

Lunds Universitet
Ekonomihögskolan
Nationalekonomiska Institutionen

VALUTARISKHANTERING

EN STUDIE ÖVER HURUVIDA VOLATILITET I NYCKELTAL PÅVERKAS AV
VALUTARISKHANTERING I SMÅ OCH MEDELSTORA FÖRETAG

Adam Lidén

Hampus Asphage



Kandidatuppsats i Nationalekonomi

Handledare: Erik Norrman

Januari 2013

LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

SAMMANFATTNING

- Titel:** Valutariskhantering – en studie över huruvida volatilitet i nyckeltal påverkas av valutariskhantering i små och medelstora företag
- Seminariedatum:** 2013 – 01 – 15
- Kurs:** NEKH01 Nationalekonomi: Examensarbete kandidatnivå 15hp
- Författare:** Adam Lidén, Hampus Asphage
- Handledare:** Erik Norrman
- Nyckelord:** Valutarisk, riskhantering, små- och medelstora företag, valutasäkring, valutahedging
- Syfte:** Att undersöka om företag som hanterar sin exponering mot utländsk valuta har en lägre volatilitet i resultaträkningens nyckeltal jämfört med företag som inte hanterar sin valutarisk samt varför svenska små- och medelstora företag sällan hanterar sin valutarisk.
- Metod:** Att genom en kvantitativ enkätundersökning samla in relevant data från svenska företag och sedan utföra statistiska beräkningar för att se huruvida volatiliteten i nyckeltal skiljer sig åt mellan de företag som hanterar sin valutarisk kontra de som inte gör det.
- Teori:** Stora delar av uppsatsen grundas i tidigare undersökningar då det finns relativt lite teori kring detta specifika problem. Dock tas teorier om bland annat valutariskhantering, CAPM, Modigliani & Miller's teorem samt den internationella valutamarknaden upp.
- Resultat:** Våra statistiska test kunde inte bevisa en skillnad i volatilitet mellan de två företagsgrupperna, vilket gör att vi inte kan statistiskt säkerställa att en strategi för hantering av valutarisk ger en lägre volatilitet i resultaträkningen. Dock uppvisade den grupp företag som hanterade sin risk en lägre medelvolatilitet i tre av fyra nyckeltal. Resultaten visar också att många företag anser tid/personal och kunskap vara två faktorer som begränsar dem i sin valutariskhantering. Företags storlek verkar också vara en påverkande faktor.

ABSTRACT

- Title:** Foreign Exchange risk management – a study of whether volatility in key results is affected by foreign exchange risk management in small and midsize firm's
- Seminar date:** 2013 – 01 – 15
- Course:** NEKH01 Economics: Bachelor's Essay, 15hp
- Author:** Adam Lidén, Hampus Asphage
- Advisor:** Erik Norrman
- Key words:** Foreign exchange risk, risk management, small- and midsize firm's, currency management, currency hedging
- Purpose:** To investigate if companies that manage its exposure to foreign currency has a lower volatility in the balance sheet ratios compared to companies that do not manage their foreign exchange risk, and why Swedish small and midsize firm's rarely manage their currency risk.
- Methodology:** Through a quantitative survey to collect relevant data from Swedish companies and then perform statistical calculations to see whether the volatility ratios differ between the companies that manage its currency versus those that do not.
- Theoretical perspective:** Large parts of the essay is based on previous studies since there is relatively little theory about this particular problem. However, theories in currency risk management, CAPM, Modigliani & Miller's theorem and the international currency market will be presented.
- Results:** Our statistical tests failed to show a difference in volatility between the two groups of companies which means that we can't statistically ensure that a strategy of foreign exchange risk management results in lower volatility in the consolidated income statement. However, the group of companies that managed their risk had a lower average volatility in three of the four variables. The results also showed that many companies believed that time/staff and knowledge were two factors that limited them in their currency risk management. The size of the company also seemed to be an affecting factor.

FÖRORD

Vi vill börja med att rikta ett stort tack till vår handledare Erik Norrman för hjälp och stöd under skrivandet av denna uppsats. Vidare vill vi rikta ett stort tack till Martin Rodelius på SEB Merchant Banking för alla nyttiga infallsvinklar och bra tips under uppsatsens gång. Slutligen vill vi tacka alla företag som valt att ställa upp i vår undersökning; utan er hade denna uppsats aldrig kunnat genomföras.

Denna uppsats har författats på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet under höstterminen 2012. Uppsatsen omfattar 15 högskolepoäng och utgör författarnas kandidatuppsats inom nationalekonomi.

Lund 2013-01-08

Adam Lidén

Hampus Asphage

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INTRODUKTION	5
1.1 BAKGRUND.....	5
1.2 SYFTE	6
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR.....	7
1.5 UPPSATSENS DISPOSITION	8
1.6 REFERENSRAM	8
2. TEORI.....	9
2.1 EXPONERING MOT FÖRÄNDRINGAR I VALUTAKURSER.....	9
2.2 SÄTT ATT SÄKRA VALUTARISK	10
2.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL.....	12
2.4 MODIGLIANI & MILLER'S TEOREM	13
2.5 ORGANISATIONERS AGERANDE	13
2.6 DET INTERNATIONELLA VÄXELKURSSYSTEMET.....	13
2.7 TIDIGARE STUDIER	14
3. METOD	17
3.1 ARBETSBEKRIJVNING	17
3.2 VAL AV METOD	18
3.3 UPPSATSENS ANGREPPSSÄTT	19
3.4 DATAINSAMLING.....	19
3.5 FÖRETAGENS RESULTATRÄKNING	20
3.6 VOLATILITET (FÖRETAGSSPECIFIK RISK).....	21
3.7 DUMMY VARIABEL	21
3.8 NORMALISERING SAMT HYPOTESTEST	22
4. EMPIRI.....	23
4.1 OM RESPONDENTERNA	23
4.2 STATISTISKA RESULTAT	24
4.3 ENKÄTUNDERSÖKNINGENS RESULTAT	25
5. RESULTAT OCH DISKUSSION	30
5.1 DE STATISTISKA TESTERNA	30
5.2 OMSÄTTNING OCH HANDEL MED UTLANDET	30
5.3 FÖRETAGS RATIONELLA AGERANDE.....	31
5.4 HANTERAR SIN RISK RESPEKTIVE HANTERAR INTE SIN RISK	32
6. SLUTSATS.....	35
6.1 FÖRSLAG PÅ FORTSATT STUDIER.....	36
7. REFERENSLISTA.....	37
7.1 BÖCKER	37
7.2 ARTIKLAR.....	38
7.3 ELEKTRONISKA KÄLLOR	39

1. INTRODUKTION

Denna del ämnar introducera läsaren till uppsatsen, dess problemformulering och syfte samt uppsatsens disposition.

1.1 BAKGRUND

1980 motsvarade svensk export nästan 30 % av Sveriges BNP och import omkring 31 %. 2011 utgjorde Sveriges export närmare 50 % av BNP och importen nästan 44 %. Sverige har sett en stor ökning i handel med utlandet vilket har skapat en större exponering för svenska företag mot utländska valutor. Idag påverkas vårt land i allra högsta grad av fluktuationer i valutor. När den svenska kronan blir starkare relativt andra valutor betyder det att svenska varor blir dyrare för utländska företag och utländska varor blir billigare för svenska företag, kronan apprecierar. Sverige har i modern tid alltid varit ett handelsland och har blivit rikt på att handla med omvärlden. Sverige är en av världens mest öppna ekonomier vilket hänger ihop med att det är ett relativt litet land; vi måste rikta oss mot den utländska marknaden. (Näringslivets ekonomifakta, 2012)

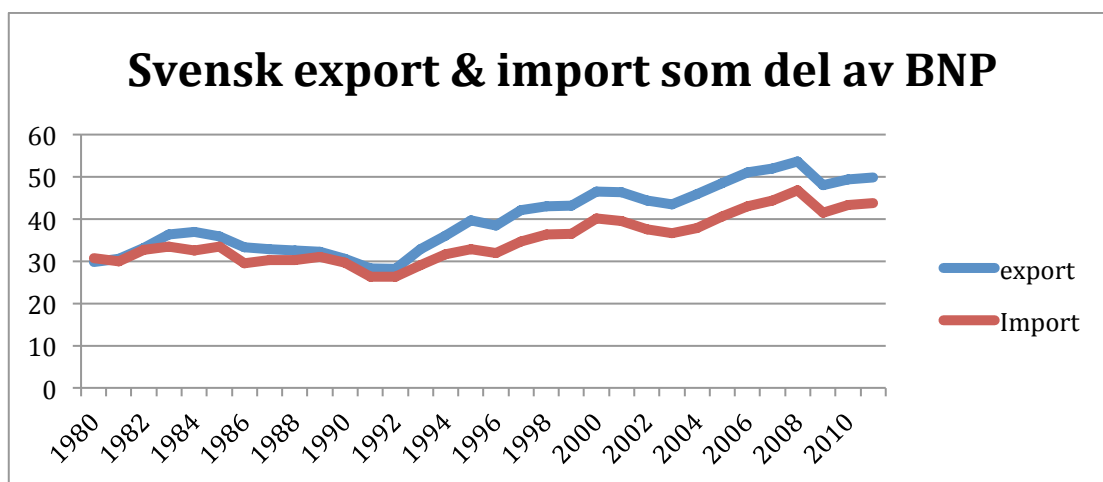


Diagram 1. Svensk export och import över tid

Något att ha i åtanke är hur den internationella valutamarknaden har förändrats under de senaste decennierna. 1944 undertecknades stadgarna för Bretton Woods valutasystem som kan ses som en förlängning av guldmyntfoten för de länder som ingick avtalet. Dessa länders valutor gick att växla till den amerikanska dollarn och den amerikanska dollarn kunde i sin tur växlas till guld. Detta system byggde på fasta växelkurser och att dessa skulle fasthållas genom valutakontroller samt att det inte fanns någon fri internationell kapitalrörlighet. Den Internationella valutafonden (IMF) bildades i samband med Bretton Woods med uppdrag att övervaka systemet och tillhandahålla lån av utländsk valuta när underskott i länders byteshandel uppstod.

