vara ett utfall av det synsätt som säger att hänsyn till långgivarkrav på minskad volatilitet kan vara i linje med aktieägarnas intressen på grund av de högre räntekostnader som en ökad risk för långgivarna tenderar att medföra.

## 5. Resultatsammanvägning och slutsatsdragning

---

*Kapitel 5 börjar med att presentera konklusion och slutsats för undersökningens huvudsyfte. Därefter presenteras även slutsatser för undersökningens båda bisyften. Kapitlet avslutas med förslag på framtida forskning.*

---

### 5.1 Huvudsyftet

Avseende studiens huvudsyfte, att förklara varför företag genomför de riskhanteringsåtgärder de vidtar, förefaller företagsledningens syn på risk vara den förklaringsfaktor som bäst kan förklara vilka riskhanteringsåtgärder som vidtas. Huvudbilden som framträder för de enskilda företagens riskhanteringsåtgärder går att förklara utifrån företagets syn på risk. Om man tittar på de bakomliggande faktorerna till synen på risk har studien identifierat att en bakgrund som familjeföretag kan ge upphov till en mer riskavert syn. Även olika former av krav från externa intressenter kan påverka risksynen och därmed affärsriskhantering, men slutsatsen blir trots allt att det är rimligare att hänföra denna typ av krav till just krav från intressenter. När det gäller de förklaringsfaktorer som utgick från intressentkrav verkar krav från aktiemarknad och långgivare aktualiseras främst för de största affärsriskerna medan hanteringen av de mindre inte utsätts för externa krav i samma omfattning. Det positiva sambandet mellan affärsriskens storlek och kraven från de externa intressenterna förefaller råda för nästintill samtliga affärsrisker i studien. Om man inkluderar de effekter av externa krav från aktiemarknaden i form av familjeföretags inflytande på synen på risk framträder externa krav som en betydelsefull determinant av företags affärsriskhanteringsåtgärder. Det innebär att även om inte intressentkraven framgick tydligt för flera enskilda affärsrisker i studien kan sådana krav ändå vara en förklaringsfaktor som indirekt påverkar affärsriskhanteringen.

Egna bedömningar förefaller vara mer betydande avseende de affärsrisker där förutsebarheten av marknaden är något mindre komplicerad såsom på räntemarknaden snarare än på valutamarknaden. Även företagets kunskap om den aktuella marknaden verkar spela en betydande roll. Avsaknad av andra konkurrerande syften med affärsriskhantering såsom krav från externa intressenter förefaller också avgöra vilken roll egna bedömningar kan spela. Viljan att agera utifrån egna bedömningar verkar svagare vid hanteringen av statiska risker med möjligt stort negativt utfall jämfört med vid de dynamiska riskerna. Företagens syn på risk ligger sannolikt bakom detta agerande. Även de bolag som uppgav sig vara riskneutrala sade sig överlag använda sig av katastrofförsäkringar, vilket indikerar att företag knappast kan kosta på sig att vara riskneutrala vid hanteringen av de risker som kan ge mycket allvarliga konsekvenser om de mot förmodan inträffar. Organisatoriska orsaker kan också påverka varför riskhanteringsåtgärder vidtas, även om sannolikheten för det är lägre när centraliserade lösningar väljs såsom flertalet av företagen i studien arbetade.

### 5.2 Bisyften

Studiens bisyften, att kartlägga vilka affärsrisker som företag är utsatta för och att kartlägga vilka verktyg som företagen använder för att hantera affärsriskerna, har uppnåtts genom de empiriska avsnitten av arbetet. Dessa kartläggningar var även nödvändiga för att uppnå huvudsyftet. Det finns sammanfattningsvis inget bolag som inte i någon grad av utsatt för samtliga risker i studien. De risker som framträder som



viktigast är prisrisker, valutarisker och risken för produktionsavbrott. Inga nya stora affärsrisker utöver de som tidigare forskning har berört togs upp av företagen i samband med frågan om vilka affärsrisker de anser är de största för företaget. Generaliseringsmöjligheterna avseende slutsatserna avseende det första bisyftet begränsas i viss mån av att de affärsrisker som företag är utsatta för delvis kan vara branschspecifikt. Många av de undersökta riskerna torde dock vara branschgenerella. Flera av dem kan antas återfinnas i olika form i andra branscher beroende på faktorer som har berörts i studien såsom var i värdekedjan företaget är verksamt och om företaget har internationell verksamhet eller inte.

