

Examensarbete i företagsekonomi

Civilekonomprogrammet

Transaktionsexponerade kassaflöden

- En kvalitativ studie om hur styrdokument reglerar den praktiska hanteringen av transaktionsexponerade kassaflöden

Cecilia Abring
Madeleine Eriksson

Handledare: Göran Hägg



Vårterminen 2015
ISRN-nr LIU-IEI-FIL-A--15/01948--SE
Institutionen för ekonomisk och industriell utveckling
Linköpings universitet

Titel:

Transaktionsexponerade kassaflöden - En kvalitativ studie om hur styrdokument reglerar den praktiska hanteringen av transaktionsexponerade kassaflöden

English title:

Transaction exposure - A qualitative study of how policy documents regulating the practical management of foreign currency cash flows

Författare:

Cecilia Abring och Madeleine Eriksson

Handledare:

Göran Hägg

Publikationstyp:

Examensarbete i företagsekonomi

Civilekonomprogrammet

Avancerad nivå, 30 högskolepoäng

Vårterminen 2015

ISRN-nummer: LIU-IEI-FIL-A--15/01948--SE

Linköpings universitet
Institutionen för ekonomisk och industriell utveckling (IEI)
www.liu.se

Sammanfattning

Författare: Cecilia Abring och Madeleine Eriksson

Handledare: Göran Hägg

Bakgrund: I och med en ökad internationell handel har det blivit allt viktigare med en adekvat hantering av transaktionsexponering. Valutor är förknippade med olika risker och ger således upphov till skild transaktionsexponering, vid handel med utlandet. Tidigare forskning förordar att hantering av transaktionsexponering regleras via styrdokument, och vi har identifierat en avsaknad av forskning kring hur svenska företags styrdokument är utformade.

Problemformulering: I vilken utsträckning kongruerar tidigare forskning med hur svenska företag har utformat styrdokument för hantering av transaktionsexponering i olika valutor?

Syfte: Syftet med studien är att, i relation till vad tidigare forskning förespråkar, undersöka och analysera hur styrdokument för hantering av transaktionsexponering är utformat i företag. Studien syftar även till att analysera skiljaktigheter i styrdokumentet för transaktionsexponering i olika valutor, samt vilka faktorer som ger upphov till eventuella avvikelser.

Slutsatser: Studiens resultat tyder på en tydlig kongruens mellan tidigare forskning och etablerade tillvägagångssätt för hur styrdokument för hantering av transaktionsexponering är utformat i svenska företag. Styrdokumentet är övergripande i sin utformning; reglerar strategin för riskhantering men inte tillvägagångssättet för hanteringen. Styrdokumentet reglerar inga skillnader för hur transaktionsexponering i olika valutor ska hanteras, trots att den faktiska hanteringen uppvisar markanta skillnader. Upphov till olik hantering ger: faktorer relaterade till valutamarknadens egenskaper, företagsspecifika faktorer och andra påverkande omvärldsfaktorer.

Kunskapsbidrag: Studien bidrar till en ökad förståelse och tydligare nyansering av hur svenska företag styr hantering av transaktionsexponering, utifrån ett företagsperspektiv. Vidare ämnar studien föranleda intresse för hur företag reglerar hantering av transaktionsexponering i olika valutor, och av vilken bevekelsegrund.

Nyckelord: Transaktionsexponering, riskhantering, hedging, verksamhetsstyrning, styrdokument, utländska kassaflöden, derivatinstrument, svenska företag.

Abstract

Authors: Cecilia Abring and Madeleine Eriksson

Supervisor: Göran Hägg

Background: As a result of increased international trading, adequate management of transaction exposure has become more important. Foreign currency cash flows are associated with different risks and thus give cause to distinct transaction exposure with overseas trading. Previous research advocates that management of transaction exposure is controlled through policy documents and we have identified a lack of research in how policy documents of Swedish firms are designed.

Problem: To what extent is previous research agreeing with how Swedish firms have developed policy documents for managing transaction exposure of different foreign currency cash flows?

Aim: The aim of the study is, compared to what previous research advocates, to examine and analyze how policy documents for managing transaction exposure are designed within the Swedish firms. The study also aims to analyze the differences in the policy document for the transaction exposure in different foreign currency cash flows, as well as the factors that give reasons to possible deviations.

Conclusions: The findings of the study indicate a clear congruence between previous research and established practices of how policy documents for managing transaction exposure are designed in Swedish firms. Policy documents are comprehensive in their design; regulate the risk management strategy but not the management procedures. Even though the actual management of transaction exposure of different foreign currency cash flows indicates significant discrepancies, the policy document doesn't regulate any of them. Giving reason for a different management are: factors related to the foreign exchange market characteristics, company-specific factors and other influencing market factors.

Contribution: The study contributes to a better understanding and clearer differentiation of how Swedish firms control the management of transaction exposure, from a business perspective. Moreover, the study intends to give rise to the interest in how and on which grounds companies differently control the management of transaction exposure of different foreign currency cash flows.

Keywords: Transaction exposure, risk management, hedging, management control, policy document, foreign currency cash flows, derivatives, Swedish firms.

Förord

Studien utgör ett examensarbete för civilekonomprogrammet omfattande 30 högskolepoäng och skrevs under vårterminen 2015 vid Linköpings universitet.

Vi riktar ett stort tack till vår handledare, Göran Hägg, som bidragit med konstruktiv kritik och kloka tankar under uppsatsens framväxt. Vi tackar de informanter som ställt upp på intervjuer och möjliggjort studiens empiriska insamling. Vi vill även tacka vår seminariegrupp och andra studenter som löpande kommit med förslag och nya infallsvinklar, vilka berikat vår studie.

Tack!

Linköping, 25 maj 2015

Cecilia Abring och Madeleine Eriksson

Innehållsförteckning

1	INLEDNING	1
1.1	BAKGRUND.....	1
1.2	PROBLEMATISERING	2
1.3	PROBLEMFÖRMULERING	3
1.4	SYFTE	3
1.5	FORSKNINGSFRÅGOR	3
1.6	METOD OCH GENOMFÖRANDE	4
1.7	AVGRÄNSNINGAR	4
1.8	KUNSKAPSBIDRAG.....	5
1.9	DISPOSITION	5
2	REFERENSRAM	7
2.1	VALUTAMARKNADEN I KORTHET.....	7
2.2	HEDGING MED VALUTATERMINER	8
2.3	TRANSAKTIONSEXPONERING HISTORISKT	9
2.4	FAKTORER SOM BIDRAR TILL TRANSAKTIONSEXPONERING.....	10
2.5	FAKTORER SOM BIDRAR TILL HEDGING AV TRANSAKTIONSEXPONERING	11
2.6	SYFTET BAKOM NYTTJANDE AV DERIVAT	11
2.7	SVENSKA FÖRETAG HAR STÖRRE TRANSAKTIONSEXPONERING	12
2.8	FINANSKRISENS PÅVERKAN PÅ VALUTAMARKNADEN	13
2.8.1	<i>IAS 39 och IFRS 9</i>	13
2.8.2	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>	14
2.9	VALUTAMARKNADEN I TILLVÄXTLÄNDER	15
2.10	EFFEKTIV RISKHANTERING	15
2.10.1	<i>Utgå från företagets enskilda egenskaper</i>	16
2.10.2	<i>Styrdokument</i>	17
2.10.3	<i>Företags organisationsstruktur</i>	19
2.10.4	<i>Personlig inverkan</i>	20
2.11	ENTERPRISE RISK MANAGEMENT	20
3	METOD	23
3.1	VAL AV ÄMNESOMRÅDE	23
3.2	VAL AV METOD.....	23
3.3	TILLVÄGAGÅNGSSÄTT FÖR LITTERATURGENOMGÅNG	24
3.4	INTERVJUER.....	25
3.4.1	<i>Genomförande</i>	26
3.4.2	<i>Intervjuguide</i>	27
3.5	URVAL.....	27
3.6	BEARBETNING OCH ANALYS AV EMPIRI	28

3.7	UTVÄRDERING AV STUDIENS TILLVÄGAGÅNGSSÄTT.....	29
3.7.1	<i>Validitet</i>	29
3.7.2	<i>Reliabilitet</i>	29
3.7.3	<i>Generalisering</i>	30
3.7.4	<i>Transparens</i>	30
3.8	ETISK REFLEKTION.....	31
3.9	KRITIK.....	31
3.9.1	<i>Källkritik</i>	31
3.9.2	<i>Metodkritik</i>	32
4	EMPIRI	33
4.1	PRESENTATION AV INFORMANTER.....	33
4.2	HANTERING AV TRANSAKTIONSEXPONERING.....	33
4.2.1	<i>Projekt- eller prognossäkring</i>	34
4.2.2	<i>Dotterbolags hantering av transaktionsexponering</i>	36
4.2.3	<i>Undantag för företag som normalt inte hedgar</i>	37
4.2.4	<i>Val av derivatinstrument</i>	37
4.2.5	<i>Minimera exponering</i>	38
4.2.6	<i>Behålla exponering</i>	39
4.3	OLIKA HANTERING BEROENDE PÅ LAND ELLER VALUTA.....	40
4.3.1	<i>Länder med valutarestriktioner</i>	41
4.3.2	<i>Länder med mindre fungerade valutamarknad</i>	42
4.3.3	<i>Länder med olika sedvana</i>	43
4.3.4	<i>BRICS</i>	43
4.4	REGLERING FÖR TRANSAKTIONSEXPONERING.....	45
4.4.1	<i>Regleringens detaljrikedom</i>	45
4.4.2	<i>Reglering för dotterbolag</i>	46
4.4.3	<i>Motiv till reglering</i>	47
4.4.4	<i>Faktorer som påverkar styrdokumentens utformning</i>	48
4.4.5	<i>Påverkan av informell praxis</i>	48
4.4.6	<i>Styrdokumentets mandatfördelning</i>	49
4.4.7	<i>Reglering av transaktionsexponering i olika valutor</i>	50
4.5	FÖRÄNDRINGAR AV STYRDOKUMENT.....	50
4.5.1	<i>Vem deltar i förändringsprocessen?</i>	52
5	ANALYS OCH DISKUSSION	53
5.1	STYRDOKUMENT FÖR TRANSAKTIONSEXPONERING.....	53
5.1.1	<i>Motiv till styrdokument</i>	54
5.2	STYRDOKUMENTETS UTFORMNING.....	54
5.2.1	<i>Ett övergripande styrdokument</i>	54
5.2.2	<i>Detaljnivå</i>	55

5.2.3	<i>Mandatfördelning</i>	56
5.2.4	<i>Förändringar i styrdokument</i>	56
5.3	ÖVERGRIPANDE HANTERING AV TRANSAKTIONSEXPONERING	57
5.4	HANTERING ENLIGT MODELLER	58
5.5	FAKTORER SOM INVERKAR PÅ UTFORMNING AV STYRDOKUMENT	60
5.6	FAKTORER SOM BIDRAR TILL OLIKA HANTERING AV VALUTOR	61
5.6.1	<i>Olika marknadssituationer</i>	62
5.6.2	<i>Företagsspecifika faktorer</i>	63
5.6.3	<i>Externa regleringar</i>	65
6	SLUTSATSER	67
6.1	HUR REGLERAR FÖRETAG HANTERING AV TRANSAKTIONSEXPONERING MED HJÄLP AV STYRDOKUMENT?.....	67
6.2	FRAMSTÅR FÖRETAGS UTFORMNING AV STYRDOKUMENT SOM ÄNDAMÅLSENLIG I JÄMFÖRELSE MED VAD FORSKNING FÖRESPRÅKAR?.....	67
6.3	VILKA FAKTORER GER UPPHOV TILL EVENTUELL AVVIKANDE REGLERING AV TRANSAKTIONSEXPONERING I OLIKA VALUTOR?.....	68
6.4	PROBLEMFÖRMULERING	69
6.5	FORTSATT FORSKNING	70
	LITTERATURFÖRTECKNING	71
	BILAGA 1	
	BILAGA 2	
	BILAGA 3	

1 Inledning

I detta kapitel skapas en övergripande förståelse av studien. Studiens bakgrund, problematisering, syfte, frågeställningar, avgränsningar samt kunskapsbidrag kommer att redogöras, metod och genomförande introduceras och avslutningsvis presenteras en disposition av kommande kapitel.

1.1 Bakgrund

Finansmarknaden karakteriseras av turbulens och många valutor är volatila (Buttonwood, 2015a). Buttonwood (2015a) argumenterar, i en artikel i *The Economist*, för varför volatiliteten i valutor har ökat under det senaste året. Buttonwood (2015a) menar att det finns två stora bidragande faktorer:

- Europeiska Centralbanken och the Bank of Japan har infört kvantitativa lättnader för att stimulera ekonomin samtidigt som the Federal Reserv inte gör det, konsekvensen blir en starkare amerikansk dollar och svagare euro och japanska yen.
- Sjunkande råvarupriser leder till lägre inflationstakt och svagare ekonomi, speciellt för råvaruproducerande länder, konsekvensen är att centralbanker har sänkt räntorna.