Fram till 1959 var importerande företag tvungna att ansöka hos centralbanken om att få köpa utländsk valuta, men detta avskaffades senare så att utländsk valuta fritt kunde köpas och säljas för varu- och tjänstetransaktioner. 1971 hade svagheterna i Bretton Woods blivit för stora och utvecklingen mot flytande växelkurser startade med att de stora valutorna; dollarn, yenen, D-marken och pundet, blev flytande och de mindre valutorna upprättade en fast växelkurs till någon av dessa större valutor. Numera är de flesta valutorna rörliga och länder antar något slags penningpolitiskt mål, så som Sveriges årliga inflationsmål på 2 %. Införandet av rörliga valutor skapar osäkerhet för företag som opererar på en internationell marknad.(Fregert & Jonung, 2010)

Det har gjorts ett antal undersökningar och studier av exempelvis Stefan Nydahl, Niclas Hagelin och Bengt Pramborg på hur stora börsnoterade företag i Sverige hanterar den risk som uppkommer då företagen handlar med utlandet. Även mindre företag handlar med utlandet och deras situation ter sig tämligen utforskat.

Ingela Hemming är företagarekonom på SEB med uppdrag att vara språkrör för frågor som rör små och medelstora företag. 2012 gjorde hon en undersökning med flera tusen små och medelstora företag där hon frågade hur deras handel med utlandet ser ut. Undersökningen (Hemming, 2012) fick in svar från 1 470 företag där 23 % av dessa svarade att de handlar med utlandet och 32 % av företagen med utlandshandel menade att växelkursförändringar är ett problem. Av de 23 % som svarade att de handlar med utlandet visar det sig att 73 % inte skyddar sig mot växelkursförändringar.

1.2 SYFTE

Syftet med denna uppsats är att undersöka huruvida företag som hanterar sin valutarisk upplever mer stabilitet i form av lägre volatilitet i omsättning, rörelseresultat, resultat efter finansiella poster och i årets resultat. Tanken är alltså att försöka påvisa ifall det är så att valutariskhantering faktiskt lönar sig i form av lägre företagsspecifik risk.

Den grupp företag i Ingela Hemmings undersökning som inte skyddar sig mot växelkursförändringar är också av intresse för att fylla ytterligare ett syfte, nämligen att undersöka varför så många små- och medelstora företag inte väljer att hantera sin valutarisk.

Slutligen hoppas författarna även att uppsatsen ska leda till ett ökat intresse för studier inom riskhantering för små och medelstora företag, ett område som till stora delar verkar ligga utforskat.

1.3 PROBLEMFÖRMULERING

Valutarisk i små och medelstora företag är något som behöver undersökas i en specifik studie då författarna inte funnit någon liknande studie varken inom Sverige eller internationellt. Författarna vill undersöka ifall företag som hanterar sina valutarisker genom diverse olika strategier har lägre volatilitet i sina nyckeltal och därmed en jämnare och mer stabil resultaträkning från år till år. Volatilitet mäts som standardavvikelse och visar hur mycket nyckeltalen varierar från år till år. En undersökning om vilka orsaker som kan ligga bakom att det är så många små och medelstora företag som inte hanterar sin valutarisk kommer också göras. Uppsatsens frågeställning lyder därmed:

Har företag som hanterar sin valutarisk en lägre volatilitet i sina nyckeltal jämfört med företag som inte hanterar sin valutarisk?

Varför är det så många små- och medelstora företag som inte hanterar sin valutarisk?

1.4 AVGRÄNSNINGAR

Uppsatsen och dess undersökning avser små och medelstora företag i Sverige. Enligt EU (2007) definieras dessa företag enligt följande:

- Små företag – sysselsätter färre än 50 personer och har en årsomsättning som inte överstiger 10 miljoner EUR.
- Medelstora företag – sysselsätter färre än 250 personer och har en årsomsättning som inte överstiger 50 miljoner EUR.

Dock har det gjorts två avsteg från dessa definitioner av praktiska skäl. Det första avsteget handlar om antalet anställda, då vi har valt företag som har mellan 25-249 anställda. Detta för att företag med färre än 25 anställda sannolikt är ganska små och troligen inte har en väsentlig exponering mot utländsk valuta. Med denna avgränsning kommer undersökningen ifrån fåmansbolag och företag som inte skulle komma att bidra med nödvändig information till undersökningen. Det andra avsteget handlar om omsättningen, som storleksmässigt valt att ignoreras. Författarna kommer undersöka volatilitet i normaliserade variabler och därmed kommer omsättningen i antal kronor inte att spela någon roll då det är den relativa omsättningen som är basen för undersökningen. Vi utesluter även finansiella institut, då dessa ej tillämpar

import/export på samma sätt som övriga företag. Slutligen utesluts alla bolags- och stiftelseformer som inte är aktiebolag.

1.5 UPPSATSENS DISPOSITION

1.5.1 TEORI

I teoriavsnittet tas de mest relevanta teorierna kring valutarisk och valutariskhantering upp. Här presenteras också tidigare studier och dess relevans för denna uppsats.

1.5.2 METOD

I metodavsnittet beskrivs ingående hur undersökningar och beräkningar är utförda. Kapitlet tar också upp datainsamling, metodval samt angreppssätt.

1.5.3 EMPIRI

Empiravsnittet innehåller alla resultat i en kort och koncis text. Tabeller och diagram visar på ett lättöverskådligt sätt vilka resultat som framkommit.

1.5.4 RESULTAT OCH DISKUSSION

I resultat och diskussion återfinns författarnas egna tankar kring resultaten samt en diskussion kring resultaten och dess betydelse.

1.5.5 SLUTSATS

Slutsatsen knyter slutligen samman problemformuleringen med resultat, teori och diskussion.

1.6 REFERENSRAM

Båda författarna till denna uppsats kommer från liknande studieförhållanden och från samma ort i Sverige. En av författarna är inriktad på finansiell ekonomi och arbetar på SEB medan den andre författaren är inriktad mot makroekonomi och jobbar på Scans huvudkontor. De snarlika bakgrunderna men de smått skilda intressena inom nationalekonomi leder till både djupa kunskaper och bra diskussioner inom respektive område men eventuellt också till en mindre snedvridning av diskussionen då det saknas någon författare med olik bakgrund och annorlunda infallsvinklar.

2. TEORI

Här presenteras de teorier som författarna finner relevanta för uppsatsens problem. Bland annat presenteras teorier kring valutaexponering samt instrument för säkring av risk.

2.1 EXPONERING MOT FÖRÄNDRINGAR I VALUTAKURSER

Exponering mot utländsk valuta definieras av Nydahl(1999) som transaction exposure, translation exposure och operating exposure. Transaction exposure och operating exposure kan ofta beskrivas gemensamt som economic exposure.

2.1.1 TRANSACTION EXPOSURE

Transaction exposure är den mest uppenbara finansiella risken för ett företags utlandshandel. Här menas den risk som tas i de kända transaktioner som företaget har åtagit sig i framtiden. Ett exempel kan vara att ett svenskt företag ingår ett avtal med ett företag i Tyskland där det svenska företaget ska köpa varor för 2 miljoner euro. Oftast sker inte betalning samtidigt som avtalet ingås, utan längre in i framtiden. Under tiden mellan orderläggning och betalning kan växelkursen EUR/SEK förändras så att affären inte längre blir lönsam. Denna exponering är något som företag finner problematisk trots att det är okomplicerat att säkra sig mot denna risk med hjälp av finansiella derivat. Detta eftersom du vet när du utsätts för risken och hur stor risken kommer vara. (Nydahl, 1999)

2.1.2 TRANSLATION EXPOSURE

Translation exposure är den exponering där skillnaden mellan skulder och tillgångar i olika valutor uppstår. Dessa är oftast väldigt långsiktiga och det finns inget speciellt datum då dessa kassaflöden ska realiseras. Företag är ständigt exponerade mot utländsk valuta via dessa skulder och tillgångar men har ofta möjlighet att välja hur och när dessa ska realiseras i sin egen valuta. Hagelin (2005) anser att denna exponering inte bör säkras men fortsätter med att vissa företag gör det och anser det viktigt eftersom förändringar i valutakurser kan ha stor inverkan på företagets balansräkningar och därmed påverka exempelvis lånekapacitet och kapitalkostnader. Vidare påvisas att det är vanligt med loan covenants som sätter krav på företag för att de ska ha tillgång till lån. Dessa krav innefattar ofta företagets balanser och därför säkrar företag delar av sin translation exposure för att vara säkra på att dessa krav uppfylls.

2.1.3 OPERATING EXPOSURE

Operating exposure beskriver Nydahl (1999) som den exponering företag möter i sitt generella arbete, exempelvis hur kostnader för produktion, försäljning, handel etc. i andra länder påverkas av förändringar i växelkurser på lång sikt. Denna exponering

beskrivs dock oftast som economic exposure och innefattar då även transaction exposure. Economic exposure beskriver hur ett företags nuvärde ändras då valutakurser ändras. Detta innefattar framtida kassaflöden, värdet på tillgångar etc. Economic exposure är en stor del av ett företags valutarisk och genom att säkra denna exponering elimineras en stor del av valutarisken. Dock är det väldigt svårt att säkra denna sortens risk eftersom det avser det löpande arbetet samt värdet i företaget och det är svårt att identifiera vart riskerna finns och hur dessa risker ska säkras.