Företags val av verktyg visar sig beroende av de bakomliggande syftena med affärsriskhanteringen. Om egna bedömningar är en orsak till säkringen kommer bedömningen att påverka valet av verktyg. Valet kan dock ofta även påverkas av andra faktorer såsom hur sannolik affären bedöms, snarare än spekulation om framtida marknadsutveckling. Därför kan det vara svårt att vid en första anblick förstå syftet med en riskhanteringsåtgärd enbart utifrån ett företags val av verktyg. Att ett visst verktyg används innebär således inte en möjlighet att omedelbart dra någon slutsats om vilket syfte företaget har med riskhanteringsåtgärden. Ett eventuellt nytt verktyg som studien har indikerat är möjligheten att mildra refinansieringsrisken genom att samla alla lån hos samma långivare.

### **5.3 Förslag till framtida forskning**

-Det vore intressant med uppföljande studier om vilken roll synen på risk spelar för affärsriskhanteringen. Vi föreslår även fortsatta studier om ytterligare möjliga bakomliggande orsaker till synen på risk som studien indikerade har betydelse för vilka affärsriskhanteringsåtgärder som vidtas.

-Vi finner det anmärkningsvärt att allmänt vedertagen kunskap om att ökad belåning medför en ökad avkastning genom skatteskölden inte kopplas samman med affärsriskhantering. Om huruvida detta syfte i framtiden kan komma att spela en större roll kan vara ett intressant uppslag för framtida forskning att utreda.

-Eftersom affärsriskhantering delvis är branschspecifikt vore det intressant att upprepa ett liknande studieupplägg inom andra branscher för att ytterligare förbättra kunskapen om hur och varför företag väljer att hantera sina affärsrisker.

## 6. Källförteckning

### 6.1 Litteratur

Crowson, P (2001) *Managing Metals Price Risk with the London Metal Exchange*. Second edition. London: The London Metal Exchange Limited.

De Ridder, A. (2003) *Finansiell ekonomi: om företaget och finansmarknaden*. Upplaga 2. Stockholm: Elanders Gotab.

Esaiasson, P. et all.(2004) *Metodpraktikan*. Upplaga 2. Stockholm: Norstedts Juridik.

Eriksson, L-T. & Wiedersheim-Paul, F. (2006) *Att utreda, forska och rapportera*. Upplaga 8. Göteborg: Liber.

Hallgren, Ö., Bernhult, E. & Älgevik, L-G. (1988) *Räcker vinsten: var skall ribban ligga?* Upplaga 2:a reviderad. Uppsala: Mekanförbundet.

Gibson-Jarvie, R. (1983). *The London Metal Exchange. A commodity market*. Andra upplagan. Cambridge: Woodhead-Faulker Limited.

Grath, A. (2004) *Företagets utlandsaffärer: Riskhantering, betalning, valuta och finansiering*. Utgåva 8. Stockholm: Elanders Gotab.

Hansson, Sigurd (1998) *Finansiering*. Upplaga 10:1. Malmö: Skogs Grafiska.

Hansson, Sigurd (1996) *Företags- och räkenskapsanalys*. Upplaga 8. Lund: Studentlitteratur.

Hansson, Sigurd (2005) *Aktier, optioner och obligationer. Tionde upplagan*. Lund: Studentlitteratur.

Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005) *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*. Upplaga 3. Lund: Studentlitteratur.

Larsson Claes-Göran (2000) *Företagets finansiella affärer*. Upplaga 4. Lund: Studentlitteratur.

Oxelheim, L. & Wihlborg, C. (1998) *Management in the turbulent world economy: corporate performance and risk exposure*. West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd.

Phillips, R. (2003) *Stakeholder theory and organizational ethics*. First edition. San Fransisco, USA: Berrett-Koehler Publishers.

Saunders, M. et all (2003) *Research Methods for Business Students*. Third edition. Essex, England: Pearson Education Limited.

Smith, D. (2006) *Redovisningens språk*. Tredje upplagan. Lund: Studentlitteratur.

## 6.2 Forskningsartiklar

De Fond M. L. och Park, C. W. (1997) *Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings*. Journal of Accounting and Economics, Volume 23 1997, sid 115-139

Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2002) *The capital structure choice: new evidence for a dynamic tradeoff model*. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 15:1.