De penningpolitiska åtgärderna leder i sin tur till att företag med stor andel utländsk handel får bära betydande valutarisker och får det problematiskt att förutspå framtida intäkter och kostnader (Allayannis & Ofek, 2001). När ett kassaflöde är reglerat i en annan valuta än företagets redovisningsvaluta är det utsatt för transaktionsexponering (Allayannis & Ofek, 2001). Det är fluktuationer i växelkursen mellan de två valutorna som skapar transaktionsrisk: *”Higher currency volatility will increase both the riskiness and the cost of crossborder transactions, whether it is trade in goods or capital flows”* (Woo, via Buttonwood, 2015b).

Beträffande en ökad internationell handel har det blivit allt viktigare med en adekvat hantering av transaktionsexponering (Eun, Resnick & Sabherwal, 2012). Äldre forskning från bland annat Mathur och Knowles (1985) talar för att kostnaderna för transaktionsexponering kan reduceras vid implementering av styrdokument. Mathur och Knowles (1985) menar att det är viktigt för företaget att utforma och applicera en

övergripande verksamhetsstyrning¹ av transaktionsexponering för att kunna kartlägga, hantera och följa upp dem på ett effektivt sätt.

1.2 Problematisering

En vida nyttjad teknik bland företag för att aktivt hantera transaktionsexponering är att ingå derivatpositioner, vilka medför att osäkerheten i de utländska kassaflödena helt eller delvis elimineras (Hull, 2015). Vid handel på derivatmarknaden uppkommer alltid kostnader och företagen ställs inför en svår avvägning med avseende på hur högt de värderar hedgingen (Shapiro, 2005). De tvingas besluta om det finns en övre gräns för vad de är villiga att betala för att säkra ett flöde, eller om det i vissa fall är bättre att låta det transaktionsexponerade kassaflödet vara ohedgat (Shapiro, 2005).

Valutafluktuationer är generellt sett störst i valutor tillhörande tillväxtländer och påverkas av en rad olika makrofaktorer, bland annat av en hög inflationstakt (Devereux, Lane & Xu, 2006). Mallick och Sousa (2012) har genomfört en studie om hur tillväxtländers ekonomi påverkas av förändringar i penningpolitik och råvaruprisfluktuationer. De menar att resultaten var extra tydliga efter finanskrisen 2008-2009 då tillväxtländernas råvarupriser justerades markant. Vidare kommer Mallick och Sousa (2012) fram till att oroligheter och reformer av makroekonomiska faktorer leder till att en valuta blir volatil. Att diskussionen uppkommit tyder på att den stora volatiliteten är problematisk. Även historiska spot-kurser visar att tillväxtmarknaders valutor är mer volatila i relation till svenska kronor (SEK), än större och mer handlade valutor som amerikanska dollar (USD), euro (EUR) och brittiska pund (GBP) (se *Bilaga 1*).

För att långsiktigt reducera hedgingkostnader, och andra kostnader kopplade till transaktionsexponering, bör företag utforma en strategisk plan för riskhantering (Gibbons, 2010). Det krävs tydliga mål för att företaget ska uppnå en framgångsrik hedging där alla involverade i riskhanteringen vet hur de ska agera (Shapiro, 2005). Vidare lyfter Shapiro (2005) fram att många företag dock har fastställda mål, men att målen i många fall är så vagt formulerade att de orsakar otydlighet och förvirring istället för klarhet. Simons (2000) menar att en effektiv verksamhetsstyrning är en kritisk framgångsfaktor för att uppnå målen med riskhantering. Det är inte möjligt att leva upp till målen för riskhantering utan: (i) tydliga styrmedel vilka reglerar strategins inverkan på den praktiska hanteringen; (ii) en detaljerad beskrivning av önskade åtgärder; (iii) en

¹Med verksamhetsstyrning avser vi de åtgärder som ledningen använder på olika nivåer i företaget för att uppnå ett specifikt mål.

behandling av möjliga oförutsedda händelser (Merchant, 2012). Langenhan, Leka och Jain (2013) menar att någon form av styrdokument är att föredra för att öka transparensen i företaget. Hakkarainen, Joseph, Kasanen och Puttonen (1998) hävdar att hedgingpolicy är ett användbart styrmedel för beslutsfattning kring hantering av transaktionsexponering. Genom att implementera hedgingpolicy kan effektivare hedgingbeslut fattas samt mål uppfyllas på ett mer adekvat sätt (Hakkarainen m.fl., 1998).

Acharyya och Brady (2014) lyfter fram en avsaknad av subjektiva variabler, förknippade med mänsklig intervention, i riskhanteringen. De menar att forskning i större utsträckning behandlar konsekvenser av risk än de faktorer som ger upphov till risken. Genom att inkorporera subjektiva mål för riskhantering i styrdokumentet kan de totala transaktionsriskerna klarläggas och i förlängningen även hanteras på ett mer komplett sätt (Acharyya & Brady, 2014).

Tidigare forskning beträffande hantering av transaktionsexponering i svenska företag är inte fullständig (se till exempel Alkebäck & Hagelin, 1999), i synnerhet identifierar vi ett ökat behov av en kvalitativ aspekt. Vi ser en nytta med att integrera tidigare forskning inom finansiell ekonomi med ett styrningsperspektiv för att skapa en mer nyanserad bild av hantering av transaktionsexponering i ett företag. Extra intressant är att undersöka verksamhetsstyrningen för hantering av transaktionsexponering förenat med handel i olika valutor, då vissa valutor är förknippade med högre volatilitet och större ovisshet.

1.3 Problemformulering

I vilken utsträckning kongruerar tidigare forskning med hur svenska företag har utformat styrdokument för hantering av transaktionsexponering i olika valutor?

1.4 Syfte

Syftet med studien är att, i relation till vad tidigare forskning förespråkar, undersöka och analysera hur styrdokument för hantering av transaktionsexponering är utformat i företag. Studien syftar även till att analysera skiljaktigheter i styrdokumentet för transaktionsexponering i olika valutor, samt vilka faktorer som ger upphov till eventuella avvikelser.

1.5 Forskningsfrågor

Studiens syfte uppnås genom att utgå från följande forskningsfrågor:

- Hur reglerar företag hantering av transaktionsexponering med hjälp av styrdokument?
- Framstår företags utformning av styrdokument som ändamålsenlig i jämförelse med vad forskning förespråkar?
- Vilka faktorer ger upphov till eventuell avvikande reglering av transaktionsexponering i olika valutor?

1.6 Metod och genomförande

Studiens referensram sammanställs efter ingående litteratursökning av de två centrala ämnesområdena; transaktionsexponering och styrdokument. Referensramen ligger till grund för studiens syfte, metodval, empiriinsamling och nyttjas genomgående i analys och diskussion. Studien genomförs med en kvalitativ metod och empiriinsamlingen sker med hjälp av semi-strukturerade intervjuer. Vid intervjutillfällena utgår vi från en väl genomarbetad intervjuguide (se *Bilaga 2*) med ambitionen att erhålla jämförbara svar och öka möjligheten att dra generella slutsatser utifrån det insamlade materialet. Empirin presenteras i stor utsträckning efter dispositionen i intervjuguiden och analyseras samt diskuteras, genom applicering av referensramen. Analys och slutsatser sammanställs utifrån studiens forskningsfrågor.

1.7 Avgränsningar

För att undersöka hur företag hanterar transaktionsexponering ur ett svenskt perspektiv har studien avgränsats till företag med huvudkontor i Sverige och SEK som redovisningsvaluta. Företagen representerar större tillverkningsföretag med stor andel export då transaktionsexponering utgör en större och mer betydande risk för dessa företag. Studien avgränsas till att endast inkludera företag vilka har en betydande handel med minst ett land inom BRICS². Detta för att säkerställa att företaget handlar med minst en exotisk valuta och skapa möjligheter att urskilja eventuella skillnader i processen för hantering av olika valutor. Vi anser att denna avgränsning ökar möjligheterna för att uppnå studiens syfte och medför ett bra utgångsläge för en bredd i det empiriska materialet.

²BRICS är en initialförkortning på länderna Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika. Länderna bedöms vara stora och snabbväxande ekonomier som dessutom anses ha ett ökande globalt inflytande (Nationalencyklopedin).

1.8 Kunskapsbidrag

Vi har identifierat att företagsinterna regleringar av hantering av transaktionsexponering är ett relativt outforskat område. Vi anser att tidigare forskning inom området saknar ett styrningsperspektiv och att studien kan bidra till en ökad förståelse. En stor del av tidigare studier har genomförts med en kvantitativ metod och vi hoppas genom vår kvalitativa metod kunna bidra med en djupare kunskap för hur hanteringen styrs utifrån företagets eget perspektiv.

Majoriteten av tidigare liknande studier utgår från ett amerikanskt perspektiv. Vi ämnar att utifrån en svensk kontext bidra med förståelse för hur företag, med en stor andel utländsk försäljning, reglerar hanteringen av transaktionsexponering. Vi har förhoppningar om att studien kommer bidra med en djupare insyn i hur verksamhetsstyrning av hanteringen påverkar det praktiska arbetet. Därmed hoppas vi att studien kan bidra till att fylla en del av det forskningsgap vi urskilt.

1.9 Disposition

Nedan presenteras en kortare beskrivning av vad kommande kapitel behandlar:

- Kapitel 2 *Referensram* presenterar tidigare forskning och teorier om transaktions-exponering och styrdokuments utformning för hantering av transaktions-exponering.
- Kapitel 3 *Metod* ger en helhetsbeskrivning och utvärdering av studiens metodval och tillvägagångssätt.
- Kapitel 4 *Empiri* redogör det insamlade materialet.
- Kapitel 5 *Analys och Diskussion* analyserar och diskuterar empirin med hjälp av referensramen.
- Kapitel 6 *Slutsatser* presenterar slutsatser och förslag till vidare forskning.

2 Referensram

Kapitlet inleds med en presentation av teorier och tidigare forskning inom finansiell riskhantering och hedging, för att sedan övergå till att behandla riskhantering ur ett styrningsperspektiv.

2.1 Valutamarknaden i korthet

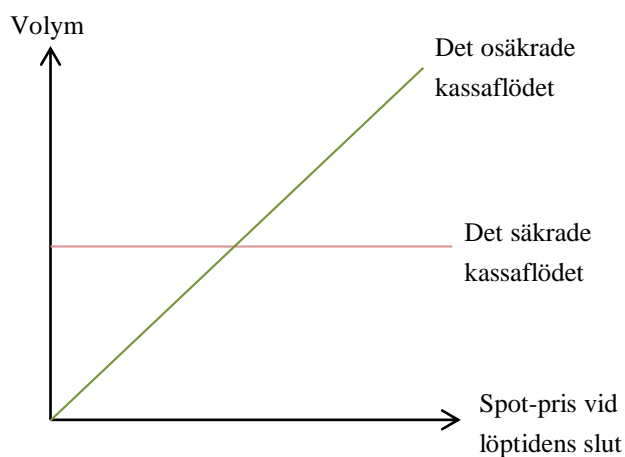
All handel på valutamarknaden är förknippad med kostnader (Shapiro, 2005). De kostnader som åsyftas är framför allt transaktionskostnader, vilka uppstår i samband med att ett avtal ingås och ett kassaflöde förflyttas (Shapiro, 2005). Andra kostnader kan härledas från att kassaflödet vid förflyttning är utsatt för transaktionsexponering. När företag aktivt försöker skydda sig mot transaktionsexponering uppkommer kostnader i form av hedging- eller säkringskostnader (Hull, 2015). Shapiro (2005) argumenterar för att dessa kostnader bör ses som en form av försäkringspremie från företagets sida, där de skyddar sig mot transaktionsexponering genom att ta en position i ett finansiellt derivatinstrument.

En välkänd teori om hur valutor prissätts är *Asset Market Model of Exchange Rates*. Shapiro (2005) förklarar att modellen utgår från totalt utbud och efterfrågan, på varor och tjänster mellan två länder, för att skapa ett jämviktspris och en växelkurs (även kallad spot-kurs). Förväntningar om framtida utbud och efterfrågan på varor och tjänster i länderna skapar i sin tur förväntningar och uppskattningar om den framtida spot-kursen (Shapiro, 2005). Det förväntade framtida spot-priset utgör ett terminspris. Shapiro (2005) menar att utbud och efterfrågan påverkas av inflation, räntor, ekonomisk tillväxt samt av politiska och ekonomiska risker. Ju osäkrare dessa penningpolitiska faktorer är, desto mer kommer valutan fluktuera och terminspriset att stiga (Shapiro, 2005).

Finansiella derivatinstrument, i form av valutaterminer, prissätts genom ett köp- och ett säljpris, differensen mellan priserna utgörs av en bid-ask spread (Shapiro, 2005). Mer handlade valutor, mer likvida, kännetecknas av mindre bid-ask spread och är billigare att hedga, samtidigt som en större spread är förknippat med mer volatila valutor (Shapiro, 2005). Shapiro (2005) menar att spreaden generellt sett är större för terminspriser än för spot-priser då den första är förknippad med en större osäkerhet och därför blir dyrare. Ju mindre chans det finns att förutspå det framtida spot-priset mellan två valutor desto större blir spreaden. Shapiro (2005) menar att terminsmarknaden expanderar på tillväxtmarknader, men att den fortfarande karakteriseras av en låg likviditet vilket gör att spreadarna blir stora och kostnaderna höga.