2.2 SÄTT ATT SÄKRA VALUTARISK

Det finns flera sätt för ett företag att hantera sina risker och olika finansiella instrument lämpar sig bättre eller sämre beroende på vad det är som ska säkras. De vanligaste metoderna för valutasäkring är att använda sig av terminer, optioner eller swappar. (Bodie, Kane & Marcus, 2011)

2.2.1 TERMINER

En termin innebär att två parter ingår ett avtal att vid en bestämd tidpunkt köpa/sälja något för ett förutbestämt pris. En av parterna går lång i kontraktet och det är denne part som förbinder sig att köpa terminens underliggande tillgång. Den andra parten går kort i avtalet vilket betyder att denne förbinder sig att sälja den underliggande tillgången. Ett exempel på detta skulle kunna vara att ett företag ingår ett avtal att om 90 dagar köpa 10 miljoner EUR för en förbestämd växelkurs, företaget tar alltså en lång position i terminen. Denna bestämda växelkurs kan vara bättre eller sämre, relativt spotkursen, på terminens slutdag och det är skillnaden mellan den bestämda kursen och spotkursen som avgör om säkringen blir en vinst- eller förlustaffär. Antag att avtalad växelkurs var att köpa Euro för 8.90 SEK/EUR och spotväxelkursen efter 90 dagar är 8.80 SEK/EUR, då skulle företaget ha betalat 88 miljoner SEK på spotmarknaden men har genom terminen förbundit sig att betala 89 miljoner SEK. Naturligtvis hade spotväxelkursen kunnat vara högre, exempelvis 9 SEK/EUR, varpå företaget skulle gjort en vinst. Den underliggande tillgången i ett terminskontrakt kan vara näst intill vad som helst; allt från väder till järn till implicit volatilitet i ett index. (Bodie et.al, 2011)

Terminer är ett av de vanligaste instrumenten i företags arbete med valutasäkring menar både Hull (2011) och Bodie et.al. (2011). Det är en billig metod som utesluter variationer i priset. De är också relativt enkla att anpassa utefter ett företags specifika behov. Det finns främst två sorters terminer; forwards och futures. Den generella skillnaden mellan dessa är att futures handlas på börsen och ses som säkrare medan

forwards handlas over-the-counter, OTC, vilket betyder att det är avtal som sluts mellan två parter utan en mellanhand. Dessa ses ofta som mindre säkra än futures. Anledningen till ökad säkerhet i futures är att det finns en mellanhand, börsen, som eliminerar motpartsrisk. Börsen hanterar kreditrisken att en part inte kan betala med ett så kallat margin account, där båda parterna i ett avtal betalar in en bestämd summa pengar. Efter varje dag justeras dessa margin accounts så att dagens vinnare får ett tillskott av kapital på sitt konto och förloraren får se samma belopp försvinna från sitt konto. När summan på ett margin account understiger vad som kallas minimum margin requirement måste kontots ägare betala in ytterligare pengar annars stängs terminspositionen av börsen. Baksidan med futures är att de är krångligare att administrera samt att de binder upp kapital som kan behövas i andra delar av verksamheten. (Bodie et.al, 2011)

2.2.2 OPTIONER

Optioner är ett instrument med fler möjligheter men är också ett mer kostsamt instrument att säkra sina risker med. Det finns flera olika sorters optioner men de enklaste formerna är europeiska- och amerikanska optioner. Skillnaden mellan dem är att en amerikansk option kan lösas in fram till och med det förbestämda lösendatumet medan en europeisk option endast är möjlig att lösa in på lösendagen. Utöver dessa två finns en mängd andra optioner som oftast benämns exotiska optioner. Optioner delas även upp i köp- och säljoptioner; en köpoption ger dig rätten att köpa den underliggande tillgången och en säljoption ger dig rätten att sälja densamma. I optioner kan två olika positioner tas; lång eller kort position. Nedan förklaras vad positionerna innebär:

Position	Option	Ger dig
Lång	Köpoption	rätten att köpa underliggande tillgång
Kort	Köpoption	skyldigheten att vid inlösen sälja underliggande tillgång
Lång	Säljoption	rätten att sälja underliggande tillgång
Kort	Säljoption	skyldigheten att vid inlösen köpa underliggande tillgång

Både optioner och terminer är vad som brukar kallas för nollsummespel där den ena partens vinst är den andre partens förlust. (Hull, 2011)

2.2.3 SWAPPAR

Valutaswaps är ett avtal mellan två parter att vid två tillfällen byta en viss mängd utländsk valuta. Dessa tillfällen sker i början och i slutet av avtalets livstid. Exempelvis har vi företag A som ska göra en betalning i EUR idag men som också om en månad får en inbetalning i EUR av en kund. Och företag B som får en inbetalning i EUR från en kund idag och som om en månad ska göra en betalning i EUR. Istället för att göra två växlingar och under tiden vara exponerade mot risk i EUR så ingår företagen en swap där de avtalar om att byta kassaflöden nu och om en månad. Detta innebär att inbetalningen i EUR till företag B får företag A som kan använda detta till sin betalning de har. Sedan efter en månad då företag A får en inbetalning i EUR får företag B detta till sin utlandsbetalning. Företag A köper alltså EUR idag samtidigt som de säljer EUR på termin med leverans om en månad och företag B säljer EUR idag samtidigt som de köper EUR på termin med leverans om en månad. Det som bestämmer priset för detta avtal är ränteskillnaden mellan EUR och SEK idag. Är räntan för SEK högre än för EUR görs ett påslag på växelkursen om en månad och ett avdrag om räntan för SEK är lägre. (Hull, 2011)

2.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL

Centralt i capital asset pricing model, CAPM, är sambandet mellan risk och avkastning. Modellen går ut på att optimera detta samband för att erhålla en så hög avkastning som möjligt till minsta möjliga risktagande. Enligt CAPM är det för en investerare möjligt att diversifiera bort varje enskilt företags individuella risk. Då skulle endast marknadsrisken finnas kvar, en risk som inte går att diversifiera bort. Marknadsrisken i capital asset pricing model innefattar risker som enskilda bolag inte själva kan påverka. Exempel på sådana risker kan vara konjunktursvängningar, ränteförändringar eller olika händelser i världen. Den företagsspecifika risken däremot, den som investerare kan diversifiera bort genom att investera sitt kapital i ett antal olika bolag, grundar sig i företags resultat. Ju mer volatila de olika posterna i företagets resultaträkning är, desto högre är det enskilda bolagets risk, företagsrisken. (Bodie et.al, 2011)

2.4 MODIGLIANI & MILLER'S TEOREM

Modigliani & Miller skriver i deras berömda teorem att ett företags värde inte påverkas av företagets val av kapitalstruktur förutsatt att en perfekt kapitalmarknad råder. Hur företaget väljer att finansiera sin verksamhet påverkar inte värdet på företaget. (Berk & DeMarzo, 2011)

Allayannis (2001) utvecklar Modigliani & Millers teorem till att mena att även riskhantering inom företaget inte tillför ökat värde. Istället skulle riskhantering kunna minska värdet i företaget eftersom det blir en kostnad som inte tillför något. Detta eftersom aktieägare kan diversifiera bort företagsspecifik risk genom en väldiversifierad portfölj. Detta bygger dock på antagandet om en perfekt finansiell marknad.

2.5 ORGANISATIONERS AGERANDE

En av grundpelarna i ett aktiebolag är att bolaget ska sträva efter att maximera värdet för dess aktieägare. Det betyder att ledningen i ett bolag ska ta beslut som de tror kan maximera värdet för de personer som valt att investera i företaget. Genom att alltid sträva efter att maximera värdet för aktieägarna kommer företagen att ta beslut som de tror kommer gynna företaget maximalt, oberoende av hur andra företag agerar. (Brickley, Smith & Zimmerman, 2003)

2.6 DET INTERNATIONELLA VÄXELKURSSYSTEMET

Ett land kan välja att hantera sin växelkurs på olika sätt som skapar olika förutsättningar och möjligheter för landet. Flytande växelkurs är vanligast numera och ofta under någon slags norm med förbestämd regel hur valutan ska hanteras. Ett land kan även ha flytande växelkurs under diskretionära system där förutbestämda regler och normer för hur valutan ska hanteras inte används. Ett land kan även välja att ha fast växelkurs med antingen en valutaunion som använder sig av samma valuta, och därmed samma växelkurs, eller ett system där valutan är knuten till en annan valuta eller råvara. Vidare finns även ett slags mellanting där en fast valuta används fast med möjligheten att justera växelkursen via devalvering eller revalvering. En svag valuta innebär att valutan är billig relativt andra valutor och detta leder till att import för landet blir dyrare eftersom de måste betala mer för varorna som importeras men också att export från landet blir mer eftertraktad eftersom det då är billigare att handla från landet. (Fregert & Jonung, 2010)

Det som bestämmer växelkurser är utbud och efterfrågan på valutan. Utbud och efterfrågan styrs av hur världen ser på valutan och viljan att investera i denna. Exempelvis är landets statslåneränta central och kan här illustrera ett exempel; när statslåneräntan sänks i ett land ses investeringar i landets valuta som mindre eftertraktade eftersom investeringen då skulle ge lägre avkastning. Vissa investerare väljer då helt enkelt att investera i en annan valuta där en högre avkastning kan nås. Även en hög inflation i valutan skapar en lägre efterfrågan på valutan men även förväntningar och förtroende för valutan är centrala. (Näringslivets Ekonomifakta, 2012)

2.7 TIDIGARE STUDIER

I början av 1970 talet publicerade Heckerman (1972) en artikel där han undersökte riskerna som kommer tillsammans med handel i utlandet. Efter detta har flera artiklar utrett olika delar ur ämnet och de kanske mest kända är av Shapiro (1977) och Adler & Dumas (1980) där de ämnar definiera valutarisk. Dessa är dock teoretiska och det dröjde till omkring 1990 innan empiriska studier började ses på ämnet.