Modigliani, F. & Miller. M. (1958) *The cost of capital corporation finance, and the theory of investment*. American Economic Review.

Modigliani, F. & Miller. M. (1963) *Corporate income taxes and the cost of capital*. American Economic Review.

Opler, T., Saron, M. & Titman, S. (1997) *Designing capital structure o create shareholder value*. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 10:1.

Shivdasani, A. & Zenner, M. (2005) *How to choose a sapital structure: navigating the debt-equity decision*. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 17:1.

## 6.3 Avhandlingar och uppsatser

Bergquist, H., Månsson, A. & Nilsson, M. (HT 2004) *Undersökning av samband mellan finansiell risk och affärsrisk*. Lunds universitet, Ekonomihögskolan: kandidatuppsats.

Brigelius, L. & Rosén, P. (1988) *Försäkring och risk: ett avvägningsproblem*. Göteborg: avhandlingsprojekt.

## 6.4 Externredovisningsdokument

Årsredovisningar 1997-2006 för de svenska bolagen i studien.

Årsredovisningar 1997-2006 för de finska, norska och tyska bolagen i studien.

Lundin Mining, Prospekt 2002

Boliden, Bokslutskommuniké 2006

Lundin Mining, Bokslutskommuniké 2006

## 6.5 Affärspress

Blomgren, M. (2007) *Bolidens vinstras chockade börsen*. Dagens Industri, 2007-05-04, sid 11

Carlsson, B. (2007) *Vem ska stå i skamvrån?* Dagens Industri, 2007-05-04, sid 11

Örn, G.(2007) *Nya spelregler i ekonomin.* Dagens Industri, 2007-04-25, sid 6-7

## **6.6 Hemsidor**

Riksbankens hemsida, statistik över obligationer och statsskuldväxlar, 1994-2005  
[www.riksbanken.se](http://www.riksbanken.se), 2007-05-21

Affärsvärldens index, branschuppdelning  
[www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se), 2007-04-25

## Bilaga 1 – Intervjuguide

### Telefonintervju med ledande befattningshavare

#### A. Företagets affärsrisker och affärsriskhantering

##### 1. Vilka affärsrisker anser du är de största för ert företag?

---

---

##### 2. För varje affärsrisk som nämns ovan och de i listan nedan:

###### a) Hur utsatt anser du att ert företag är för risken?

---

---

###### b) Vilka riskhanteringsåtgärder har företaget vidtagit för att minska risken?

---

---

###### c) Varför har ni valt just de verktyg ni har valt för hanteringen av risken?

---

---

###### d) Vad är syftet med den / de vidtagna åtgärden / åtgärderna?

---

---

#### Affärsrisker

- PrISRISKER vid försäljning?
- PrISRISKER vid inköp?
- ValutariskER vid försäljning?
- ValutariskER vid inköp?
- RÄNTERISKER?
- RefinansieringsriskER?
- Produktionsavbrott, egendomsskador respektive produktansvar?
- Är ni utsatta för någon annan risk som företag brukar kunna teckna försäkring emot?
- Följande riskER \_\_\_\_\_ som ni har framhållit i årsredovisningen?

##### 3. Hur är arbetet med riskhanteringen organiserat i företaget?

---

---

- Vilka delar av affärsriskhanteringen är centraliserad?

---

---

- Vilka delar av affärsriskhanteringen är decentraliserad?

---

---

## **B. Syften med affärsriskhanteringen**

**1. Vad är det övergripande syftet med företagets affärsriskhanteringsarbete?**

---

---

**2. Vilken eventuell roll spelar följande möjliga syften?**

- Att uppnå balans mellan affärsrisker och finansiell risk och därmed undvika konkurs?
- Möjligheten att kunna öka belåningen för att därigenom öka avkastningen?
- Externa krav från aktiemarknaden?
- Externa krav från långgivare?
- Agera spekulativt på marknaden utifrån egna bedömningar om framtida utveckling?