2.2 Hedging med valutaterminer

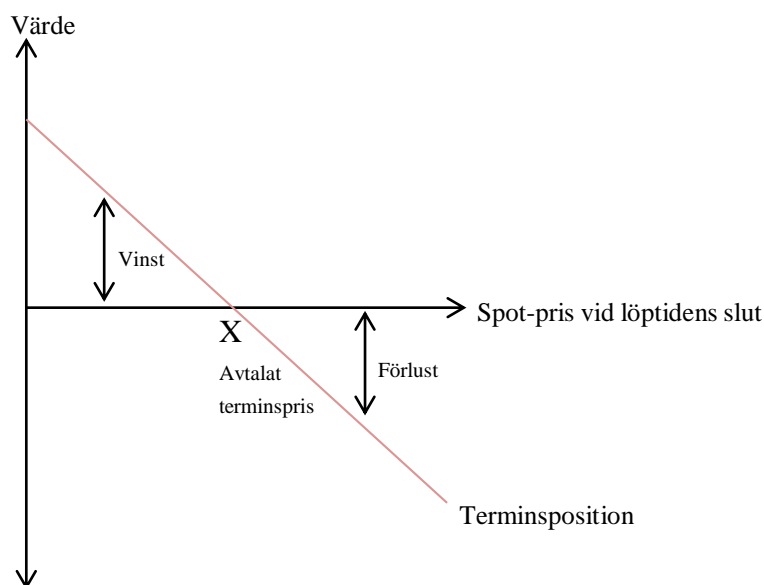
Att hedga med valutaterminer skyddar företaget mot transaktionsexponering, genom att eliminera fluktuationer och osäkerhet i ett framtida kassaflöde i en utländsk valuta (Shapiro, 2005). Nackdelen är att företaget också förlorar chansen att tjäna pengar vid ett gynnsamt marknadsläge då terminsmarknaden är ett nollsummespel och det alltid finns en part som tjänar (förlorar) motsvarande vad den andre förlorar (tjänar) (Bodie, Kane & Marcus, 2014). Shapiro (2005) uttrycker att hedging går ut på att: ”*Establishing an offsetting currency position so that whatever is lost or gained on the currency exposure is exactly offset by a corresponding foreign exchange gain or loss on the currency hedge*” (Shapiro, 2005, s.251). Han menar att hedgingpositionen, valutaterminen, innebär att du låser in en växelkurs, att all osäkerhet elimineras, både på gott och ont. Detta illustreras i figur 2:1 *Diagram över ett kassaflödes volym med eller utan motsvarande terminsposition*, där linjen för det säkrade kassaflödet visar samma volym oavsett framtida spotpris medan volymen för det osäkrade kassaflödet beror på framtida spotpris (Eun m.fl, 2012).



Figur 2:1 Diagram över ett kassaflödes volym med eller utan motsvarande terminsposition. Egen bearbetning Eun, Resnick och Sabherwal (2012).

Eun m.fl. (2012) visar att företaget antingen vinner eller tjänar på valutaterminen (se figur 2:2 *Diagram över vinst eller förlust med terminsposition*), men att det inte går att veta förrän i efterhand. Även Shapiro (2005) menar att hedgingens sanna kostnad inte går att beräkna på förhand, utan företaget måste veta vad den riktiga spot-kursen skulle varit om de ej ingått terminspositionen och låst in ett framtida terminspris. Värdet på terminen bestäms av differensen mellan terminspriset och det faktiska spot-priset vid löptidens slut. Om du innehar en kort position (vilket figur 2:2 *Diagram över vinst eller förlust med terminsposition* illustrerar) förbinder du dig till att sälja ett flöde till det avtalade terminspriset och tjänar på positionen om terminspriset är högre än spot-priset, det vill

säga att du befinner dig till vänster om X i figuren (Hull, 2015). Om spot-priset vid löptidens slut istället är högre än det avtalade terminspriset (till höger om X i figuren) innebär positionen en förlust och du säljer ditt flöde till ett lägre pris än vad du skulle gjort utan positionen (Hull, 2015).



Figur 2:2 Diagram över vinst eller förlust med terminsposition. Egen bearbetning av Eun, Resnick och Sabherwal (2012).

2.3 Transaktionsexponering historiskt

Dufey och Srinivasulu (1983) argumenterade på 80-talet för att företag inte behöver hedga; *“Foreign exchange risk does not exist; even if it exists, it need not be hedged: even if it is to be hedged, corporations need not hedge it”* (Dufey & Srinivasulu, 1983, s. 54). Deras slutsats är i linje med den teori som Modigliani och Millers (1958) forskning grundade på 60-talet. Modigliani och Miller (1958) utformade teorin om att ett företags val av finansiering, vid en investering, inte påverkar investeringens kapitalkostnad eller lönsamhet, samt att företagets totala finansieringsstruktur inte påverkar dess företagsvärde. Utifrån detta och med hjälp av andra erkända teorier; *The Purchasing Power Parity, The Capital Asset Pricing Model, The Concept of Self-insurance, The Efficient Market Hypothesis, Hedging of Consumption Bundle* samt *The Uncertainty of Forward Rates and Spot Rates* kom Dufey och Srinivasulu (1983) fram till att företag i slutänden inte tjänar på att hedga.

Under 90-talet blev de klassiska teorierna successivt alltmer ifrågasatta vilket resulterade i en ny inriktning inom forskningen, forskare arbetade med att fastställa att en ökad valutaexponering medför lägre företagsvärde. Bodnar och Gentry (1993) genomförde en

landsöverskridande studie där de undersökte valutaexponering för olika branscher med hjälp av företag från USA, Kanada och Japan. De konstaterade att mellan 20 och 35 procent av branscherna var exponerade mot valutakursfluktuationer och att detta resulterade i en lägre aktieavkastning. Rivera och Milani (2011) argumenterar för att det finns två sätt att hantera valutaexponeringar, antingen genom en naturlig hedge eller med hjälp av valutaderivat. De menar att den naturliga hedgen uppstår då företag har exponerade både ingående och utgående kassaflöden i samma valuta, transfererar risken till en extern part eller då de justerar sin prissättning (Rivera och Milani, 2011).

Under år 1994 genomförde Bodnar, Hayt, Marston och Smithson (1995) en undersökning av 185 icke-finansiella företag med resultatet att 35 procent av företagen använder derivatinstrument för att motverka effekten av valutaexponeringar. De kunde dock konstatera stora skillnader mellan branscher och ytterligare skillnader för stora respektive små företag, bland annat var råvarubaserade företag mycket benägna att använda derivat. 67 procent av företagen i studien ansåg att det är viktigast att säkra mot transaktions-exponering, detta genom att minimera fluktuationer i kassaflöden. Bodnar m.fl. (1995) menar att det vanligaste är att hedga mot de kassaflöden som är identifierbara innan de uppstår. Allayannis och Weston (2001) undersökte 720 icke-finansiella amerikanska företag under en femårsperiod, mellan år 1990 och 1995, och fann liknande resultat som Bodnar m.fl. (1995). De påvisar ett positivt samband mellan företagsvärde och användandet av valutaderivat. Bartram, Brown och Conrad (2011) undersökte fenomenet ytterligare och kom, i linje med Allayannis och Weston (2001), fram till att nyttjandet av derivat minskar både systematisk och företagsspecifik risk, vilket i sin tur ökar företagsvärdet och leder till större utdelningar. År 2012 presenterades en ny studie av Allayannis, tillsammans med Lel och Miller, som ytterligare bekräftar teorierna om att användning av valutaderivat har en positiv effekt på företagsvärdet. Enligt undersökningen bidrar användning av valutaderivat till ett ökat företagsvärde med 10,7 procent, för företag exponerade mot valutafluktuationer.

2.4 Faktorer som bidrar till transaktionsexponering

Shapiro (1975) var tidig med att förstå vidden av problematiken kring valutaexponering och undersökte valutafluktuationers inverkan på företag. Han konstaterar att appreciering eller depreciering i en försäljnings- eller inköpsvaluta påverkar företag i större utsträckning än vad man tidigare trott. En av hans slutsatser, som kommit att betyda mycket för forskningen, behandlar andel utländsk försäljning relativt företagets totala försäljning som en betydande faktor för ett företags valutaexponering. Just den här vinkeln har varit populär inom forskningen under 00-talet.

Jorion (1990) argumenterar för att valutaexponering beror på i vilken grad ett företag är involverat med utlandet. Hagelin och Pramborg (2004) konstaterar i sin studie att transaktionsexponering ökar med storleken på intäkter minus kostnader i en valuta och minskar med företagets storlek. Om ett företag är stort ökar chanserna för operationell hedging genom till exempel produktion i försäljningsländer (Hagelin & Pramborg, 2004). Hagelin och Pramborg (2004) menar också att valutaexponering minskar med användandet av valutaderivat samt med skulder i den utländska valutan.

Dominguez och Tesar (2006) undersökte vilka faktorer som utgör grunden för valutaexponering i företag. De genomförde en studie av företag från åtta olika länder och kom fram till att valutaexponeringen är beroende av: företagets storlek, multinationell status, andel utländsk försäljning, andel internationella tillgångar, grad av internationell konkurrens samt den industriella handelns omfattning. Vidare hävdar de att valutaexponering beror på enskilda växelkurser och att dessa exponeringar förändras över tiden.

2.5 Faktorer som bidrar till hedging av transaktionsexponering

Géczy, Minton och Schrand (1997) konstaterar att nyttjandet av valutaderivat beror på: företagets tillväxtpotentialer; graden av reglering av finansiella riktlinjer; svårigheten att få fram internt och externt kapital för finansieringar. De drar slutsatsen att exponering mot valutarisker, avsikten med valutaderivat samt kostnaden för att implementera riskhanteringsstrategierna är avgörande faktorer för hur mycket av valutaexponerade kassaflöden ett företag väljer att hedga.

Bartram, Brown och Fehle (2009) har efter en undersökning av 7319 företag i 50 länder kommit fram till en rad olika faktorer, vilka är avgörande för hur mycket ett företag väljer att hedga. De menar att bland annat skuldsättningsgrad, forsknings- och utvecklingskostnader, hävstångseffekt, löptid på skulder samt utdelningspolicy påverkar graden av hedging. Allayannis och Ofek (2001) konstaterar att användandet av valutaderivat tenderar att vara mer frekvent; i stora företag, för företag med stora forsknings- och utvecklingskostnader och för företag med utländsk handel. De menar vidare att andelen utländsk handel är helt avgörande för om ett företag väljer att hedga eller inte.

2.6 Syftet bakom nyttjande av derivat

Brown, Crabb och Haushalter (2006) studerade hur 44 guldföretag under fem år, mellan år 1993 och 1998, hanterade exponering mot råvarupriser med hjälp av derivatinstrument. Brown m.fl. (2006) kom fram till att företag justerar sina hedgingpositioner efter vad de har för framtidstro på marknaden och att det är vanligt med den här typen av spekulation i företagen. Vidare finner de visst stöd för att den typen av hantering, en spekulativ

strategi, kan öka företagsvärdet. Å andra sidan menar Brown m.fl. (2006) att dessa resultat uppkommer då ingen hänsyn tas till kostnader som är förknippade med att ingå spekulativa positioner, detta med anledning av att de är svåra att utläsa och kvantifiera. De hävdar att transaktionskostnader tillkommer, samt att kostnader uppstår, då företaget avviker från en optimal hedge. Deras huvudsakliga slutsats är att de inte finner några stöd för att aktieägarna gynnas, de ser inte heller någon förbättring i företagets resultat, varken operationellt eller finansiellt. Emellertid menar de att spekulation i råvarupriser är frekvent förekommande i företagen, vilket beror på att ledningen tror sig besitta den extra information som krävs för att genomföra en timing-strategi³.

Bartram m.fl. (2011) har i en mycket omfattande studie, av 6888 icke-finansiella företag från 47 olika länder, försökt utreda huruvida företag använder valutaderivat i spekulativa syften eller endast ur ett riskhanteringsperspektiv. De finner inga stöd för att derivatinstrument systematiskt används för att ingå medvetet spekulativa positioner på valutamarknaden. Tvärtom har de funnit stöd för att företag använder valutaderivat i riskhanterande syften. Brealey, Meyers och Allen (2014) anser att spekulation bör ske vid sidan av den riskjusterande positionen.

2.7 Svenska företag har större transaktionsexponering

Bodnar och Gentry menade redan år 1993 att små företag från länder med mindre handlade valutor och stor andel internationell handel i stor utsträckning påverkas av valutafluktuationer. De menade att företag från exempelvis USA, där de överlag är relativt stora, har en stor inrikeshandel samt en stor handelsvaluta, påverkas mindre. De kom fram till att företag i Kanada och Japan var mer utsatta för valutafluktuationer än företag i USA. Dominguez och Tesar (2006) erhöll i en studie stödjande resultat, de menar att små företag och företag med mycket internationell handel är mer utsatta för valutafluktuationer. Miller och Reuer (1998) undersökte, i sin studie av amerikanska företag, hur stor andel som var exponerade mot valutafluktuationer. De kom fram till att andelen borde vara större i andra länder, i synnerhet i länder med större andel import och/eller export i förhållande till BNP.