En tidig undersökning gjordes av Jorion (1990) som testar 287 multinationella företag i USA under 1971-1987. Undersökningen gick ut på att testa aktiekursers relation till förändringar i ett valutakursindex. Jorion finner ett svagt samband mellan företagsvärde och valutakurser och detta utgör enligt honom företagets exponering. Detta samband finner han växa med högre grad av utlandsexponering.

En av de första studier i sitt slag gjordes av Bodnar och Gentry (1993) som går vidare med det samband Jorion (1990) upptäckte och testar för skillnaden mellan olika industrier i USA, Canada och Japan. Här upptäcker de att industrier i Canada och Japan påverkas i större grad av fluktuationer i valutakurser vilket förklaras med att företag i mindre och mer ekonomiskt öppna länder utsätts för större påverkan vid exponering av valutarisk. Detta eftersom de måste vara mer internationellt aktiva. Vidare finner de att olika industrier drabbas på olika sätt av exempelvis en appreciering (då landets valuta blir dyrare relativt andra valutor) av den inhemska valutan; importerande företag gynnas och exporterande missgynnas. Även producenter av non-traded goods (varor som inte kan eller är väldigt dyra att transporteras) gynnas. Dessa insikter gjorde att fler undersökningar genomfördes på andra länder än USA.

En sådan undersökning gjordes av Jong (2006) undersöker exponering mot valutakurser i Nederländska företag mellan 1994-1998 och kommer fram till att över

50 % av företagen är signifikant exponerade mot förändringar i valutakurser. Vidare visar undersökningen att företagen gynnas av en depreciering (då landets valuta blir billigare relativt andra valutor) av den inhemska valutan, detta i likhet med Bodnar och Gentry (1993) som dock fick aningen annorlunda resultat eftersom de testade för olika industrier och därmed fick olika resultat för olika industrier. Jong et. al. (2006) menar att eftersom Nederländerna är en av världens mest öppna ekonomier exponeras företagen i större grad mot valutakurser. Likaså även att amerikanska företag uppvisar en lägre exponering eftersom det är en av de minst öppna ekonomierna i västvärlden; 1998 motsvarade Nederländsk export och import 50 % respektive 47 % av BNP och i USA var samma siffror 9 % respektive 13 % av BNP.

Amihud (1994) väljer att studera 32 av de största exportföretagen i USA under 1982 till 1988 för att undersöka sambandet mellan företags värde och förändringar i valutakurser. Resultatet visade, i kontrast till tidigare undersökningar, att de ej kunde bevisa ett samband mellan förändringar i valutakurser och företags värde.

En av de mest omfattande undersökningarna genomfördes av Choi & Prasad (1995). Denna genomfördes på 409 multinationella företag i USA under 1978-1989. En viktig del i denna studie är att de faktiskt kunde se att det fanns ett signifikant samband mellan förändringar i valutakurser och företags marknadsvärde. Vidare upptäcktes att 60 % av företagen tjänade på en depreciering av dollar och 40 % förlorade på depreciering i dollar. Även denna studie delar upp företagen i industriportföljer och testar hur det ser ut mellan de olika industrierna. De kommer inte fram till något statistiskt signifikant resultat utan menar att inom industrigrenarna råder ett slags nollsummespel; det som ett företag tjänar på sin export, i termer av valutakursförändringar, förlorar ett annat på sin import. Således är det svårt att finna ett samband mellan valutakursförändringar och företagsvärde inom dessa industrier.

Det finns svenska ekonomer, exempelvis Stefan Nydahl, Niclas Hagelin och Bengt Pramborg, som behandlat ämnet och hur sambandet mellan växelkursförändring och företagsvärde ser ut för svenska företag. Stefan Nydahl(1999) tittar på hur fluktuationer i växelkurser påverkar svenska företags aktiekurs eftersom denna ska spegla företagets värde. Detta gör han genom att regregera förändringar i aktiekurser på förändringar i ett marknadsindex och förändringar i växelkurser. Han finner att svenska företag i större utsträckning är utsatta för valutarisk än amerikanska.

Hagelin och Pramborg (2006) finner att sannolikheten att använda sig av valutasäkringar ökar när storleken på företaget ökar och även, i likhet med Jorion (1990), när storleken på exponeringen ökar. Detta skulle då bero på att kostnaden som medföljer av att hantera sina risker inte alltid är försvarbar i mindre företag och företag som har lägre valutaexponering. Denna kostnad är en fixerad kostnad, ofta sammankopplad till anskaffning av kunskap och tiden det tar att använda sig av finansiella instrument. De kommer även fram till att förekomsten av loan covenants ökar sannolikheten för säkring av translation exposure.

3. METOD

Metoden beskriver hur författarna gått tillväga i undersökningen. Här förklaras enkätundersökningen samt hur den analytiska delen av uppsatsen kommer utföras.

3.1 ARBETSBESKRIVNING

Idén till denna uppsats föddes då en av författarna förde en diskussion med en kollega om lämpliga uppsatsämnen och idéer som skulle kunna undersökas. Ett problem som kom upp var hur kopplingen mellan valutariskhantering och små och medelstora företag såg ut samt i hur stor utsträckning dessa företag faktiskt hanterar sin valutarisk.

Intresset för valutaexponering och valutahandel har funnits hos författarna under större delar av studietiden och efter mycket efterforskning insågs att valutarisk, valutariskhantering och valutahedging är undersökta ämnen, dock i stort sett enbart inom stora börsnoterade bolag. Antagligen beror det på att det finns ett enkelt sätt att härleda valutariskhantering i dessa bolag; att förklara förändringar i aktiepriset genom en regression med exempelvis valutaexponering och ett valutaindex som förklarande variabler. Men i små- och medelstora företag blir det svårare eftersom de inte är börsnoterade och därmed inte har ett observerbart bolagsvärde. Författarna kände tidigt att de ville göra en undersökning för att förklara hur valutarisk och valutaexponering påverkar dessa företag.

Genom att använda företagets omsättning, rörelseresultat EBIT, resultat efter finansiella poster samt årets resultat hoppas författarna kunna få en uppfattning om det är så att valutariskhantering ger mer stabila nyckeltal. Företagets värde kommer alltså inte mätas, utan resultat och omsättning kommer användas som en proxy för dessa. Resultat om omsättning kommer undersökas under en 10-års period, mellan bokslutsåren 2002 till och med 2011.

Tyvärr är inte rörelseresultat och omsättning perfekta substitut för ett bolags börsvärde men författarna gör bedömningen att de trots detta kommer kunna få tillförlitliga resultat. Eftersom det finns väldigt begränsad forskning på detta område tidigare ses uppsatsen som ett spännande försök att göra något annorlunda som förhoppningsvis kommer bidra med viktig kunskap till många intressenter, både inom den akademiska världen och inom näringslivet.

3.2 VAL AV METOD

Vid början av en uppsats görs valet mellan att göra en kvantitativ eller kvalitativ undersökning. Båda sätten är utmärkta arbetssätt och i viss mån lika varandra, men det finns ett antal saker som skiljer dem åt (Holme & Solvang, 1997).

3.2.1 KVANTITATIV METOD

Den kvantitativa metoden innebär att data som är mätbar i någon form samlas in. Exempel på mätbara data kan vara ett lands BNP eller antalet bilar som passerar en bro under 24 timmar. I den kvantitativa undersökningen menar Holme och Solvang (1997) att många svar på snabba, standardiserade frågor är att eftersträva. Datan som fås fram ska innehålla standardiserade svar, genomsnitt och lätthanterlig data. Ofta är undersökningarna utformade som enkäter med fasta svarsalternativ för att få fram så tydliga mönster som möjligt.

Det som framhålls som positivt med en kvantitativ undersökning är att en snabb och tydlig helhetsbild över resultaten erhålls, samt att dessa resultat blir enkla att tolka eftersom undersökningen använt sig av standardiserade frågor. Två problem som lyfts fram med den kvantitativa undersökningen är den låga flexibiliteten i undersökningen, samt de begränsade möjligheterna till egna reflektioner.

3.2.2 KVALITATIV METOD

Till skillnad från den kvantitativa undersökningsmetoden lyfter Holme och Solvang (1997) fram att den kvalitativa ansatsen vill gå på djupet och få fram många detaljer kring det som ska undersökas. Insamlaren vill ha så precisa beskrivningar som möjligt av de få, jämfört med de kvantitativa undersökningarna, respondenterna. Intervjuer med personer där de får svara fritt och där intresset ligger i det unika med just den individens svar är ett utmärkt sätt för att erhålla kvalitativ data. En kvalitativ undersökning är relativt smidig att lägga upp då frågorna i en intervju inte behöver vara lika preciserade som i en kvantitativ undersökning. Att insamlaren sedan får en stor bredd i hur svaren från en intervju ska tolkas är något som ger både positiva och negativa effekter enligt Holme och Solvang (1997).

Författarna har valt den kvantitativa metoden för att få fram ett brett och lättöverskådligt datamaterial som kan förklara generella teorier kring valutarisk. För att kunna få fram en tillräcklig mängd data att dra slutsatser från är den kvantitativa metoden att föredra före den kvalitativa.