**3. För vilka affärsrisker spelar ovanstående syften en roll för riskhanteringen?**

---

---

## **C. Övergripande syn på risk**

**1. Hur skulle du förklara företagets position i branschöversikten med finansiell risk (soliditet) och affärsrisk (volatilitet i Rt)?**

---

---

**2. Vad har orsakat den skillnad som finns mellan företagets nuvarande och historiska position?**

---

---

**3. Hur görs avvägningar vid riskhanteringsbeslut mellan en försämring av det förväntade utfallet och en minskad volatilitet?**

---

---

## **Avslutningsfrågor**

**1. Är det något du vill tillägga eller ändra angående svaren på de tidigare frågorna?**

---

---

**2. Kan vi höra av oss om vi skulle ha någon kompletterande fråga?**

---

---

## Bilaga 2 – Företagsinformation

---

*Informationen om företagen kommer från årsredovisningar samt företagens hemsidor på Internet.*

---

Lundin Mining är ett gruv- och mineralprospekteringsbolag. Bolaget äger fyra gruvor, två i Sverige, en i Portugal och en på Irland. Huvudkontoret ligger i Vancouver, Kanada och den verkställande ledningen i Stockholm, Sverige. Lundin Minings huvudmetaller är zink, bly och koppar vilka handlas på den globala metallmarknaden. För zink, bly och koppar utgör bygg- och fordonsindustrin de största kundgrupperna. Därmed påverkas priset på dessa metaller i stor utsträckning av konjunkturutvecklingen och den allmänna ekonomiska tillväxten.

Boliden är ett gruv- och smältverksföretag med verksamhet i Sverige, Finland, Norge, Nederländerna och på Irland. Bolidens verksamhet är inriktad på de första stegen i förädlingskedjan, det vill säga prospektering, gruvbrytning och anrikning, smältning, raffinering och återvinning. Bolidens huvudprodukter är zink, koppar, bly samt guld och silver. Huvudkontoret ligger i Stockholm och markandsorganisationerna finns i Sverige och Nederländerna, med kontor i Finland och Storbritannien. Boliden äger dessutom fyra gruvor och fem smältverk. Med en integrerad verksamhet i gruvor och smältverk kontrollerar Boliden hela kedjan – från prospektering till färdig metall. Verksamheten bedrivs uteslutande i Europa men prisutvecklingen styrs i hög grad av det globala utbudet och efterfrågan på metaller.

Profilgruppen är ett svenskt bolag som marknadsför, utvecklar och tillverkar kundanpassade profiler och komponenter i aluminium för användning i många olika branscher, exempelvis fordon, elektronik, inredning och bygg. Företaget har egna försäljningsbolag i flera europeiska länder och opererar främst på den västeuropeiska marknaden. Huvudkontoret finns i småländska Åseda. Förädlingen av aluminium genomförs dels i egen regi, dels i ett nätverk av externa leverantörer. Bolaget har egna produktionsanläggningar för tillverkning och förädling av aluminiumprofiler. Konjunkturkänsligheten dämpas av att bolagets kunder finns i flera olika branscher och på olika marknader. Användningen av aluminium följer i stort sett den industriella utvecklingen. I utvecklade ekonomier i västra Europa och Nordamerika är användningen avsevärt högre än i till exempel östra Europa och Asien, där marknaden för aluminiumprofiler förväntas ha den snabbaste tillväxten de närmaste åren.

SSAB är tillverkare av höghållfast tunnplåt och kylda stål, det vill säga slitstål och extremt höghållfasta konstruktionsstål. Den höghållfasta tunnplåten används bland annat till tunga och lätta fordon och av krantillverkare. Ordinär tunnplåt används främst inom verkstads- och byggindustrin. Det kylda stålet används bland annat i entreprenadmaskiner, gruvutrustningar och kranar. Ordinär grovplåt används inom varvs- och allmän verkstadsindustri samt inom vindkraftsindustrin. Koncernen består av fyra dotterbolag. SSAB Tunnplåt och SSAB Oxelösund omfattar stålrörelsen medan Plannja står för vidareförädling. Tibnor är koncernens handelsföretag. SSAB:s huvudkontor ligger i Borlänge. För att tillverka stål behövs malm, koks och insatsvaror, bland annat kalksten. Råvarorna prissätts på världsmarknaden och priserna, som främst noteras i USD, är starkt beroende av stålkonjunkturen. Malm och kol är de dominerande råvarorna. Koncernens verksamhet är konjunkturberoende.

Tunnplåt är den största produktgruppen inom handelsstålsområdet och utgör ungefär hälften av den europeiska marknaden för handelsstål.