I en japansk studie, från år 1998, argumenterar He och Ng om vikten av att studera påverkan av fluktuationer i växelkurser ur olika länders perspektiv. De finner starka belägg för att resultat från amerikanska studier inte är generellt applicerbara och kommer

³Att sälja eller köpa finansiella tillgångar grundat på antaganden om framtida prisrörelser i tillgångarna och genom försök att förutspå marknaden (Hull, 2015).

fram till att japanska företag är exponerade mot valutor i större utsträckning, på grund av mer utländsk handel i förhållande till total handel. Nydahl (1999) konstaterar, i en studie av svenska företag, att en betydligt större andel än förväntat var exponerade mot valutafluktuationer, i jämförelse med amerikanska företag. Han menar att det beror på att Sverige är ett litet land med en liten valuta och att det finns många företag med en stor utländsk försäljning. Även Nydahl (1999) kommer fram till att andelen utländsk försäljning i förhållande till total försäljning är den överlägset största bidragande faktorn för valutaexponering (se även He & Ng, 1998).

Alkeback och Hagelin (1999) bekräftar sin hypotes om att det är skillnad i användandet av derivat i Sverige jämfört med i USA. De drar slutsatsen att det har sin grund i att Sverige är en liten öppen ekonomi där företag generellt sett har stor valutaexponering, då andelen utländsk försäljning i förhållande till total försäljning är större än för amerikanska företag. Alkeback och Hagelin (1999) kan vidare fastslå att derivatanvändning beror på ekonomiska faktorer och grad av makroekonomisk exponering.

2.8 Finanskrisens påverkan på valutamarknaden

Efter finanskrisen, under 00-talet, ökade regleringen av derivatmarknaden och marknadssituationen förändrades (Hull, 2015). Ekholm (2013) menar att den internationella handeln med finansiella derivatinstrument ökade fort under åren före finanskrisen. Hon menar också att det var svårt för myndigheterna att ha kontroll över handeln och identifiera riskerna då de flesta derivataffärer skedde utan en central motpart. International Accounting Standards Board (IASB) menar att existerande regelverk under finanskrisen förorsakade en fördröjning i identifieringen av kreditförluster och att denna problematik låg till grund för en utveckling av regelverken (IFRS). PwC skriver att kreditförluster redovisades: *“Too little, too late”* (PwC, 2014). Även Ekholm argumenterar för att finanskrisen har resulterat i en utveckling av regelverk och menar att: *”De nya regelverken är stramare än de tidigare, och utformas med utgångspunkt i de brister som tydliggjordes i samband med finanskrisen”* (Ekholm, 2013, s.17). Hon påpekar även att ambitionen är att minska sannolikheten för att en ny finanskris inträffar.

2.8.1 IAS 39 och IFRS 9

IASB påbörjade år 2008, i samband med finanskrisen, ett djupgående arbete med att ersätta IAS 39 Finansiella instrument (Torgander, 2014). Den ersätts av IFRS 9, i syfte att underlätta redovisning och värdering av finansiella instrument samt att göra dessa processer mer transparenta. Största skillnaden mot IAS 39 är regleringen kring

säkringsredovisning⁴. Nya IFRS 9 ger större utrymme för vilka poster som tillåts säkras och vilka säkringsinstrument som kan användas, samt ger förändrade och ökade möjligheter till redovisning till verkligt värde (Torgander, 2014). Den nya standarden tillåter att fler olika positioner grupperas och nettas innan de säkringsredovisas (Torgander, 2014). Torgander (2014) menar att IFRS 9 möjliggör till enklare test av säkringsrelationers effektivitet⁵.

Enligt IASB är den nya standarden, IFRS 9, mindre komplex (IFRS). IFRS 9 erbjuder en modell som går att applicera på alla finansiella derivatinstrument, i kontrast till IAS 39 vilken var svår att applicera på redovisningen av dem (IFRS). Generellt är IFRS 9 mer flexibel än IAS 39 och innehåller fler valmöjligheter (Torgander, 2014). Däremot krävs det också mer detaljerade upplysningar om riskexponeringar; bland annat hur den bakomliggande strategin för riskhanteringen ser ut och hur hanteringen kan komma att påverka framtida kassaflöden (Torgander, 2014). Reformen tvingar fram mer information om företagets riskhantering och om resultateffekten av företagets säkringsredovisning (IFRS). IFRS 9 kommer att träda i kraft den 1 januari år 2018 (Torgander, 2014), men redan år 2009 presenterades en del, år 2013 en andra del och år 2014 presenterades den tredje och sista delen (PwC, 2014).

2.8.2 European Market Infrastructure Regulation

Finanskrisen belyste flertalet brister på OTC-marknaden⁶ för finansiella derivatinstrument (European Commission). Europeiska unionens G20-kommitté reagerade och vidtog åtgärder för en säkrare finansiell marknad (European Commission). De beslutade år 2009 att ett nytt regelverk med mer stabilitet, transparens och effektivitet för derivatmarknaden skulle införas (European Commission). Under juli 2012 antogs förordningen European Market Infrastructure Regulation (EMIR) (European Commission). EMIR reglerar hur derivattransaktioner ska rapporteras via ett transaktionsregister, för att myndigheter ska ha lättare att övervaka hela marknaden. Standarden kräver också att alla derivatkontrakt ska gå via en central motpart (European Commission).

⁴Även kallat hedge accounting, reglerar att värdeförändringen i ett finansiellt derivatinstrument ska matchas mot värdeförändringen i det underliggande exponerade kassaflödet i företagets redovisning (Torgander, 2014).

⁵Bland annat om säkringsgraden stämmer överens med det faktiska belopp som använts i riskhanteringen, att säkringsförhållandet inte är avsiktligt vinklat samt om det finns ett ekonomiskt samband mellan säkringsinstrumentet och den säkrade posten (Torgander, 2014).

⁶Over-The-Counter, handel över disk där två aktörer själva gör upp affären utan inblandning av tredje part (Hull, 2015).

2.9 Valutamarknaden i tillväxtländer

Valutafluktuationer är generellt sett störst i valutor tillhörande tillväxtländer och det finns flertalet studier vilka behandlar förändringar i just dessa valutakurser (se bland annat: Devereux m.fl., 2006; Mallick & Sousa, 2012). Devereux m.fl. (2006) menar att valutor påverkas av en rad olika makrofaktorer, varav inflationstakt utgör en extra viktig faktor. Mallick och Sousa (2012) argumenterar för att oroligheter och reformer av makroekonomiska faktorer leder till att en valuta blir volatil. Mallick och Sousa (2012) menar att en konsekvens av finanskrisen var stora justeringar av råvarupriser, vilket i sin tur bidrog till ökad volatilitet på marknader, och i länder, beroende av just råvaror.

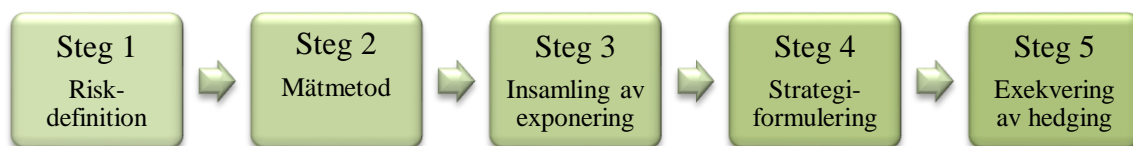
Devereux m.fl. (2006) och Batini, Levine och Pearlman (2010) argumenterar för att den stora volatiliteten i tillväxtländers valutor är ett problem som behöver ses över. De diskuterar huruvida staten i tillväxtländer borde gå in och låsa sina valutor eller införa hårdare inflationsmål för att öka kontrollen av, och bevara värdet i, valutan. Calvo (2002) för ett resonemang beträffande huruvida tillväxtländer borde införa ”liability dollarization”, det vill säga binda sin valuta mot amerikanska dollarn, och samtidigt behålla möjligheten att devalvera valutan. Dock krävs då mycket hårda prisregleringar i landet och Calvo (2002) påvisar även många stora risker förknippade med detta och kommer fram till att det inte vore någon bra lösning.

Vid bedömning av ett lands totala risk gäller det för företag att prognostisera både politisk, ekonomisk och social risk (Oetzel, Bettis & Zenner, 2001). Oetzel m.fl. (2001) poängterar att landsrisk inte enbart består av hårda fakta och att det inte går att analysera risken rakt av. De hävdar att det är ytterst viktigt att väga in till exempel sociala faktorer i en övergripande riskanalys, dock är det problematiskt att mäta och kvantifiera dessa faktorer. Oetzel m.fl. (2001) ifrågasätter hur väl dessa analyser kan förutspå instabilitet, detta med avseende på att analyserna inte är speciellt informativa samt att de brister i prognostisering av framtiden.

2.10 Effektiv riskhantering

Det positiva sambandet mellan företagsvärde och användning av valutaderivat talar för att företag bör implementera någon form av riskhantering för valutakursförändringar (se bland annat: Allayannis & Weston, 2001; Bartram m.fl., 2011; Allayannis m.fl., 2012). Acharyya och Brady (2014) menar att riskhantering handlar om att proaktivt arbeta med problem; upptäcka dem i förväg, förutspå dess inverkan på företagsmålen, planera för problemlösning med befintliga resurser samt upprätta en plan för att undvika problem vid själva transaktionen. Med andra ord talar deras beskrivning för att riskhantering är en strukturerad process.

Baird (2006) har skapat en femstegs-modell för hur företag kan skapa en effektiv riskhantering. Figur 2:3 *Femstegs-modell för riskhantering* illustrerar de olika moment som företaget enligt Baird (2006) bör genomgå vid utformning av riskhantering. I steg 1 definierar företaget den risk som bör hanteras. I steg 2 bestämmer företaget hur de kommer att mäta denna risk. I steg 3 skapar företaget en effektiv process för insamling av exponering. I steg 4 beslutar företaget om strategier för hedging av exponeringen. I femte och avslutande steget, skapar företaget en process för exekvering av hedgingen.



Figur 2:3 Femstegs-modell för riskhantering. Egen bearbetning Baird (2006).

2.10.1 Utgå från företagets enskilda egenskaper

Vid utformningen av riskhanteringsstrategier spelar företags unika förutsättningar, både företagsstrategier och branschstrukturer, en viktig roll (Miller & Reuer, 1998). Detta resulterar i att strategierna varierar mellan olika företag, men även inom ett företag (Gibbons, 2010). Företag bör utforma strategin så att den ligger i linje med företagsmål och är anpassad till marknadsrisker, för att skydda produktmarginaler vid utländsk försäljning (Gibbons, 2010).

Baird (2006) presenterar ett antal olika valmöjligheter för hedgingstrategier: inte hedga; hedga med hjälp av derivat; hedga genom företagspraxis. Han konstaterar att ett typiskt företag har olika grad av säkring för olika tidsramar, vilket innebär att utformningen är en levande och ständigt föränderlig process. Enligt Baird (2006) är det även viktigt att ha i åtanke att valet att inte hedga kan vara ett effektivt verktyg. Han menar exempelvis att delaktighet från Treasury⁷ vid köpeavtal kan avgöra om det behövs en valutaklausul för att skydda företaget från valutakursförändringar vid sidan av kontraktet.

Wheelwright (1975) presenterar fem huvudalternativ för hedging: (i) aldrig hedga; (ii) alltid hedga; (iii) aldrig hedga för belopp mindre än X kronor och alltid hedga för belopp större än X kronor; (iv) hedga bara när sannolikheten för devalvering är större än P; (v) välj hedgingalternativ baserat på det alternativ som har lägst förväntad kostnad.

⁷ Vi kommer härnäst använda ordet Treasury som benämning för den del av ett företags finansavdelning som ansvarar för företagets likviditetshantering.

Vidare anser Gibbons (2010) att strategin bör utformas med tillverkningskostnader samt stabilitet och volatilitet av valutakurser i beaktning. Haushalter (2000) menar att strategier varierar mellan företag då olika förutsättningar påverkar användningen av derivat. Användningen av derivatinstrument påverkas av: lagar och regler; marknadsomgivning; operationell effektivitet; influenser från mellanhänder på den finansiella marknaden, varvid marknadsomgivningen är avgörande för användning av derivat (Njoroge, Matumo och Maina, 2013).

Ur ett företagsperspektiv identifieras ett gap mellan styrdokuments utformning och det faktiska utövandet på olika nivåer (Langenhan m.fl., 2013). Gapet uppstår på grund av att företag inte förstår, eller tar hänsyn till, mänskliga faktorer och påverkar således de anställdas möjligheter att utföra sitt arbete. För att åtgärda detta gap anser Langenhan m.fl. (2013) att upprättandet av styrdokument bör involvera flera företags-nivåer för att samla den expertis och stöd som krävs för att matcha utformning och praktiskt utövande.

2.10.2 Styrdokument

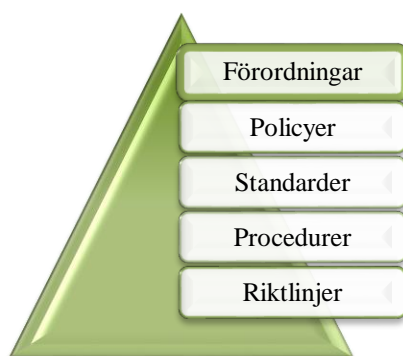
Mathur och Knowles (1985) presenterar i en studie att 64 procent av större amerikanska multinationella företag har implementerat styrdokument för hantering av valutarisker. Företag som har ett tydligt implementerat styrdokument för riskhantering har dessutom påvisats ett högre företagsvärde (Pérez-González & Yun, 2013).