3.3 UPPSATSENS ANGREPPSSÄTT

Inom forskning finns det, enligt Eriksson (2001), generellt två olika sätt att angripa ett problem: en induktiv och en deduktiv ansats. Den induktiva ansatsen går ut på att först observera något verkligt fenomen för att sedan vända sig till rådande teori för att försöka generalisera och förklara fenomenet. Den analytiska delen görs alltså först och sedan dras slutsatser utifrån teoretiska modeller som tillämpas på observationen. Den deduktiva ansatsen vänder sig istället till teorin som en grund för en undersökning. Rådande teoretiska modeller används här för att förklara ett valt problem. Först studeras teori för att kunna formulera en hypotes kring vad som förväntas hända varpå en empirisk undersökning görs för att försöka förklara teorin. Sedan dras slutsatser kring problemet. Denna uppsats grundar sig i teoretiska modeller som sedan undersöks empiriskt vilket betyder ett deduktivt angreppssätt. Författarna har utifrån rådande teori kring valutarisk och valutasäkring gjort en empirisk undersökning för att se om en strategi för valutasäkring inom företagen ger ett mindre volatilt resultat. Tidigare forskning samt litteratur, exempelvis Choi & Prasad (1995), har visat att det finns en koppling mellan företagsvärde och valutasäkring. Detta hoppas författarna kunna bekräfta även för små och medelstora företag i och med denna uppsats.

3.4 DATAINSAMLING

För att kunna få in relevant information från så många företag som möjligt har författarna valt att använda sig av en internetbaserad enkätundersökning. Frågorna är ställda på ett sådant sätt att det endast går att svara med bestämda alternativ. Företagen får dock i ett fåtal fall skriva korta reflektioner till sina svar och alla frågor ställs i samma ordning till alla deltagare. Detta är i linje med en standardiserad och strukturerad undersökning enligt Davidson & Patel (1994).

Enkäten är konfidentiell, något som framkommer till respondenten av enkätens inledning, vilket betyder att endast författarna kommer veta vilka svar som hör till vilket företag. Detta menar Davidson & Patel är viktigt; sekretessen kring uppsatsen måste hållas för att inga icke-offentliga uppgifter ska komma ut till obehöriga. För enkätundersökningen har ett verktyg för internetbaserade enkäter, SurveyMonkey, använts. Detta är ett populärt verktyg för dataenkäter och därmed bedöms säkerheten i enkätverktyget vara hög, vilket betonas som viktigt även av Dahmström (2011).

Data som fås in via undersökningen blir primärdata eftersom författarna själva aktivt samlat in den och gjort den tillgänglig. Sekundärdata är data som hämtats från en redan existerande databas. Sådana data används i undersökningen då data hämtats från databasen Retreiver. (Dahmström, 2011)

För att kunna undersöka om det finns skillnader i volatilitet i omsättning och resultat behövs tillgång till dessa data ett antal år tillbaka. I databasen Retreiver finns specifika företag och grupper av företag som kan sorteras utefter olika kriterier. Databasen som Lunds Universitet tillhandahåller innehåller balans- och resultaträkningar samt annan viktig information om alla Sveriges företag. Eftersom undersökningen fokuserar på små och medelstora företag i Sverige togs en lista fram över alla aktiebolag i landet med 25-249 anställda. Detta resulterade i 15 488 företag. För att få ett urval av bolag ur denna lista slumpades 1 200 tal mellan 1 och 15 488 fram. Därmed erhöles ett urval av 1 200 företag som utgjort basen för denna kvantitativa undersökning.

Eftersom inget underlag erhålls från företag som saknar exponering mot utländsk valuta stämdes alla 1 200 utvalda bolag av mot internetdatabasen www.121.nu som är en publik företagsdatabas med omfattande information om alla företag i Sverige. På www.121.nu visas information om omfattningen av företagets export och import. Denna avstämning gjorde att urvalet resulterade i 361 slumpvis valda bolag i landet som säkert handlar med utlandet. Dessa företag kontaktades via telefon och/eller e-post och ombads att svara på en internetbaserad enkät. Av de 361 kontaktade bolagen valde 85 företag att svara på enkäten vilket gav en svarsfrekvens på 24 %. I vissa bolag saknades data från år 2002 och 2003 i databasen vilket medförde att ytterligare 10 bolag försvann, och totalt i undersökningen har alltså 75 företag inkluderats. Det externa bortfallet var 286 företag.

3.5 FÖRETAGENS RESULTATRÄKNING

Ett företags resultaträkning summerar årets intäkter och kostnader och ger ett årsresultat. Resultaträkningen innehåller ett antal olika resultat som alla får olika innebörd i undersökningen kring volatilitet (Grönlund et.al, 2010).

3.5.1 RÖRELSERESULTAT

Rörelseresultat EBIT, *earnings before interest and taxes*, visar företagets intäkter från dess rörelse minus rörelsens kostnader. Detta resultat är det som bäst visar de rena kostnader som företagen står inför. Rörelseresultat är resultatet före finansiella poster, bokslutsdispositioner och skatt. (Grönlund et.al, 2010)

3.5.2 RESULTAT EFTER FINANSIELLA POSTER

Företag som hanterar sin valutarisk redovisar ofta dessa vinster och förluster under "övriga finansiella intäkter" eller "övriga finansiella kostnader" och nedanför dessa poster i resultaträkningen finns resultat efter finansiella poster. (Grönlund et.al, 2010)

3.5.3 ÅRETS RESULTAT

Årets resultat är den sista posten på resultaträkningen och visar det resultat ett företag gjort efter att alla poster, exempelvis skatt och avskrivningar, har behandlats. Detta resultat kan påverkas på flera olika sätt, bland annat genom skatteplanering, vilket gör att detta resultat inte alltid ger en rättvis bild av vad företaget presterat under året, åtminstone inte ur ett volatilitetsperspektiv. (Arvidson et.al, 2010)

Författarna kommer använda sig av företagets rörelseresultat men även omsättning, resultat efter finansiella poster samt årets resultat för att jämföra volatiliteten mellan företag som hanterar sin valutarisk och företag som inte gör det. Fördelen med att använda företagets rörelseresultat är att det är det minst påverkade resultatet av alla. Med detta menas att precis som beskrivet ovan är rörelseresultatet företagets vinst eller förlust innan avskrivningar, skatter och andra faktorer har räknats in. Likaså är resultatet efter finansiella poster förskonat från skatt och dess effekter så detta anses enligt författarna vara en fullgod variabel att använda.

3.6 VOLATILITET (FÖRETAGSSPECIFIK RISK)

Utifrån data från Retreiver från de deltagande företagen tas deras omsättning från räkenskapsåret 2002 till och med 2011 fram. Företagen grupperas utefter svaret på frågan om valutarisken hanteras. Nedan visas beräkningarna av företagets volatilitet i omsättning och resultat samt hur dessa resultat testats statistiskt. Inledningsvis beräknades volatiliteten i företagets nyckeltal i absoluta tal genom följande beräkning:

$$\sigma_x = \sqrt{[\sum(X - \bar{X})^2 / (n - 1)]}$$

σ = volatilitetskvot (förklaras nedan)

X = nyckeltal

\bar{X} = medelvärde av nyckeltal

3.7 DUMMY VARIABEL

För att kunna testa om volatiliteten i resultatet skiljer sig åt mellan företagen behöver de tilldelas en dummy variabel. En dummyvariabel antar värdet 1 om ett påstående är sant och 0 annars (Dougherty, 2011). Påståendet är att företaget hanterar sin valutarisk.

3.8 NORMALISERING SAMT HYPOTESTEST

För att eliminera effekten av storlek på företagen kommer omsättning, rörelseresultat, resultat efter finansnetto samt årets resultat att normaliseras med hjälp av två olika faktorer; företagets medelomsättning under perioden 2002-2011 samt medelantalet anställda under samma tidsperiod. För att kunna se ifall företagen som hanterar sin valutarisk har en volatilitet som är signifikant skiljt från den grupp företag som inte hanterar sin valutarisk görs ett t-test. T-test är ett hypotesprövnings test för att se om volatiliteten i den ena gruppen är signifikant skild från volatiliteten i den andra gruppen. Genom att använda statistik- och ekonometriprogrammet eViews testas på ett mycket enkelt sätt om de två grupperna av företag är skilda från varandra. De variabler som t-testas är följande:

$$\frac{\sigma_{\text{omsättning 2002-2011}}}{\text{medelomsättning}}$$

$$\frac{\sigma_{\text{omsättning 2002-2011}}}{\text{antal anställda}}$$

$$\frac{\sigma_{\text{rörelseresultat 2002-2011}}}{\text{medelomsättning}}$$

$$\frac{\sigma_{\text{rörelseresultat 2002-2011}}}{\text{antal anställda}}$$

$$\frac{\sigma_{\text{fin.poster 2002-2011}}}{\text{medelomsättning}}$$

$$\frac{\sigma_{\text{fin.poster 2002-2011}}}{\text{antal anställda}}$$

$$\frac{\sigma_{\text{årets resultat 2002-2011}}}{\text{medelomsättning}}$$

$$\frac{\sigma_{\text{årets resultat 2002-2011}}}{\text{antal anställda}}$$

Dessa kvoter bildar ett mått på företagens individuella volatilitet mellan år 2002-2011. Dessa kvoter är företagsspecifika och tilldelas en etta om de tillhör ett företag som hanterar sin valutarisk och en nolla om inte.

Genom dessa beräkningar genereras en lista fram med varje företags specifika och normaliserade standardavvikelse samt en tilldelad dummy-variabel. Dessa data matas in i eViews där ett test utförs för att se om volatilitetskvoterna skiljer sig åt mellan grupperna. Testet ställs upp enligt följande formel:

$$\sigma = \beta_1 + \beta_2 * \text{dummy}$$

σ = volatilitetskvoter

β_1 = intercept för regressionen

β_2 = dummykoefficient

dummy = variabel som skiljer företagen åt

Genom detta test fås t-statistik som visar ifall det finns en signifikant skillnad mellan de två företagsgrupperna.