BE Group är ett handelsföretag inom stål och metaller som lagerhåller, säljer, vidareförädlar och distribuerar stål & rör, special stål, armering, rostfritt stål och aluminium. Stål är kärnan i verksamheten. Koncernen är representerat i Danmark, Finland, Polen, Estland, Lettland, Litauen, Tjeckien, Slovakien och Ryssland. Bolaget levererar till byggföretag, verkstadsindustri, biltillverkare, företag inom processindustrin, underleverantörer och återförsäljare. Huvudkontoret ligger i Malmö. Utvecklingen på de marknader i Norden och Östeuropa där BE Group verkar följde den internationella konjunkturen med en god efterfrågan från verkstadsindustrin och en förstärkning inom den byggrelaterade delen av marknaden.

Höganäs är en leverantör av metallpulver som förädlas till komponenter av färdig eller nära färdig form hos komponenttillverkare. De viktigaste kunderna finns inom pulvermetallurgisk, svets-, kemisk och metallurgisk industri. Slutprodukten går främst till bilindustrin (cirka 60 procent) och produkter som används i och kring hemmet (cirka 20 procent). Huvudkontor ligger i Höganäs. Huvudmarknaderna är EU, USA, Asien. Nordamerika, som fortfarande är världens största marknad för metallpulverbaserade komponenter, kämpar med en allt intensivare global konkurrens från framförallt Kina.

Bolag	Lundin Mining	Boliden	Profilgruppen	SSAB	BE Group	Höganäs
Försäljning (Mdkr)	3,8	35,2	1,1	31	6,7	5,1
Vinst före skatt (Mdkr)	1,4	8,3	0,02	6	0,5	0,5
Balansomslutning (Mdkr)	19,6	27	0,6	22,8	2,9	5,1
Antal anställda	1500	4500	500	8800	900	1600

Figur 9 Företagsfakta: Intervjuade bolag i studien

## Övriga företag i studien

Lapland Goldminers AB är ett gruv- och prospekteringsbolag.

ScanMining är ett gruv- och prospekteringsbolag med verksamhet i Sverige, Finland och Norge. Bolagets huvudkontor ligger i Karlstad.

Tricorona är metall- och energitjänstbolag.

Norsk Hydro är ett aluminium- och energibolag.

Componenta är ett metallbolag med verksamhet i Finland, Sverige, Holland och Turkiet.

Outokumpu är ett metallbolag som tillverkar rostfritt stål. Bolaget levererar metallbaserade komponenter, system och totalkoncept till byggsektorn och verkstadsindustrin.

ThyssenKrupp är ett metallbolag som tillverkar rostfritt stål.





Bolag	Scan Mining	Lapland Goldminers	Tricorona	Norsk Hydro	Componenta	Outokumpu	Rautaruukki	Thyssen-Krupp
Försäljning (Mdkr)	0,2	0,01	0,3	213,4	3,3	55,7	33,3	436,7
Vinst före skatt (Mdkr)	-0,07	-0,02	-0,01	58,7	0,4	7,1	5,7	24,3
Balansomslutning (Mdkr)	0,8	0,1	0,5	249,2	4,2	58,0	27,4	331,1
Antal anställda	140	12	47	33200	5100	8500	13000	186000

**Figur 10 Företagsfakta: Övriga bolag i studien**



## Bilaga 3 – Sekundärdata till branschöversikt

Land	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige
Företag:	Lundin Mining	Boliden	Profilgruppen	SSAB	BE group	Höganäs	Scan Mining
Rt st.dev	4,60	20,95	4,14	9,29	6,22	7,04	2,86
Sol. 2006	75,27	60	24,5	68	23,1	51,5	56,3

Land	Sverige	Sverige	Norge	Finland	Finland	Finland	Tyskland
Företag:	Lapland Goldminers	Tricorona	Norsk Hydro	Rautaruukki	Outokumpu	Componenta	Thyssen-Krupp
Rt st.dev	4,21	14,80	6,21	6,37	6,54	3,35	1,88
Sol. 2006	85,4	77	41,54	60,58	48,88	18,1	25

Land	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige
Företag:	Lundin Mining	Boliden	Profilgruppen	SSAB	BE group	Höganäs	Scan Mining
Rt st.avv	4,60	20,95	4,14	9,29	6,22	7,04	2,86
Soliditet: snitt 97-06	57,93	37,05	35,8	58,6	30,47	50,14	81,99

Land	Sverige	Sverige	Norge	Finland	Finland	Finland	Tyskland
Företag:	Lapland Goldminers	Tricorona	Norsk Hydro	Rautaruukki	Outokumpu	Componenta	Thyssen-Krupp
Rt st.avv	4,21	14,80	6,21	6,37	6,54	3,35	1,88
Soliditet: snitt 97-06	79,85	63,12	38,93	39,92	40,32	19,6	25,11