För att underlätta riskhanteringen anser Rivera och Milani (2011) att företags övergripande strategiska plan bör innehålla en del för hur hedgingpolicy bör utvecklas, vilka mekanismer som spelar in samt villkor för hedgingmetoder. Ett sätt att förbättra riskhanteringen är att införa skriftliga policyer och arbetsprocesser som tydliggör riskhanteringen och därmed undviker ineffektivitet samt bristfällig och inkonsekvent behandling av hedging (Mathur & Knowles, 1985). Det finns en mängd olika tekniker för hur företag kan hedga transaktionsexponering, vilken teknik företag bestämmer sig för att använda baseras på vilken typ av exponering som ska hanteras (Shapiro, 2005).

Shapiro (2005) ger exemplet på att en vagt formulerad hedgingpolicy kan skapa dilemman för chefer som måste göra en avvägning mellan målen att uppnå ökade vinster och minskade valutakursförluster. Shapiro (2005) rekommenderar att policyn tydligt ska: definiera vem som bär ansvaret för respektive exponering; tydligt uttrycka begränsningar i användningen av olika hedgingtekniker; identifiera de kanaler som innehåller valutaväxlingar. Hakkarainen m.fl. (1998) anser att en policy ska, utöver de rekommendationer Shapiro (2005) lägger fram, uttrycka målsättning och rapporteringsrutiner för hantering av transaktionsexponering.

Ett tydligt ramverk för riskhantering skapar transparens i företaget och möjliggör ett informerat beslutsfattande på olika nivåer (Girling, 2013). Girling (2013) menar att ett bra ramverk även underlättar för företag att undvika överraskningar, samt skapa verktyg och planer för att snabbt kunna agera när en händelse inträffar. Ett tydligt ramverk för riskhanteringen består av väl dokumenterade policyer och tillvägagångsätt som speglar de krav som ställs på respektive enhet i hanteringen (Girling, 2013). Hon menar att det skapas en klarhet i företaget då vägledningen inte är tvetydig och att detta ökar företagets flexibilitet. Företag förväntas ha tydliga, genomförbara och mätbara policyer (Girling, 2013).

Girling (2013) beskriver att det finns en hierarki inom styrdokument (se figur 2:4 *Hierarki för styrdokument*) och att hierarkin representerar förhållandet mellan förordning och de fyra kategorierna av dokumentation; policyer, standarder, procedurer samt riktlinjer. Policyer förklarar *varför* något ska göras, det vill säga policyn formulerar krav och reglering för efterlevnad av hedgingstrategin, lagar och förordningar samt minimering av andra identifierade risker (Girling, 2013). Girling (2013) klargör att standarder upplyser om *vad* som behöver uppfyllas medan procedurer och riktlinjer sammanfattar *hur* det ska göras. Företag kan välja att förena policyer och standarder men arbetet underlättas om dessa två dokument hålls separerade då förändring av policy ofta kräver styrelsens godkännande medan standarder förändras på en lägre nivå i företaget (Girling, 2013). Företag kan även välja att förena procedurer och riktlinjer (Girling, 2013). Girling (2013) menar att de fyra kategorierna av dokumentation är nödvändiga för att företag ska kunna implementera ett väl utformat ramverk.



Figur 2:4 Hierarki för styrdokument. Egen bearbetning av Girling (2013).

Enligt Radomska (2014) är beslutsfattande nära relaterat till risk, vilket kan resultera i felaktiga och ogynnsamma beslut om inte dessa två tas i beaktande tillsammans. Njoroge m.fl. (2013) poängterar att kunskap om och hur man bör använda finansiella derivat måste förmedlas till alla anställda i organisationen för att förbättra effektiviteten av riskhanteringen. Brown (2001) hävdar att de officiella hedgingpolicyer som företag tar fram

inte ger vägledning till svar på frågan om vilka faktorer som motiverar till hedging av transaktionsexponering. Han menar att andra dokument samt diskussioner med chefer och ledning ger kompletterande direktiv för riskhanteringen.

Butler och Allen (2008) hävdar att teorier för implementering av styrdokument härstammar från två forskningsvågor. Den första vågen antog ett ”top-down”-perspektiv och fokuserade bland annat på ett samband mellan orsak och verkan (Butler & Allen, 2008). Misslyckandet att leva upp till ett styrdokument beror enligt Butler och Allen (2008) på styrdokumentets utformning och inte på den praktiska tillämpningen. Den andra vågen forskning har ett ”bottom-up”-perspektiv, där faktorer relaterade till tillämpning är tydligt identifierade (Butler & Allen, 2008).

2.10.3 Företags organisationsstruktur

Ett företags organisationsstruktur påverkar riskhanterings grad av effektivitet (Acharyya & Brady, 2014). Enligt Nocco och Stulz (2006) finns det två typer av riskhantering. Den ena innefattar hantering av risker separat, på ett mycket decentraliserat sätt. Den andra utgörs av en centraliserad hantering där företaget hanterar alla risker tillsammans. En centraliserad riskhantering har visats vara mer effektiv än den decentraliserade (Bodnar m.fl., 1995; Acharyya & Brady, 2014).

Styrdokument fordrar centraliserade aktiviteter medan det praktiska utförandet av hedging fordrar decentraliserade aktiviteter (Bodnar m.fl., 1995). Collier och Davis (1985) hävdar att företag med aktiv riskhantering är förenade med en centraliserad styrning. Dock är avslut i en hedgingposition gynnat av en lägre grad av centralisering, då handlaren i större utsträckning kan påverka beslutet (Dhanani & Groves, 2001). Dhanani och Groves (2001) menar att transaktionsexponering lämpligast hanteras genom en centraliserad organisationsstruktur. Acharyya och Brady (2014) anser att företag bör ha en centraliserad riskhanteringsenhet för att förmedla och driva riskmedvetenhet, samt för att skapa en riskhanteringskultur i organisationen. Detta för att individer har varierande riskattityder och agerar efter sin egen risk aversion (Acharyya & Brady, 2014).

Företag kan använda Heyes (2011) checklista för att underlätta hantering av transaktionsexponering. Denna checklista är utformad så att den kan anpassas till flertalet organisationsstrukturer genom att variera antalet punkter som tas i beaktande (Heye, 2011). Nedan presenteras en översättning av Heyes (2011) checklista:

- ✓ Utforma en policy och tillvägagångssätt för hantering av utländsk valuta.
- ✓ Tillämpa nerifrån-och-upp-metod för att identifiera konsoliderad exponering av utländsk valuta.
- ✓ Förbered sammanslagning av alla dotterbolags tillgångar och skulder i utländsk valuta.
- ✓ Uppskatta årligt förväntat kassaflöde för varje dotterbolag.
- ✓ Utveckla en strategi för hantering av sammanslagen exponering.
- ✓ Granska redovisningsregler före exekvering av kontrakt.
- ✓ Sök lämpliga godkännanden.
- ✓ Övervaka löpande.

2.10.4 Personlig inverkan

Acharyya och Brady (2014) påstår att utformning av styrdokument bör ta hänsyn till flertalet aspekter, som politiska och sociala dimensioner utöver den finansiella dimensionen. Eftersom ekonomisk, personlig och social risk har inverkan på riskhanteringen bör dimensionerna inte separeras (Acharyya & Brady, 2014).

Brown (2001) lyfter fram att personer som praktiskt arbetar med derivat agerar i en gråzon om huruvida de får handla för att generera vinst eller inte, vilket kan orsaka att handel sker på spekulationsbasis. Bodnar, Hayt och Marston (1998) argumenterar i sin studie för att företag låter sin marknadssyn påverka hedgingpositionens storlek eller tid för exekvering. Vid inblandning av personlig marknadstro ingår företag en spekulativ position (Brown, 2001; Bodnar m.fl., 1998; Stulz, 1996). Överordnades riskaversion påverkar företagets riskhantering och i vissa fall låter de sin egen framtidstro påverka graden av hedging (Stulz, 1996).

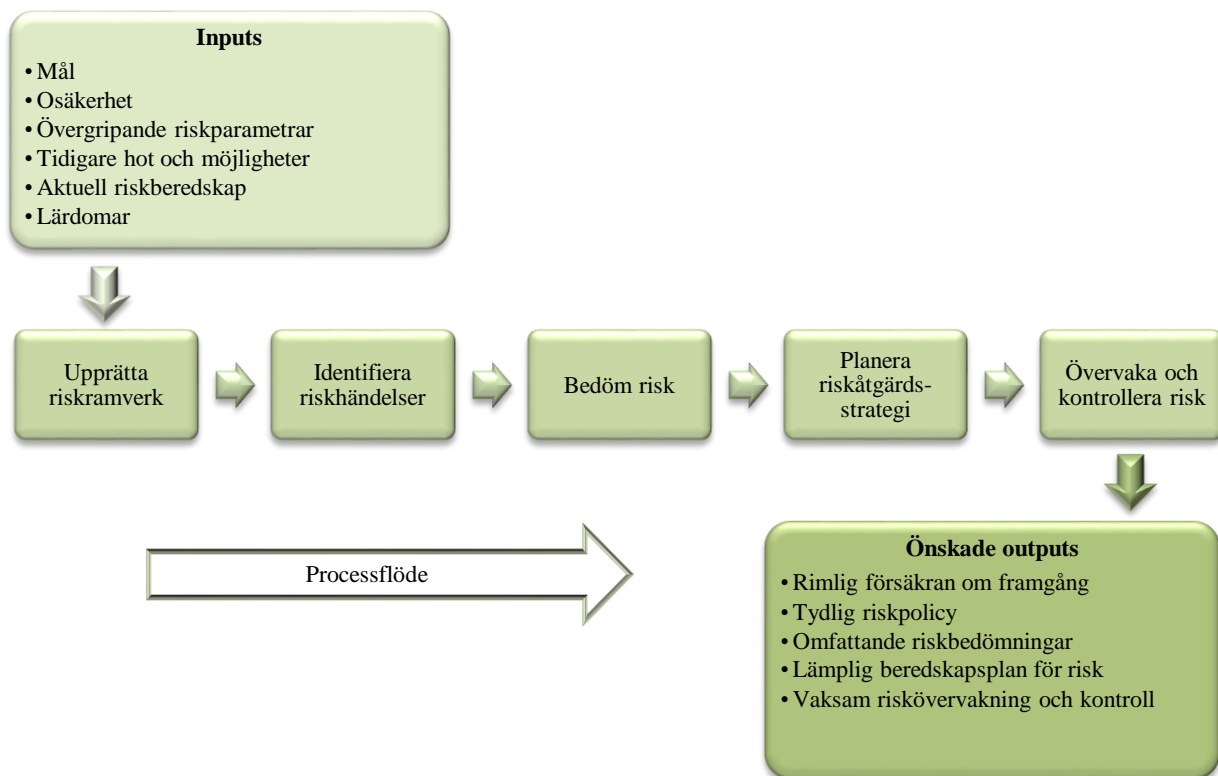
Risker i form av ett reducerat företagsvärde kan uppstå till följd av att överordnade tror sig besitta extra marknadsinformation och agerar utifrån sina personliga preferenser och antaganden (Brown m.fl., 2006; Stulz, 1996). För att motverka detta fenomen, samt för att säkerställa drivkraften och incitamentet med hedgingen kan ledningen behöva belönas och/eller kompenseras efter prestation, som exempelvis lön baserad på aktieavkastning (Tufano, 1996).

2.11 Enterprise Risk Management

Med avseende på dagens komplexa värld behöver styrningen för riskhantering nya verktyg för en hållbar hantering av kostnader för förluster (Wu, 2013). Wu (2013) åsyftar att det finns ramverk vilka har för avsikt att skapa hållbar riskhantering. Enterprise Risk Management (ERM) är ett exempel på ett sådant ramverk (Wu, 2013). ERM handlar om

hur företag kan mäta risker, och inte om hur själva riskhanteringen går till (Merchant, 2012). Paladino (2008) klargör att syftet med ERM inte är att minimera risker, utan att effektivt hantera dem. ERM-processer hjälper företag att identifiera, hantera och prioritera olika risker (Merchant, 2012). Effektiva ERM-processer tar hänsyn till en rad olika faktorer som påverkar riskhanteringen: strategiska, operationella, finansiella, politiska, miljömässiga samt mänskliga faktorer (Merchant, 2012). Ett processperspektiv med fokus på hela processen, från början till slut, bidrar till en mer övergripande bild och därmed effektivare ERM (Paladino, 2008). Merchant (2012) anser dock att det finns brister i dagens ERM-process, den bör bli bättre på att kompensera för mänskliga begränsningar samtidigt som anställda bör lära sig hur de ska agera intuitivt och arbeta proaktivt med att undvika personlig påverkan.

Paladino (2008) hävdar att riskhantering bör ses ur ett processperspektiv med anledning av att det genererar fördelar i jämförelse med ett starkt funktionellt perspektiv. Processperspektivet innefattar att flera olika avdelningar är involverade i riskhanteringen, vilket motverkar att risker förflyttas mellan olika delar i företaget (Paladino, 2008). Paladino (2008) menar att processperspektivet skapar transparens i organisationen och argumenterar för att alla nivåer, från operationell- till ledningsnivå, har i uppgift att hantera risk. *Figur 2:5 Exempel på en riskhanteringsprocess* (se nästa sida) illustrerar ett exempel på en riskhanteringsprocess utformad av Paladino (2008). Paladino (2008) förklarar att processen startar med att inputs kopplade till verksamheten definieras, exempelvis mål med riskhanteringen. Därefter fortlöper processen med att ett riskramverk upprättas, vilket syftar till att identifiera var i verksamheten transaktionsriskerna uppstår. Sedan förklarar Paladino (2008) att transaktionsriskerna bör bedömas, för att i nästa steg planera åtgärder. Slutligen rekommenderas övervakning och kontrollering av de identifierade transaktionsriskerna med tillhörande åtgärder (Paladino, 2008). Vid en lyckad applicering av processen uppkommer önskvärda outputs, till exempel i form av en tydlig riskpolicy (Paladino, 2008).