4. EMPIRI

Empiri är studier av verkligheten och i detta avsnitt kommer resultatet av de studier som beskrivs i metodavsnittet presenteras. Resultaten presenteras i text och sammanfattande tabeller.

4.1 OM RESPONDENTERNA

De bolag som valt att delta i undersökningen är geografiskt utspridda över hela landet, dock med en liten majoritet i Götaland. Bolagen hade under 2011 en genomsnittlig omsättning på 147 701 tkr och 99 anställda.

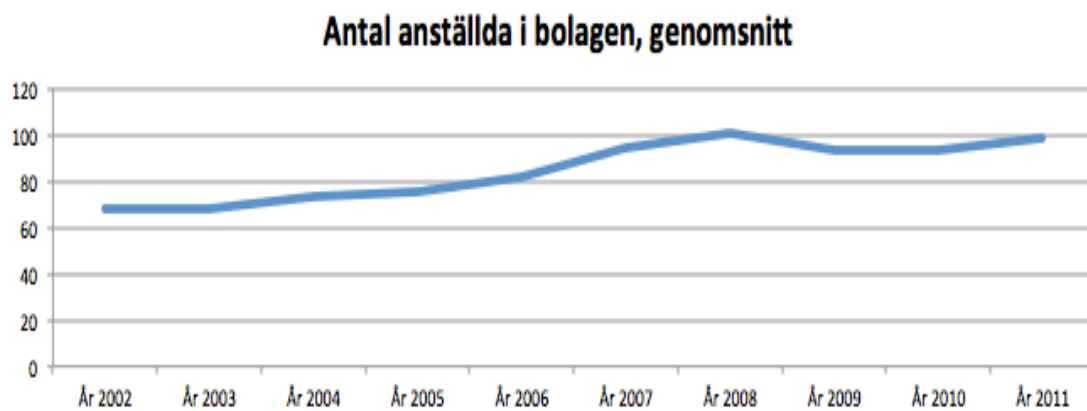


Diagram 2.

När det kommer till branschindelning så tillhör 50 % av de deltagande företagen tillverknings- och industribranschen. Vidare återfinns 28 % av företagen inom partihandel samt ett mindre antal företag inom teknisk konsultverksamhet, jord- och skogsbruk, livsmedelsframställning, reparation och installation samt data, IT och telekommunikation. Nedan presenteras resultaten av den statistiska undersökningen där skillnaden i volatilitet mellan de två företagsgrupperna har undersökts.

4.2 STATISTISKA RESULTAT

Variabel	T-statistik	Standardfel	Signifikans
$\sigma_{\text{oms}}/\text{omsättning}$	1.130	0.071	Nej
$\sigma_{\text{rörelseres}}/\text{omsättning}$	-0.777	0.028	Nej
$\sigma_{\text{res.e.fin}}/\text{omsättning}$	-0.710	0.028	Nej
$\sigma_{\text{årets.res}}/\text{omsättning}$	-0.797	0.032	Nej
$\sigma_{\text{oms}}/\text{anställda}$	1.913	421.909	Nej
$\sigma_{\text{rörelseres}}/\text{anställda}$	1.015	55.524	Nej
$\sigma_{\text{res.e.fin}}/\text{anställda}$	1.162	56.221	Nej
$\sigma_{\text{årets.res}}/\text{anställda}$	0.694	49.203	Nej

Tabell 1. T-test

Som denna tabell visar går det inte att konstatera att volatiliteten i variablerna mellan de företag som hanterar sin valutarisk och de som inte gör det är signifikant skilda från varandra. För låga T-värden i kombination med för höga standardfel gör det mycket svårt att skilja grupperna åt. Det går med andra ord inte att bevisa att företag som hanterar sin valutarisk åtnjuter en lägre volatilitet i sina nyckeltal med det givna dataunderlaget.

För att visa hur mycket de höga standardfelen påverkar t-testen visas även resultaten för genomsnittsvolatiliteten i variablerna i de två grupperna nedan:

Variabel	Hanterar sin risk	Hanterar inte sin risk
$\sigma_{\text{omsättning}}$	0.351	0.316
$\sigma_{\text{rörelseresultat}}$	0.055	0.084
$\sigma_{\text{res.e.fin}}$	0.060	0.087
$\sigma_{\text{årets.resultat}}$	0.041	0.076

Tabell 2. Medelvolatilitet

Som tabellen visar är medelvolatiliteten lägre i tre av fyra variabler hos de företag som hanterar sin valutarisk. Det skall dock påpekas ytterligare en gång att de stora standardfelen gör att dessa resultat ej kan bekräftas statistiskt.

4.3 ENKÄTUNDERSÖKNINGENS RESULTAT

Enkätundersökningen har genererat svar på ett antal intressanta frågor som presenteras nedan. De första frågorna berör hur stor andel av företagets totala omsättning som utgörs av utlandshandel, ifall företagen importerar eller exporterar mest samt vilken valuta som är vanligast vid utlandshandel.

Fråga 1. *Hur stor andel av er totala omsättning utgörs av handel med utlandet?*

Alternativ	Svar
0-25 %	39 %
25-50 %	27 %
50-75 %	18 %
75-100 %	16 %

Fråga 2. *Består er utlandshandel till största delen av import eller export?*

Alternativ	Svar
Import	42 %
Export	45 %
Lika mycket import och export	13 %

Fråga 3. *Hur stor andel av er utlandshandel sker i SEK?*

Alternativ	Svar
0-25 %	47 %
25-50 %	18 %
50-75 %	11 %
75-100 %	14 %
Ingen utlandshandel i SEK	10 %

Fråga 4. Hur stor andel av er utlandshandel sker i EUR?

Alternativ	Svar
0-25 %:	41 %
25-50 %:	20 %
50-75 %:	21 %
75-100 %:	15 %
Ingen utlandshandel i EUR:	3 %

Fråga 5. Hur stor andel av er utlandshandel sker i USD?

Alternativ	Svar
0-25 %:	61 %
25-50 %:	13 %
50-75 %:	5 %
75-100 %:	2 %
Ingen utlandshandel i USD:	19 %

Fråga 6. Hur stor andel av er utlandshandel sker i annan valuta? (Annan än SEK, EUR, USD)

Andel utlandshandel	Andel företag
0-25 %	60 %
25-50 %	8 %
50-75 %	1 %
75-100 %	1 %
Ingen utlandshandel i annan valuta	30 %

Fråga 7. *Hantrar ni er valutarisk med finansiella instrument, såsom exempelvis terminer eller optioner?*

Alternativ	Svar
Ja:	47 %
Nej:	53 %

Som dessa svar visar utgör handel med utlandet minst 25 % av omsättningen i en majoritet av företagen och export är något mer välrepresenterat än import. Undersökningen visar också att euro är den vanligaste valutan vid utlandshandel. Den sista frågan av de sju ovanstående utgör den viktigaste frågan i enkäten, detta eftersom den grupperar företagen i en grupp som hanterar sin valutarisk och en grupp som inte gör det. I den grupp som hanterade sin valutarisk fann författarna följande information:

Fråga 8. *Vilka finansiella instrument är vanligast i er hantering av valutarisk? (Flera alternativ är möjliga)*

Alternativ	Svar
Terminer:	95 %
Optioner:	5 %
Swappar:	22 %
Annat:	7 %

Fråga 9. *Rådgör ni med någon utomstående, exempelvis en bank, innan ni genomför er valutasäkring?*

Alternativ	Svar
Ja:	61 %
Nej:	39 %

Fråga 10. Hur stor andel av er totala valutaexponering säkrar ni?

Alternativ	Svar
0-25 %	20 %
25-50 %	29 %
50-75 %	29 %
75-100 %	22 %

Fråga 11. Finns det en önskan om en mer omfattande hantering av valutarisk? (Flera alternativ är möjliga)

Alternativ	Svar
Ja, men vi upplever att vi saknar tillräcklig kunskap	7 %
Ja, men vi upplever att vi saknar tillräckligt med tid/personal	26 %
Ja, men vi upplever att kostnaden blir för stor	0 %
Nej, vi är nöjda med nuvarande hantering av valutarisk	75 %

Det är enligt undersökningen relativt vanligt att företagen rådgör med en bank eller annan utomstående finansiell rådgivare vid säkring av valutarisk. Fråga tre av de fyra ovanstående visar att det är en relativt stor del av valutarisken som säkras i de flesta bolagen. För gruppen med företag som inte hanterar sin valutarisk ser resultaten ut som följer:

Fråga 12. Finns det en önskan inom företaget att hantera valutarisk?

Alternativ	Svar
Ja	38 %
Nej	62 %

Fråga 13. Upplever ni att det saknas tid/personal för att hantera valutarisk?

Alternativ	Svar
Ja	27 %
Nej	73 %

Fråga 14. *Upplever ni att det saknas kunskap inom företaget för hantering av valutarisk?*

Alternativ	Svar
Ja	38 %
Nej	62 %

Fråga 15. *Upplever ni att det saknas ekonomiska resurser för att hantera er valutarisk?*

Alternativ	Svar
Ja	10 %
Nej	64 %
Vi är osäkra på vilka kostnader som är förenade med valutariskhantering	26 %

Bland företag som inte hanterar sin valutarisk framkommer att mer än en tredjedel av dessa företag skulle vilja börja med valutariskhantering. Lika många bolag svarade på frågan om varför de inte hanterar sin valutarisk att de saknar kunskap kring metoder och strategier för att hantera denna risk. Andra anger tid/personal som vanliga skäl till att inte jobba med valutasäkring. Av de tillfrågade företagen var det en klar majoritet som ansåg att ekonomiska resurser inte var ett hinder för valutasäkring. Vad som dock är värt att lyfta fram i samband med denna fråga är att mer än en fjärdedel av alla tillfrågade företag anger att de är osäkra på vilka kostnader som är förenade med hantering av valutarisk.