### Räntabilitet på totalt kapital ( $R_T$ )

Land	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige
År	Lundin Mining	Boliden	Profil-Gruppen	SSAB	BE group	Höganäs	Scan Mining
1997		11,42	8,42	10,86		22,483	-6,888
1998		-3,64	5,5	8,26		25,196	-9,245
1999		-3,20	7,34	3,49		24,754	-6,357
2000		-49,40	15,34	11,17		25,656	-4,531
2001	9,27	-8,00	6,44	6,09		8,01	-4,072
2002	1,29	4,30	0,91	6,04	5,2	12,79	-3,6
2003	0,29	0,3	2,98	9,01	5,4	12,28	-4,75
2004	1,67	8,5	5,02	26,17	8,05	13,6	-0,42
2005	9,73	13,5	4,54	25,96	11,6	9,16	-4,66
2006	9,28	32	1,41	27,3	20,2	12,37498	-10,32
<b>Rt st.avv.</b>	<b>4,595</b>	<b>20,955</b>	<b>4,138</b>	<b>9,291</b>	<b>6,216</b>	<b>7,041</b>	<b>2,859</b>

Land	Sverige	Sverige	Finland	Finland	Finland	Norge	Tyskland
År	Lappland Goldminers	Tricorona	Componenta	Outokumpu	Rautaruukki	Norsk Hydro	Thyssen-Krupp
1997		13,97			9,87	10,22	
1998		-18,33		2,17	8,12	6,21	
1999		-20,74		5,38	2,67	5,99	
2000		-20,32	6,046	13,78	6,66	17,53	5,58
2001	-25	-20,88	4,91	4,15	3,83	12,8	5,44
2002	-14,52	-33,63	0,47	2,71	-1,37	10,48	3,73
2003	-18,9	-11,58	-2,2	1,76	2,14	10,52	4,089
2004	-19,4	1,51	6,74	5,67	12,86	17,84	5,74
2005	-18,91	4,55	0,92	-5,79	16,81	21,02	6,85
2006	-13,07	-0,68	0,95	16,14	17,5	24,34	9,36
<b>Rt st.avv.</b>	<b>4,207</b>	<b>14,804</b>	<b>3,353</b>	<b>6,544</b>	<b>6,365</b>	<b>6,214</b>	<b>1,878</b>

## Soliditet

Land	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige	Sverige
År	Lundin Mining	Boliden	Profil-gruppen	SSAB	BE group	Höganäs	Scan Mining
1997		66	40,9	70		54	90,2
1998		35	33,5	58		62,6	95,2
1999		34,8	35,3	56		66,1	95,6
2000		7,4	35,6	50		51,2	88,7
2001	41,18	22,6	35,7	51		39,7	77,4
2002	51,98	24,2	34,27	53	29,5	43,5	82,4
2003	66,3	30,7	39,69	54	30,9	41,9	81,5
2004	52,61	44,8	39,94	60	30,45	46,3	71,4
2005	60,26	45	38,55	66	38,4	48,5	81,2
2006	75,27	60	24,48	68	23,1	51,5	56,3
<b>Genomsnittlig soliditet</b>	57,93	37,05	35,79	58,60	30,47	50,53	81,99

Land	Sverige	Sverige	Finland	Finland	Finland	Norge	Tyskland
År	Lappland Goldminers	Tricorona	Componenta	Outokumpu	Rautaruukki	Norsk Hydro	Thyssen-Krupp
1997		66			36,5	39,64	
1998		66		42,9	36,9	38,94	
1999		70		43,8	34,6	33,53	24,8
2000		70	13,8	50,6	34,1	36,27	24,5
2001		68	18,7	41,6	33,3	37,79	25,4
2002	77,83	66,91	18,2	30,76	31,32	36,61	26,6
2003	67,59	48,61	17,8	32,56	34,91	40,29	25,4
2004	83,56	45,68	23,3	35,41	41,56	42,89	26,7
2005	84,88	52,95	20,6	37,44	55,46	42,09	22,5
2006	85,39	77	18,1	47,88	60,58	41,24	25
<b>Genomsnittlig soliditet</b>	79,85	63,12	18,64	40,33	39,92	38,93	25,11