Figur 2:5 Exempel på en riskhanteringsprocess. Egen bearbetning av Paladino (2008).

Nocco och Stulz (2006) hävdar att företag som lyckas utforma ett bra ERM, där alla risker ses genom ett koordinerat ramverk, har långsiktiga konkurrensfördelar mot de företag som hanterar sina risker på ett decentraliserat sätt. Vidare anser de att arbetet med ERM ger företaget möjlighet att uppfylla sin strategiska plan för riskhanteringen då risker mäts och hanteras på ett systematiskt sätt. Detta underlättar och optimerar beslutsfattandet för överordnade då konsekvent hantering bygger upp en bra informationsbas (Nocco & Stulz, 2006).

Acharyya och Brady (2014) hävdar att ett centraliserat ledarskap är väsentligt för utveckling och implementering av ERM-program i organisationer eftersom riskmedvetenhet varierar mellan affärsfunktioner. ERM är ett komplext system som kräver stora finansiella resurser och en god företagsstyrning (Baxter, Bedard, Hoitash & Yezegel, 2013). Baxter m.fl. (2013) hävdar att företag med hög risk har sämre ERM-program med anledning av programmets komplexitet och de medföljande driftskostnaderna. Dock menar Baxter m.fl. (2013) att företag med hög komplexitet, stora finansiella resurser samt bra ledning utvecklar bättre ERM-program. De poängterar att högre kvalitet på ERM leder till högre företagsvärde.

3 Metod

Detta kapitel inleds med en beskrivning av studiens metodologiska utgångspunkter och därefter redogörs det praktiska tillvägagångssättet för litteraturgenomgång samt empiriinsamling. Kapitlet avslutas med en utvärdering av studiens tillvägagångssätt, etisk reflektion samt kritik av litteratur och metod.

3.1 Val av ämnesområde

Studiens ämne utvecklades genom en kombination av våra intressen för valutarisker och verksamhetsstyrning. Eftersom både valutarisker och verksamhetsstyrning är omfattande forskningsområden valde vi att smalna av vårt ”scope” till att fokusera på transaktions-exponering och den bakomliggande styrningen, vilken påverkar företags hantering av transaktionsexponering. Efter en ingående litteraturgenomgång av dessa ämnen identifierade vi en avsaknad av kvalitativ forskning som behandlar de båda ämnena ur ett och samma perspektiv. Vi urskilde även avsaknad av svensk forskning på området, vilket bidrog till ett ökat intresse för att undersöka hur den praktiska hanteringen i svenska företag regleras.

3.2 Val av metod

För att uppnå studiens syfte och besvara studiens forskningsfrågor baserades studien på en kvalitativ forskningsmetod med intervjuer som metodteknik. Studien bygger på en kvalitativ forskningsmetod som tar avstamp i traditionen inom finansiell ekonomi, vilket innebär att forskningen fokuserar på fakta och inte subjektivitet från urvalsgruppen. Motivet till dessa val grundas i att vi eftersträvade en djupare förståelse för hur företag går tillväga vid utformningen av styrdokument för transaktionsexponering. Enligt Bryman och Bell (2014) syftar den kvalitativa forskningen till tolkning, och inte till kvantifiering under insamling och analys av data. Eftersom studien grundas på den kvalitativa metoden kunde vi ge uttryck åt en djupare undersökning och därmed analysera de olika handlingsmönster som identifierades. Ahrne och Svensson (2012) understryker att kvantitativa metoder är otillräckliga vid redogörelse av social interaktion, exempelvis vid undersökning av hur beslut fattas, vilket styrker vårt val av kvalitativ metod.

Studien utgick från en deduktiv ansats då tidigare forskning och teori låg till grund för analysen av det insamlade empiriska materialet. En deduktiv ansats innebär att teorin härleder och styr datainsamlingsprocessen (Bryman & Bell, 2014). Eftersom studien hade för avsikt att sätta teorin i ett sammanhang och därmed ge en nyansering av tidigare forskning, har studien en deduktiv ansats med induktiva inslag. Eftersom tidigare forsk-

ning separerat studiens två huvudämnen, antog studien ett nytt perspektiv som integrerar de två övergripande områdena finansiell ekonomi och verksamhetsstyrning.

3.3 Tillvägagångssätt för litteraturgenomgång

Litteraturgenomgången inleddes med en övergripande litteratursökning av tidigare forskning inom valutarisker i allmänhet och transaktionsexponering i synnerhet. Ett antal områdesrelevanta artiklar valdes ut och därefter identifierades en rad relevanta sökord, vilka presenteras i tabell 3:1 *Frekvent förekommande sökord i litteraturgenomgången*. En systematisk litteraturundersökning utifrån olika kombinationer av dessa sökord genomfördes och resulterade i en samling mer precisa artiklar. Vi nyttjade samma tillvägagångssätt för litteratursökningen av styrningsområdet och fokuserade på styrdokuments utformning. Därefter kompletterades sökningen kontinuerligt efter hänvisningar i relevanta artiklar.

Litteratursökningarna genomfördes i ett antal databaser och i huvudsak: Unisearch, Business Source Premier, EconLit, JSTOR Journals, Scopus samt ScienceDirect.

Tabell 3:1 Frekvent förekommande sökord i litteraturgenomgången.

Transaction exposure	Emerging market	Risk management in business	International business enterprises
Policy making	Enterprise risk management	Foreign exchange / exposure / risk	Multinational /Multinationals
Policy / Policies	Exchange rate / Exchange rate exposure	Foreign currency	Risk assessment
Currency derivatives use	Financial Risk Management	Hedging / Hedging policies / strategies	Swedish Firms

Efter litteratursökningen grupperade vi, med hjälp av färgkodning, de utvalda artiklarna efter vilket område de behandlar. Vissa artiklar tilldelades flertalet färger då vi ansåg att de behandlar flera av våra större områden, samt på grund av att områdena i stor utsträckning överlappar varandra. Samma färgkodning genomfördes för den tryckta litteratur vi tillgodogjorde oss. Den färgkodade uppdelningen utgjorde sedan underlaget till referensramen där dispositionen i stor utsträckning följer vår kodning. Färggrupperna vi använde oss av är:

- Extra centrala artiklar, inklusive de som tar upp modeller och processer.
- Studier med liknande karaktär, inklusive studier av hantering av annan valuta-exponering.
- Artiklar vilka behandlar hantering av transaktionsexponering i förhållande till företagsvärde samt faktorer vilka exponeringen beror på.
- Artiklar angående hur företagets anställda påverkar hedgingen.
- Artiklar som tar upp studier av växelkurser, volatila valutor samt tillväxtländer.
- Artiklar vilka behandlar problematiken med transaktionsexponering i förhållande till organisationsstruktur.
- Artiklar som tar upp styrdokument och policy.
- Artiklar vilka behandlar ERM (Enterprise Risk Management).

3.4 Intervjuer

Studien genomfördes med hjälp av tekniken intervjuer, för insamling av empiri. Alvehus (2013) argumenterar för att intervjuer generellt sett är den effektivaste tekniken vid undersökningar med kvalitativ metod. Syftet var att undersöka företags tillvägagångssätt vid reglering av hur transaktionsexponeringen ska hanteras. Vi valde därför att använda oss av tematiskt utformade intervjuer, där vi undersökte fenomenet som sådant och inte fokuserade på informanternas enskilda åsikter eller personliga tankar kring det (Ahrne & Svensson, 2012).

Intervjuerna hade en semi-strukturerad utformning vilket gav möjlighet att följa upp och utveckla intressanta svar från informanten för att gräva djupare och få en ytterligare utökad förståelse för fenomenet (Alvehus, 2013). Vi utformade en intervjuguide, vilken vi följde vid intervjutillfällena, och även den var tematiskt utformad (se mer under avsnitt 3.4.2 *Intervjuguide* samt *Bilaga 2*). Vi ställde öppna frågor och var beredda att utveckla informantens svar (Kvale & Brinkmann, 2014).

Kvale och Brinkmann (2014) argumenterar för att det inte finns några specifika standardregler för hur intervjuer ska genomföras. De argumenterar vidare för att intervjun är en process där kunskap skapas genom interaktion mellan oss som intervjuare och informanten. De informanter vi intervjuat ses som experter inom studiens område och för att kunskapen som skapas mellan oss och informanterna ska nå en viss kvalitet var även vår egen kunskap ytterst avgörande (Kvale & Brinkmann, 2014). I annat fall är risken stor att vi inte klarar att tillgodogöra oss informanternas svar och kvaliteten i analys och slutsatser blir lidande.

Antalet intervjuer var en kompromiss mellan upplevd mättnad samt redan inbokade intervjuer, där vi eventuellt genomförde någon utöver vad som krävdes. Vi kände att det

var bra att genomföra någon extra intervju för att bekräfta de svar vi redan erhållit, samt för att om möjligt samla in ännu fler nyanser av svaren. Totalt genomförde vi elva intervjuer.

3.4.1 Genomförande

Vid utformning och genomförande av intervjuerna tog vi allt ovanstående i beaktning. Informanten fick själv bestämma var intervjun skulle äga rum, detta för deras bekvämlighet och för att de skulle känna sig trygga (Kvale & Brinkmann, 2014). Vi skickade ut intervjuguiden till informanten ett par dagar innan intervjutillfället för att denne skulle få möjlighet att förbereda sig och läsa in sig om nödvändigt.

Målet var att graden av standardisering i intervjuerna skulle vara relativt hög, trots den semi-strukturerade metoden. Frågorna vid olika intervjuer följde samma mall och vi var förberedda med olika uppföljningsfrågor beroende på hur intervjun fortlöpte. Vi försökte hålla ett neutralt tonfall och att inte falla in i informantens språkbruk. Allt detta för att intervjuerna skulle vara så lika som möjligt och på så sätt öka chanserna till jämförbarhet och i slutänden även innebära en viss möjlighet till generalisering (Trost, 2010).

Vi inledde våra intervjuer med en orientering där syftet med studien och intervjun klargjordes och en kort introduktion av ämnet. Vi avslutade med en uppföljning, gick igenom det viktigaste som framkommit under intervjun, frågade om informanten hade något mer att tillägga och hur denna upplevt intervjun.

Med informantens tillåtelse spelades intervjun in, detta för att vi skulle kunna fokusera på samtalet och kontinuerligt komma med relevanta och intressanta uppföljningsfrågor. Alla intervjuer spelades in. En av oss antecknade löpande under intervjuerna för att ha en säkerhetskopia om något skulle hända med ljudinspelningen, men även för att notera sådant vi ansåg vara svårt att uppfatta från en ljudinspelning. Det var samma person som antecknade under alla intervjuer och samma person som ställde alla frågor för att vi skulle ha möjlighet att specialisera oss på respektive uppgift. Ytterligare en anledning var att både frågor och anteckningar skulle genomföras konsekvent vid alla intervjuer.

För att öka möjligheterna till ett omfattande och nyanserat empiriunderlag inleddes alla intervjuer med att informanten fick förklara hur företaget praktiskt hanterar transaktionsexponering. Detta för att underlätta vår analys där vi hade målsättningen att jämföra hur företagen reglerar hantering av transaktionsexponering i olika valutor. Vi ansåg att en förståelse för den praktiska hanteringen var essentiell för att kunna urskilja differenser i regleringen och eventuella avvikelser från den.

3.4.2 Intervjuguide

Vid utformningen av intervjuguiden (se *Bilaga 2*) utgick vi från referensramen för att frågorna på bästa sätt skulle avspegla och knyta an till den teori och den tidigare forskning som ligger till grund för vår studie. Vi tog också hänsyn till studiens syfte och forskningsfrågor för att verkligen fråga efter det vi ville ha svar på. Vi var noggranna med att blanda olika typer av frågor; dels systematiska och dynamiska, vilka inleds med *vad* respektive *hur*, och dels med öppna och stängda frågor (Kvale & Brinkmann, 2014). Detta för att skapa en mer levande och intressant intervju. Målsättningen var att formulera tydliga och konkreta frågor för att informanten skulle uppfatta frågan utan förvirring (Trost, 2010).

Intervjuguiden består av fem olika delar, vilka alla berör olika teman; *Bakgrund, Hantering av transaktionsexponering i praktiken, Regleringar, Upprättande av strategier och policy* samt *Framtiden*. En central aspekt med intervjuguiden är att den innehåller förberedda underfrågor vilka vi kunde nyttja vid intervjun om informanten misstolkade frågan eller på annat sätt inte visste hur denne skulle svara. Anledningen var att vi strävade efter att leda alla informanter framåt i intervjun på samma sätt och inte själva bidra med olika tankar eller resonemang. Ovanstående tillvägagångssätt grundades i vår målsättning att öka möjligheterna till jämförbara svar och i förlängningen förutsättningarna för en mer nyanserad analys. Som en del i processen med intervjuguiden genomförde vi en testintervju där vi bad informanten svara på frågorna, komma med kritik samt delge oss övriga synpunkter och förslag till förbättring. Därefter reviderade vi intervjuguiden en sista gång.