5. RESULTAT OCH DISKUSSION

I denna del diskuterar författarna sina egna tolkningar av resultaten. Samtidigt presenteras resultaten ingående för att skapa en bra förståelse.

5.1 DE STATISTISKA TESTERNA

Med den insamlade datan kunde inte en statistiskt signifikant skillnad i volatilitet mellan företag som hanterade valutarisk kontra de som inte gjorde det påvisas. Varken volatiliteten i rörelseresultat, omsättning, resultat efter finansiella poster eller årets resultat visade någon signifikant skillnad mellan grupperna. Normaliseringen av nyckeltalen skedde både efter antal anställda och genomsnittsomsättning men inga statistiska slutsatser kunde dras från någon av dessa. Detta berodde på att standardfelen i datan var stor vilket i sin tur berodde på att vissa företag i undersökningen uppvisade väldigt volatila data som skapade stora standardfel. Ett exempel på detta kan vara ett företag som ett år har ett resultat efter finansiella poster om 10 milj SEK och året efter 200 milj SEK. Detta ger enorma svängningar i datan vilket i sin tur skapar stora standardfel i t-testerna. Det är oklart huruvida en större datamängd skulle ge lägre standardfel. Detta eftersom det fortfarande skulle finnas en viss andel bolag med så stora variationer i nyckeltalen att det skulle bli svårt att erhålla signifikanta resultat.

5.1.1 GENOMSNIITTSVOLATILITET

Mer intressanta resultat kan ses i genomsnittsvolatiliteten hos de båda grupperna; dessa skiljer sig åt och visar att genomsnittet är, förutom i omsättningen, lägre för gruppen som säkrar sina valutarisker. Detta anser vi vara ett intressant resultat som kan tyda på att volatiliteten eventuellt är högre för företag som väljer att inte säkra sina valutarisker. Skillnaden i medelvärde mellan grupperna är inte statistiskt säkerställt men eftersom datan ser ut som den gör väljer vi att även dra slutsatser från medelvärdet. Problemet med höga standardfel är något vi tidigt insåg skulle kunna komma bli betydande. Detta problem uppkommer eftersom företag har stora möjligheter att påverka sin resultaträkning vilket gör det komplicerat att använda resultaträkningens innehåll som proxy för företagets värde.

5.2 OMSÄTTNING OCH HANDEL MED UTLANDET

61 % av företagen uppger att deras utlandshandel utgör minst 25 % av deras totala omsättning och resterande företag uppger att deras utlandshandel understiger 25 %.

Redan här skulle en trend kring rationellt tänkande kunna uppfattas: de som hanterar sin valutarisk är också de som faktiskt har den största exponeringen och det största behovet av att säkra sin risk. De 39 % av företagen med utlandshandel som understiger 25 % av företagets omsättning har en relativt liten exponering mot utländsk valuta; de känner kanske att det inte är värt besväret att hantera sin valutarisk.

Vidare anses Sverige vara ett litet öppet land och därför är många svenska företag i relativt stor utsträckning exponerade mot volatilitet i valutakurser. Jong et al (2006) menar exempelvis att företag i Nederländerna har en stor exponering av samma anledning. Denna stora exponering, tillsammans med att Sverige är nettoexportör, gör att Sverige generellt tjänar på en försvagning av den svenska kronan. Detta gör våra exportprodukter billigare för utlandet och därmed att handel med Sverige blir mer attraktivt. Företagen i vår undersökning är väl exponerade mot utländsk valuta vilket gör att svängningar i den svenska kronan gentemot andra valutor påverkar svenska företag, genom deras företagsspecifika risk, på samma sätt som Nederländska bolag påverkades i undersökningen av Jong (2006).

5.3 FÖRETAGS RATIONELLA AGERANDE

Ett resonemang som kan föras är att företagen bör agera rationellt i enlighet med Brickley, Smith & Zimmerman's (2003) teorier. Därmed skulle endast företag som anser sig ha behov av valutasäkring använda sig av det. Företag som inte säkrar sin risk är då de som inte anser sig behöva detta och vice versa. Ett exempel: företag som utsätts för valutarisk skulle välja att säkra denna och därmed undkomma volatiliteten från valutafluktuationer i nyckeltalen medan företag som inte utsätts för valutarisker inte skulle ha något att säkra. Eftersom de företag som inte utsätts för valutarisk inte påverkas av volatilitet från valutafluktuationer och de företag som påverkas skulle säkra bort denna risk skulle exemplet resultera i företagsgrupper med liknande volatilitet i sina resultat. Några statistiska slutsatser skulle sannolikt inte kunna dras eftersom företagens rationella agerande gjort att de kommer uppleva ungefär samma volatilitet i sina resultat. I vår undersökning finns sannolikt tendenser likt exemplet ovan. Det går inte att skilja företagsgrupperna åt vilket till viss del kan beror på att företagen agerar rationellt.

Modigliani & Miller's teorem menar att riskhantering kan bli en onödig kostnad för företag ur ett investerarperspektiv. Kostnaden blir onödig för investerare eftersom de i sina portföljer kan diversifiera bort företagsspecifik risk. Därmed tillför riskhantering

endast en extra kostnad för företaget ur en investerares perspektiv. Men för små och medelstora företag behöver detta inte stämma. I dessa företag är det troligt att de personer som äger bolaget även jobbar inom detsamma och kanske till och med har startat företaget. Dessa personer har inte samma möjlighet som en investerare att diversifiera bort den företagsspecifika risken om det är så att de är storägare i bolaget. Därför är det försvarbart att inom små och medelstora företag utöva riskhantering även om det skulle medföra en merkostnad. Ägarna i dessa bolag är givetvis ytterst måna om företagets vinstmaximering och fortlevnad.

5.4 HANTERAR SIN RISK RESPEKTIVE HANTERAR INTE SIN RISK

Denna fråga var den viktigaste i enkätundersökningen då den grupperade företagen utefter deras svar. En liten majoritet, 53 %, svarade att de inte hanterade sin valutarisk. Anmärkningsvärt eftersom det var relativt stora företag, medelomsättningen låg på nästan 148 miljoner årligen, som deltog och många hade procentuellt stora exponeringar mot utlandet. Faktumet att fler företag inte säkrar sin risk skulle kunna tyda på att de agerar rationellt precis som tidigare nämnts; de som känner att de behöver säkra sin risk gör det medan andra låter bli. Det kan också betyda att det finns en okunskap bland landets små och medelstora företag om vilka risker som förknippas med utlandshandel samt hur företag kan gå tillväga för att hantera dessa risker på bästa sätt. Alternativt är valutariskhantering underordnad någon eller några andra prioriteter.

5.4.1 FÖRETAGEN SOM HANTERAR SIN RISK

Det visade sig att 95 % av företagen använde sig av terminer för att säkra sina valutaflöden. Detta var inte speciellt oväntat då terminer inte kostar något att ingå och de blir således det billigaste alternativet för företagen. Dessa resultat stämmer överens med rådande teorier kring valutasäkring. Med terminer kan företag också relativt enkelt säkra sig mot transaction exposure som är den mest uppenbara valutarisken i ett företag. Translation- och operating exposure är desto svårare att definiera och därmed svårare att säkra.

Att 61 % av företagen rådgör med en utomstående rådgivare, exempelvis en bank, innan de genomför en valutasäkring kan främst tyda på att många av företagen saknar kunskapen för att hantera sin valutarisk. För att företagen själva ska kunna hantera sin valutarisk krävs personal med kunskap inom valutariskhantering. Dessa kunskaper inhämtas ofta via högre utbildning, exempelvis vid universitet och högskolor, vilket troligen leder till att de personer som arbetar med valutariskhantering kostar mer som

anställda. Detta skulle kunna vara motivation nog för vissa företag att faktiskt lyfta över ansvaret till en extern aktör istället för att anställa själva. Finns inte kompetensen i bolaget blir det sannolikt mycket billigare att använda sig av en extern aktör vid valutasäkring.

5.4.2 FÖRETAGEN SOM INTE HANTERAR SIN VALUTARISK

Denna grupp är den mest intressanta då den representerar den företagsgrupp som inte hanterar sin valutarisk och som därmed utgör de 73 % av företagen i Ingela Hemmings undersökning som tidigare nämnts. Vi vill försöka förstå varför det är så vanligt att svenska små- och medelstora företag inte hanterar sin valutarisk.

Uppsatsens undersökning visade att det var 53 % som inte hanterade sin risk. Andelen är lägre än i exempelvis Ingela Hemmings undersökning från 2012, men trots det är det mer än hälften av bolagen som inte valutasäkrar. På frågan om de upplever att det saknas tid/personal för att arbeta med valutarisk svarar mer än en fjärdedel att de upplever en brist på tid/personal. Dock är tid/personal inte ett lika stort problem för företagen som bristen på kunskap är. Nästan 40 % av respondenterna säger sig sakna kunskap om valutariskhantering vilket ligger i linje med att så många av de som hanterar sin risk väljer att göra detta tillsammans med exempelvis en bank eller liknande finansinstitut. Att hantera valutarisker kräver kunskaper om olika finansiella instrument såsom till exempel terminer och swappar samt en förståelse för de finansiella marknaderna. Denna undersökning visar att sådan kunskap sällan finns inom små och medelstora bolag.