3.5 Urval

När det gäller studiens urval utgick vi från ett icke-slumpmässigt urval när vi valde ut våra informanter, vi genomförde bekvämlighetsurval och riktat urval. Vid studier med kvalitativa metoder finns det inga specifika regler för hur urvalet bör genomföras (Ahrne & Svensson, 2012). Vi utgick från ett två-stegsurval; första steget gick ut på att välja företag och andra steget att välja den enskilda personen. I steg ett begränsade vi oss till att studera stora tillverkande och exporterande företag, vilka har säte inom en radie på cirka 200 km från Linköping. De företag som deltog i studien presenteras nedan.

- ABB Sverige AB
- AB Electrolux
- Assa Abloy AB
- Atlas Copco AB
- Saab Aktiebolag
- Sandvik Treasury AB
- Scania CV AB
- SSAB AB
- Svenska Cellulosa Aktiebolag (SCA)
- Toyota Material Handling Europe AB
- Vattenfall AB

I steg två har vi valt att intervjua en, alternativt två, person/personer som på något sätt ansvarar för riskhanteringen av transaktionsexponering i företaget. Intervjuerna var ungefär en timme långa och genomfördes med en eller två informanter från varje företag. Alla deltagare anonymiserades i studien och tabell 3:2 *Fiktiva namn och titel* visar en lista över de titlar de deltagande informanterna innehar, utan koppling till deltagande företag. Tabellen visar också de fiktiva namn vi valde för våra informanter, kopplat till respektive titel. Att vissa namn börjar på samma bokstav betyder att de informanterna deltog vid en och samma intervju och att de alltså tillhör samma företag. De fiktiva namnen följer det svenska bokstaveringsalfabetet med vårt tillägg av ett namn för företag med två informanter.

Med vid urvalet var också önskemålet om att företaget har en betydande handel med ett land i BRICS för att vi på bästa sätt skulle uppnå studiens syfte. Det gällde för alla företag utom ett, men de har en stor del av sin försäljning i Östeuropa och fick svara på våra frågor utifrån det.

Tabell 3:2 Fiktiva namn och titel.

Adam	Senior Dealer
Bertil	Corporate Treasurer
Cesar	Manager Market Operations
David	Head of Front Office
Daniel	Internal bank Dealer
Erik	Senior Dealer
Emil	Dealer
Filip	Deputy Group Treasurer
Gustav	Treasury Specialist
Helge	Head of Treasury Operations and Funding
Ivar	Chief Dealer and Managing Director
Johan	Risk Controller
Karl	Head of Front Office
Krister	Dealer

3.6 Bearbetning och analys av empiri

Efter en intervju hade vi ambitionen att transkribera intervjun omgående och komplettera med eventuella anteckningar. Vi såg transkriberingen som ett första steg i analysen och som en möjlighet att börja jämföra och analysera svaren. Mättnad kan endast uppfattas om man utför intervjuer och analyser parallellt (Ahrne & Svensson, 2012), varför vi valde att göra på detta sätt. Den första intervjun transkriberades av oss båda för att säkerställa att vi tolkade informantens svar på samma sätt och för att resterande transkriberingar skulle genomföras på ett konsekvent sätt.

I ett senare skede kodades transkriberingarna för att utgöra ett användbart underlag för sammanställningen av empirikapitlet. Vi använde oss av färgkodning där varje ämnesområde tilldelades en specifik färg och svaren i transkriberingen sorterades upp därefter (Trost, 2010). Detta gjordes för områdena: *Hantering av transaktionsexponering*, *Olika hantering beroende på land eller valuta*, *Reglering för transaktionsexponering* samt för *Förändringar av styrdokument* (se kapitel 4 *Empiri*). För att strukturera svaren inom varje

ämnesområde gjordes nya färgkodningar. Presentationen av empirin följer till stor del dispositionen av intervjuguiden.

I kapitel 5 *Analys och Diskussion* analyseras och diskuteras den empiri som presenterats i kapitel 4 *Empiri*. Empirin bearbetades genom applicering av tidigare forskning, teorier och modeller för transaktionsexponering och styrning för hanteringen av transaktionsexponering. Dispositionen av kapitel 5 *Analys och Diskussion* är utformad i syfte att följa studiens forskningsfrågor för att förstärka anknytningen till kapitel 6 *Slutsatser*.

3.7 Utvärdering av studiens tillvägagångssätt

Inom den kvalitativa forskningen är validitet och reliabilitet nyckelbegrepp för kvalitets-säkring av studier (Justesen & Mik-Meyer, 2011). Begreppen tillämpas och utvärderas på olika sätt beroende på studiens metod, i vårt fall med intervjuer är generaliserbarhet och transparens mycket centrala begrepp (Justesen & Mik-Meyer, 2011; Alvehus, 2013). Vi har genom hela studiens process kontinuerligt reflekterat över dessa begrepp för att minimera vår egen negativa inverkan på studiens kvalitet.

3.7.1 Validitet

Vi utformade en intervjuguide efter studiens syfte, forskningsfrågor och referensram för att försäkra oss om att vi verkligen ställde frågor som mätte det vi ämnade mäta. En del frågor var därför ledande då det krävs relevanta och adekvata svar. En testintervju genomfördes med anledning att prova intervjuguiden. Därefter gjordes ett par justeringar för att sedan låta intervjuguiden utgöra grunden och strukturen för samtliga intervjuer, detta för att öka studiens validitet. Validiteten stärks ytterligare av att alla intervjuer genomfördes på plats, ansikte mot ansikte, för att undvika missförstånd och/eller feltolkningar samt för att öka våra möjligheter till att ställa följdfrågor då oklarheter uppstod.

3.7.2 Reliabilitet

Den väl genomarbetade intervjuguiden ökar möjligheterna till replikering av studien och bidrar till studiens reliabilitet. Den kvalitativa metoden gör däremot att vi reserverar oss för att svaren vid replikering troligtvis ej helt skulle överensstämma med svaren i denna studie. Dessutom resulterar valet av att anonymisera informanterna i en försämrad reliabilitet, på grund av begränsade möjligheter att inkludera samma informanter vid en framtida studie. Dock anser vi att detta val var essentiellt för att få djupare och mer informativa svar från informanterna.

För att öka möjligheterna till replikering, samt för att öka studiens pålitlighet har samtliga intervjuer spelats in och transkriberats. Studiens reliabilitet stärks av att vi båda var närvarande vid samtliga intervjuer och såg till att de följde samma struktur och frågorna formulerades någorlunda lika (Trost, 2010). Det senare tyder på studiens kongruens, när vi mäter samma sak i alla intervjuer. Precisionen i intervjuerna stärks av att vi båda var närvarade och av att intervjuerna spelades in. Ljudinspelningen gjorde att vi kunde lyssna och analysera intervjun i efterhand. För att kontrollera vår egen objektivitet och se till att vi uppfattade svar likadant, genomförde vi varsin transkribering av den första intervjun. Det skulle varit önskvärt att följa denna metod för samtliga intervjuer för att undvika misstolkning (Kvale & Brinkman, 2014), men ur en tidsaspekt var detta varken effektivt eller genomförbart och därmed transkriberades de övriga intervjuerna endast en gång.

3.7.3 Generalisering

Det är viktigt att skilja på empirisk generalisering⁸ och teoretisk generalisering⁹ i undersökningar där ambitionen om generalisering av ett fenomen förekommer (Alvehus, 2013). Eftersom studien enbart undersökte ett mindre urval kan vi inte uttala oss om några generella slutsatser för hela populationen, dock kan vi visa på empirisk generaliserbarhet. Denna empiriska generalisering öppnar upp för att våra slutsatser och kunskaper från studien kan överföras till andra praktiska situationer. Vi finner belägg för teoretisk generalisering. Då teorin ses ur ett nytt perspektiv kan vi ge en mer nyanserad bild av den befintliga forskningen och bidra till en ökad förståelse för hur företag arbetar med hantering av transaktionsexponering i praktiken.

3.7.4 Transparens

Alvehus (2013) anser att den kvalitativa forskningen till viss del brister i sin transparens, då data och de tolkningar som samlas in under processen inte kommer kunna redovisas i sin helhet. Transparens är en förutsättning för att de ovanstående kvalitetskriterierna ska kunna tas i anspråk (Alvehus, 2013). För att på bästa möjliga sätt bidra med transparens till vår studie och underlätta granskning samt replikering av studien, har vi genomgående i kapitel 3 *Metod* argumenterat för och noggrant beskrivit våra metodval.

⁸ Empirisk generalisering belyser att ett begränsat antal intervjuer kan ge resultat som är gällande för samtliga förekommande intervjuer av samma kategori (Alvehus, 2013).

⁹ Teoretisk generalisering innebär att teorins tillämpningsområde utvidgas och på så sätt skapas förståelse för en kategori fenomen (Alvehus, 2013).

3.8 Etisk reflektion

Kvale och Brinkmann (2014) menar att etiska frågor bör genomsyra hela intervju-processen; från utformning av intervjuguiden till genomförande och analys av svaren. Till exempel har vi valt att inte presentera ordagranna citat från informanterna utan att först rensa dem för att öka anonymiseringen och minska risken för igenkänning. Vid citering har informanterna blivit kontaktade för att lämna sitt godkännande för de citat som finns med i studien. Dessutom har vi genomgående varit noggranna med att väga in sammanhang för att undvika feltolkningar (Kvale & Brinkman, 2014).

I studien har vi tagit hänsyn till Vetenskapsrådets forskningsetiska principer; informations-, samtyckes-, konfidentialitets- och nyttjandekravet (Vetenskapsrådet, 2002). För att uppfylla *informationskravet* har vi givit informanterna förhandsinformation genom ett bifogat dokument (se *Bilaga 3*), vilket beskriver inslag i studien, deltagarnas uppgift samt de villkor som följer med deltagandet. Vi har även tydligt informerat om att deltagandet är frivilligt. Genom att informanterna fått lämna sitt samtycke till att delta uppfyller studien *samtyckeskravet*. I studien har vi hanterat deltagarnas personuppgifter konfidentiellt för att inte obehöriga ska få tillgång till denna information, detta svarar mot *konfidentialitetskravet*. Slutligen uppfyller studien *nyttjandekravet* genom att det insamlade materialet endast kommer att användas för forskningsändamål, och därmed inte lånas ut för kommersiellt bruk eller icke-vetenskapliga syften.

3.9 Kritik

Det har under studiens gång fattats beslut som med stor sannolikhet har påverkat studiens process och därmed även resultat och slutsats. Inledningsvis kritiserar det material som ligger till grund för studiens utformning. Därefter kommer det föras ett resonemang kring studiens metodval och dess inverkan på studien.

3.9.1 Källkritik

För att säkerställa studiens kvalitet har vi haft ett kritiskt förhållningssätt och noggrant kontrollerat varifrån materialet inhämtats. Vi har ifrågasatt och bedömt materialets tillförlitlighet för att undvika att referera till material som kan vara förvridet.

Sekundärkällor har inhämtas från vetenskapliga databaser och från böcker skriva av experter inom området. Kvaliteten stärks då flertalet av de artiklar som används har genomgått ”peer review”. Beträffande elektroniska källor inhämtades material enbart från källor vilka ansågs vara tillförlitliga. Dock kan det kritiserar att en del av sekundärkällorna i referensramen bygger på amerikansk forskning vilket inte anses helt

applicerbart i en svensk kontext. Till följd av bristfällig forskning är den utländska forskningen den bästa förankringen i området, vilket gör vår studie med ett svenskt perspektiv än mer intressant att undersöka.

Det bör även lyftas fram att material från studiens primära källor, i detta fall intervjuer, kan vara förvridet. Risker finns att informanterna besvarar frågorna på ett vinklat sätt eller undanhåller information, för att inte ge en negativ bild av företaget. För att undvika att informationen vinklades hanterades allt material från intervjuerna konfidentiellt.

3.9.2 Metodkritik

Studiens avgränsning, att studera BRICS-valutor i syfte att undersöka om styrdokument för hanteringen av transaktionsexponering behandlar valutor olika, kan ses som bristfällig. Risker finns att valet av valutor inte är representativt, eller speglar verkligheten på ett rättvisande sätt. Vi ansåg att förutsättningarna för att identifiera skillnader i regleringen ökade i och med valet att studera exotiska valutor, då vi antog att de valutorna uppvisar mest avvikande egenskaper.

Vi utgick från bekvämlighetsurval och riktat urval för att fort kontakta företag och personer som var villiga att delta i studien. Vi är medvetna om att detta urval kan vara ofullständigt och att det troligtvis inte speglar hela populationen på ett rättvisande sätt. Dock har vi inte för avsikt att generellt kunna uttala oss om populationen svenska företag, utan vi avser att undersöka ett mindre urval.

Ytterligare beslut som kan ha påverkat studien är valet att spela in intervjuerna. Vi upplevde att en del av informanterna påverkades av ljudinspelningen och att det fanns en försiktighet vid ordval och formuleringar. Detta kunde möjligen ha undvikits om enbart anteckningar förts under intervjuerna. Vid en jämförelse mellan intervjuanteckningar och intervjuinspelning var inspelningen överlägset bäst för dokumentation och därmed stod vi fast vid vårt beslut.