Ett annat intressant resultat som framkommit är att en fjärdedel av de tillfrågade företagen är osäkra på vilka kostnader som är förenade med valutasäkring. Enligt grundläggande ekonomisk teori är ju exempelvis en termin kostnadsfri att ingå bortsett från en eventuell avgift som en hjälpsande bank skulle ta ut varpå kostnaderna för valutariskhantering bör vara mycket små. Det skulle kunna vara så att kunskapen kring finansiella instrument generellt är låg. Vi tror att dessa instrument ofta uppfattas som komplicerade trots att de egentligen inte är det. Möjligtvis tänker företagen i samma banor som Modigliani & Miller när de säger att riskhantering inom bolaget inte tillför något värde. Istället tror de möjligen att värdet minskar på grund av den tid det tar och därmed den kostnad det medför att hantera sin valutarisk. Även detta resonemang skulle kunna härledas till tidigare diskussion om att företagen agerar rationellt; de som behöver hantera sin valutarisk ser till att kunskapen finns inom företaget, eller via en extern aktör, och de som inte behöver hantera sin risk behöver heller inte söka efter personal som besitter kunskaper inom området.

Många av de som svarat att det ej finns en vilja inom företaget att arbeta med valutasäkring har en relativt jämn ratio mellan import och export som då delvis skulle kunna kvitta ut risken i växelkursförändringar. Vidare verkar större delen av utlandshandeln ske i EUR(jämfört med SEK och USD). Detta gör det självklart lättare att kvitta import mot export eftersom företag kan kvitta import i ett land med export till ett annat. Kvittning fungerar om import och export sker i samma valuta. Andra arbetar med valutakonton och kan då välja när de ska växla sina valutor. Genom detta kan företagen då till viss del styra vid vilken växelkurs detta ska göras. Import/export ratio samt valutakonton skulle kunna vara två anledningar till att dessa företag inte hanterar sina valutarisker eftersom de känner att de har koll på sina valutaflöden utan att använda sig av exempelvis valutaterminer.

Vidare hävdar Hagelin & Pramborg (2006) i sin artikel att sannolikheten för att ett företag hanterar sin valutarisk ökar när storleken på företaget ökar. Eftersom vår undersökning gjorts på små och medelstora företag där anskaffning av kunskap kan tyckas bli en för stor kostnad för vissa kan ett samband med deras undersökning ses. Våra företag är små jämfört med Sveriges storbolag vilket skulle kunna förklara varför så många små och medelstora företag inte hanterar sin valutarisk.

6. SLUTSATS

I slutsatsen sammanfattas resultaten i en kort text för att lyfta fram det viktigaste som framkommit i uppsatsen samt knyta an till frågeställningen.

Uppsatsen kunde inte finna ett statistiskt samband som kan bekräfta att företag som hanterar sin valutarisk har lägre volatilitet i nyckeltalen omsättning, rörelseresultat, resultat efter finansiella poster eller årets resultat jämfört med företag som inte hanterar sin valutarisk. Den enligt CAPM företagsspecifika risken är inte lägre i de företag som hanterar sin valutarisk. Dock visar undersökningen att medelvolatiliteten är lägre för den grupp som hanterar sin risk i tre av fyra variabler. Detta kan inte statistiskt säkerställas men genomsnittet visar att det skulle kunna löna sig att hantera sin valutarisk. Belöningen skulle då bli en lägre volatilitet i ovan nämnda nyckeltal.

Enkätundersökningen visade att 47 % av företagen hanterade sin valutarisk medan 53 % inte gjorde det. Majoriteten av de företag som inte hanterade sin valutarisk svarade att det berodde på att det antingen saknades tid/personal för arbetet eller kunskap kring valutariskhantering varpå vi drar slutsatsen att det är dessa faktorer som huvudsakligen begränsar företag i deras valutariskarbete. Att sannolikheten för att ett företag hanterar sin valutarisk ökar när storleken på företaget ökar är ytterligare en trolig förklaring till att mindre företag inte säkrar sin risk i lika stor utsträckning relativt större företag. Vidare var det en dryg tredjedel som uppgav att de ville hantera sin valutarisk medan övriga var nöjda med nuvarande strategi. Detta skulle kunna styrka diskussionen kring att företagen agerar rationellt och väljer att hantera sin risk endast om de känner att de har behov av att göra det.

6.1 FÖRSLAG PÅ FORTSATTA STUDIER

Vi valde ämnet valutarisk eftersom vi tycker det är ett intressant område där finansiell ekonomi blandas med makroekonomi. Risker förenat med valutor och handel med utlandet är fortfarande ganska outforskat relativt andra risker företag ställs inför och det finns mycket att utforska. Vi skulle gärna om vi haft tillräckligt med tid gjort undersökningen mycket större och skapat undergrupper för att utreda vilka skillnader det kan finnas mellan olika företag, industrier, delar av Sverige etc. Att också kunna dela in företag utefter olika storlek på omsättning och storlek på handel med utlandet skulle varit intressant. En intressant idé skulle vara att undersöka hur företag på bästa skulle säkra sin valutarisk, det skulle då bli väldigt stort eftersom hänsyn måste tas till väldigt många aspekter. Det skulle även vara spännande och intressant att göra en undersökning som mer liknar en djupgående analys av varje enskilt bolag. Detta för att försöka se inte bara om valutaexponering påverkar volatilitet utan också i hur stor utsträckning den gör det.

7. REFERENSLISTA

7.1 BÖCKER

Arvidson, Per., Carrington, Thomas. & Johed, Gustav. (2010). *Den nya affärsredovisningen*. Första upplagan, Liber

Berk, Jonathan., DeMarzo, Peter. (2011). *Corporate Finance*. Andra upplagan, Pearson Education

Bodie, Zvi., Kane, Alex. & Marcus, Alan J. (2011). *Investments and portfolio management*. Nionde upplagan, McGraw Hill Higher Education

Brickley, James A., Smith, Clifford W. & Zimmerman, Jerold L. (2003). *Designing organizations to create value*. Första upplagan, McGraw Hill Higher Education

Dahmström, Karin. (2011). *Från datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*. Femte upplagan, Studentlitteratur Lund

Davidson, Bo. & Patel, Runa. (1994). *Forskningsmetodikens grunder*. Tredje upplagan, Studentlitteratur Lund

Eriksson, Lars Torsten. (2001). *Att utreda, forska och rapportera*. Sjunde upplagan, Liber Ekonomi

Fregert, Klas. & Jonung, Lars. (2010). *Makroekonomi – teori, politik och institutioner*. Tredje upplagan, Studentlitteratur Lund

Grönlund, Anders., Tagesson, Torbjörn. & Öhman, Peter. (2010). *Principbaserad redovisning*. Fjärde upplagan, Studentlitteratur Lund

Holme, Idar Magne. & Solvang Krohn, Bernt. (1997). *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Andra upplagan, Studentlitteratur Lund

Hull, John. (2011) *Options, futures and other derivatives*. Åttonde upplagan, Pearson Education

7.2 ARTIKLAR

Adler, Michael. & Dumas, Bernard. (1980). *The Exposure of Long-Term Foreign Currency Bonds*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 15, No. 4, 973-994

Allayannis, Weston. (2001). *The use of foreign currency derivatives and firm market value*. The Review of Financial Studies, Vol. 14, No. 1, 243-276

Bodnar, Gordon. & Gentry, William. (1993). *Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan, and the USA*. Journal of International Money and Finance, 12, 29-45

Choi, Jongmoo. & Prasad, Anita. (1995). *Exchange Risk Sensitivity and Its Determinants: A Firm and Industry Analysis of U.S. Multinationals*. Financial Management, Vol 24, No.3, 77-88

Hagelin, Niclas. & Pramborg, Bengt. (2005). *Foreign exchange exposure, risk management, and quarterly earnings announcements*. Journal of Multinational Financial Management, 15, 15-30

Hagelin, Niclas. & Pramborg, Bengt. (2006). *Emperical evidence concerning incentives to hedge transaction and translation exposures*. Journal of Multinational Financial Management, 16, 142-159

Heckerman, Donald. (1972). *The exchange Risks of Foreign Operations*. The Journal of Business, Vol. 45, No. 1, 42-48

Jong, Abe. (2006). *A Firm-Specific Analysis of the Exchange-Rate Exposure of Dutch Firms*. Journal of International Financial Management and Accounting, 17:1, 1-28

Jorion, Philippe. (1990). *The Exchange-Rate of U.S. Multinationals*. The Journal of Business, Vol. 63, No. 3, 331-345

Nydahl, Stefan. (1999). *Exchange rate exposure, foreign involvement and currency hedging of firms: some Swedish evidence*. European Financial Management, Vol. 5, No. 2, 241-257

Shapiro, Alan. (1977). *Defining Exchange Risk*. The Journal of Business, Vol. 50, No. 1, 37-39

7.3 ELEKTRONISKA KÄLLOR

Europeiska Unionen. *Definition av mikroföretag, små och medelstora företag*. http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26026_sv.htm 2012-11-07

Företagsdatabasen 121. *Publik information om alla Sveriges bolag*. <http://www.121.nu>

Hemming, Ingela. (2012). *Negativ trend – allt färre småföretag handlar med utlandet*, SEB Merchant Banking. http://www.seb.se/pow/wcp/filedownload.asp?file=DUID_0B475F0EF9CB92D1C1257A600020A02D_Q32012_utland.pdf

Näringslivets Ekonomifakta. (2012). *Export och import över tid* <http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Utrikeshandel/Export-och-import-over-tid/> 2012-12-12

Näringslivets Ekonomifakta (2012) *Växelkursutveckling* <http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/Vaxelkursutveckling/> 2012-12-02

Retreiver Företagsdatabas via Libhub, Licensierad av Lunds Universitet