Vi kan i efterhand kritisera vår metodteknik med avseende på antal genomförda intervjuer. Vi upplevde att det var problematiskt att först samla in och sammanställa allt empiriskt material och sedan analysera det inom den givna tidsramen. Möjligheten till en djupare analys skulle ha ökat med ett mindre omfattande empiriskt material. Däremot anser vi att materialet, i och med dess omfång, har bidragit till mer nyanserade resultat och gynnat studiens bredd.

4 Empiri

Kapitlet inleds med en introduktion av informanternas fiktiva namn, kopplat till respektive titel inom företaget. Därefter presenteras en sammanställning av det insamlade materialet från intervjuerna, uppdelat efter intervjuguidens disposition.

4.1 Presentation av informanter

Gemensamt för alla informanter i studien är att de utgör en del av Treasury-avdelningen vid respektive företag och att de antingen ansvarar för och övervakar hanteringen av transaktionsexponering eller själva utför den. Vi tilldelade informanterna fiktiva namn för att anonymisera deras deltagande (se tabell 3:2 *Fiktiva namn och titel*). Att vissa namn börjar på samma bokstav betyder att de informanterna deltog vid en och samma intervju.

4.2 Hantering av transaktionsexponering

Enligt informanterna är det stor skillnad mellan hur företagen väljer att hantera transaktionsexponering. Det är i synnerhet omfattningen av hanteringen som skiljer sig åt, men även den praktiska hanteringen varierar.

Informanten Filip påpekade att det finns en mycket intressant diskussion angående när man anser att transaktionsexponering uppstår, och att det är avgörande för hur ett företag väljer att hantera exponeringen. Han gav förslagen på att den uppstår: (i) i ordertillfället; (ii) när fakturan ställs ut; (iii) när betalningen kommer. Filip sade att han egentligen tycker att alternativ två, när fakturan ställs ut, är det korrekta men att de vid hans företag har valt att se det som att exponeringen uppstår när betalningen träffar kontot, alternativ tre. Han förklarade att det beror på att fakturorna räknas om en gång per månad i samband med bokslutet och att beloppet då ändras, varför de för enkelhetens skull har valt att se transaktionsexponeringen först när betalningen kommer. Det betyder också att Filips företag har valt att inte hedga innan betalning, utan deras hantering består i att de växlar betalningen på spot-marknaden när den träffar kontot. Filip menade att de ändå anser att de hedgar då de inte låter den utländska valutan finnas kvar på kontot, utan direkt växlar betalningen till svenska kronor. Informanterna Bertil och Helge resonerade som Filip, angående när exponeringen uppstår, och berättade att de inte heller hedgar, endast i mycket specifika undantagsfall. De har istället valt att hantera transaktionsexponeringen på andra sätt, se mer under avsnitt 4.2.3 *Undantag för företag som normalt inte hedgar* samt 4.2.4.1 *Alternativ till traditionella finansiella derivatinstrument*. Härfter redogörs för hur övriga informanter beskrev hanteringen. Nedan visas en sammanfattande tabell

(se tabell 4:1 *Hur transaktionsexponering säkras enligt informanterna*) över hur de olika informanterna beskrev att deras företag hanterar transaktionsexponering.

Tabell 4:1 Hur transaktionsexponering säkras enligt informanterna.

Hur transaktionsexponeringen säkras				
Inte alls	På prognos	Via projekt	Prognos & Projekt	Väljer själva
Bertil	Johan	David, Daniel	Cesar	Adam
Filip	Karl, Krister		Gustav	Erik, Eskil
Helge			Ivar	

4.2.1 Projekt- eller prognossäkring

I princip alla informanter berättade att de skiljer på säkring av prognostiserad försäljning och projektsäkring, flertalet har även en uppdelning där hanteringen skiljer sig åt för de olika typerna. Informanten Karl berättade att de endast valt att hedga löpande prognoser över framtida kassaflöden, vilka samlas in från bolagen en gång per kvartal. Karl argumenterade för att flödena för de första två till tre månaderna är lagda order och att resterande flöden, för nio till tio månader, enbart utgörs av prognoser. Karl beskrev att de har en trappstegsmodell för hur de ska hedga dessa prognostiserade flöden och att större och större del av flödet ska säkras ju närmre betalning man kommer. Stegen utgörs av intervaller med procentsatser och de får själva avgöra var inom intervallet de vill placera sig.

Informanten David berättade att deras verksamhet till stor del är projektbaserad, de har avtal med långa löptider, vilka reglerar försäljning till fasta priser men med okänd försäljningsvolym. Han menade att det skapar en osäkerhet och utgör orsaken till att de valt att säkra allt till 100 procent, så fort de kan. David förtydligade också att de inte säkrar någonting utifrån prognostiserade flöden.

Informanten Gustav redogjorde för att de har ett produktangrepp där de säkrar nettade flöden på prognos och ett projektangrepp där de säkrar faktura för faktura. Han menade att produktangreppet karaktäriseras av en kortare produktcykel och att man hanterar exponeringen baserat på flöden. Prognoserna sträcker sig ett år framåt och säkras efter en trappstegsmodell i fyra tidssteg, där man säkrar en mindre procentsats ju längre bort i tiden flödet är beräknat. Gustav beskrev att de för projektangreppet ska säkra alla kontrakterade flöden till 100 procent samma dag kontrakten ingås, de säkrar då efter projektets exponering och inte på flödesbasis.

Informanten Cesar förklarade att de förutom en uppdelning på prognos- eller projektsäkring även gör en uppdelning av försäljnings- och kostnadssidan, och för olika valutor.

Han argumenterade för att han inte ser något värde i att hedga prognoser på små kassaflöden i olika valutor då de sällan visar sig stämma, han menade istället att de enbart fokuserar på större flöden och hedgar dem. På försäljningssidan hedgas prognostiserade kassaflöden i euro till 80 procent. På kostnadssidan har de en betydande leverantör där ett nytt avtal ingås varje kvartal, exponeringen blir då känd och han förklarade att de i samband med avtalet valutasäkrar flödet – faktura för faktura. Cesar berättade också att de kan göra undantag för projekt med låga marginaler och att det då är okej att hedga hela flödet fullt ut.

Informanten Adam berättade att företaget har en uppdelning där dotterbolagen enbart får säkra lagda order men att Treasury har möjlighet att prognossäkra upp till nio månader. De tittar då på en sammanställning av alla bolags prognostiserade flöden och kan säkra en del av det, dotterbolagen är helt bortkopplade från säkringen men Treasury är beroende av deras prognoser. Adam förklarade att de endast säkrar upp till 80 procent av den totala prognosen för att de inte vill riskera att bli översäkrade. Han förklarade vidare att säkringarna görs helt utifrån marknadsmässiga beslut och att det inte finns några andra restriktioner.

Belopp och valuta avgörande

Informanten Eskil redogjorde för hur de delar upp hanteringen av transaktionsexponering beroende på kassaflödets storlek. Allt över 10 miljoner svenska kronor, eller motsvarande, ska säkras till 100 procent, detta gäller för lagda order. Eskil berättade också att de säkrar prognostiserade flöden: ”*Om du tror att det är 50 procent chans att den här [ordern] går igenom, då hedgar du 50 procent*”. Hanteringen i prognosstadiet beror på hur säkra de är på att flödet verkligen kommer att ske. Han förklarade att när ordern blir bekräftad säkras den till 100 procent.

Informanten Johan förklarade att alla prognostiserade flöden över 10 miljoner svenska kronor, eller motsvarande, ska rapporteras till Treasury. Detta gäller prognoser över 12 månader och de rapporteras en gång varje månad. Är beloppet över 50 miljoner ska det rapporteras till Treasury i slutet av varje månad och Treasury ska säkra flödet innan månaden är slut. Johan förklarade vidare att de säkrar allt internt för att sedan netta ihop det och säkra externt. Tidshorizonten för säkringen är beroende av vilken valuta flödet är exponerat mot, för länder med icke-fungerade valutahandel säkras alla flöden två månader till 100 procent, OECD¹⁰ säkras 70 procent över sju månader och projekt säkras

¹⁰ The Organisation for Economic Co-operation and Development.

till 100 procent. Johan sade också att de ibland gör undantag där de inte säkrar alls och att det gäller vissa specifika länder.

Tidshorisont avgörande

Informanten Helge beskrev att företaget är mycket decentraliserat men att många av dotterbolagen har regelbundna flöden, varför de inte anser att de behöver hedga. De hedgar ingenting på prognos. De hedgar däremot undantagsvis längre kontrakt och i de fall det inte går att göra några prisjusteringar. Helge argumenterade för att anledningen till att hedga korta kontrakt är att köpa tid för att hinna justera priserna och att de tror att bolagen agerar fortare om de låter valutaeffekten slå igenom direkt. Han menade att kostnaderna för administration är större än vad man kan tjäna på hedgen, varför de valt att enbart hedga längre kontrakt. De hedgar aldrig över 18 månader då de anser betaldagen vara så osäker att positionen kommer behöva flyttas. Helge sade att det är bättre att klumpa ihop betalningar och att sen flytta positionerna när man är säker på vilken dag betalningen kommer att ske. Han berättade även att de endast mäter transaktions-exponering på gruppnivå, de har en valutakorg med ett index som de övervakar utvecklingen på och dotterbolagen rapporterar sin exponering till Treasury en gång varje kvartal.

Decentraliserad koncern

Informanten Ivar berättade att företaget är mycket decentraliserat och att de olika affärsområdena hanterar transaktionsexponering på olika sätt, ett område hedgar inte alls, några hedgar enbart större investeringar och andra hedgar allt över ett visst belopp. Dock sade Ivar att hedging på prognostiserade flöden är ytterst begränsad inom koncernen.

4.2.2 Dotterbolags hantering av transaktionsexponering

Majoriteten av informanterna förklarade att de har någon form av uppdelning av hur transaktionsexponering ska hanteras av moderbolaget och av dotterbolagen. De allra flesta menade att hanteringen för dotterbolagen är striktare, hårdare reglerad och att de har färre valmöjligheter.

Johan beskrev att dotterbolagen har strikta rapporteringskrav på sina prognoser för att Treasury ska kunna säkra det. Informanten Erik berättade att dotterbolagen i deras koncern själva ansvarar för att deras transaktionsexponering är säkrad till 100 procent, de har då valet om de vill att Treasury ska hantera det fritt eller via säkringsredovisning där allting täcks i marknaden. Ivar berättade att dotterbolagen ansvarar för sin egen hedging även om det är Treasury som exekverar alla affärer. Dotterbolagen vänder sig också till Treasury för hjälp om de får en större order. Adam och Bertil poängterade att bolagen

själva ansvarar för att säkra transaktionsexponeringen till 100 procent. David menade att hedgingansvaret ligger på företagets affärsområden, då de ansvarar för att identifiera risker och sedan rapportera dem, medan Treasury bär tradingansvaret.

4.2.3 Undantag för företag som normalt inte hedgar

Bertil berättade att de inte hedgar någonting i koncernen men sade även att det självklart finns undantag och att de just nu har första fallet på sju år där de tillåtit ett bolag att hedga. Han förklarade att skälet är att det gäller förvärv av ett bolag med specifik business, vilken är olik den övriga verksamheten, i samband med en låg marginal. Helge argumenterade för att de i vissa enstaka fall tillåter hedging i koncernen, när det gäller bolag med låga marginaler, men att det är mycket ovanligt då de endast köper bolag som passar in i koncernen, och då oftast har höga marginaler. Helge sade även att de tillåter hedging vid enstaka större projekt, om de får en order över ett visst minimibelopp kan det vara okej att säkra den, eller om den innehåller ovanligt långa löptider. Filip berättade att företaget behandlar all transaktionsexponering på samma sätt och att inget säkras, men att de har vissa undantag när det gäller order med låga marginaler, och att det då är det tillåtet att hedga.

4.2.4 Val av derivatinstrument

Ivar berättade att all transaktionsexponering som säkras i företaget hedgas med valutaterminer och att det beror på att handel och säkringar med optioner är för dyrt. De flesta informanterna förde liknande resonemang och meddelade att deras företag nästan uteslutande använder sig av valutaterminer när det uppkommer ett kassaflöde vilket ska säkras. Cesar och Johan sade att de även använder sig av valutaswappar i viss utsträckning och Erik förklarade att de huvudsakligen nyttjar valutaswappar vid hanteringen men även andra finansiella instrument. Informanten Daniel berättade att de använder optioner inom vissa speciella affärsområden och Filip sade att de i något enstaka fall kan nyttja optionslösningar. ”Non deliverable forward” (NDF) är också ett derivatinstrument som flertalet av informanterna berättade att de använde, Filip beskrev att det finns länder där flödena inte går att täcka direkt och att de då är tvungna att först göra om det till en mer funktionell valuta innan det säljs mot svenska kronor. Gustav berättade att de ibland köper avista och att de ser det som en slags spot-säkring. Detta görs i ett administrativt syfte och enbart om det är små belopp.

Alternativ till traditionella finansiella derivatinstrument

Bertil förde ett resonemang om hur de hanterar koncernens transaktionsexponering, han berättade att transaktionsexponering egentligen bara är något som Treasury mäter och

inget de hanterar, det betyder att företaget inte hedgar någonting. Han menade vidare att de använder sig av andra tekniker för att minimera valutariskens negativa påverkan. Att överföra exponeringen på kund eller leverantör är ett sätt att reducera sin egen exponering. Teknikerna Bertil beskrev är att: (i) höja priserna; (ii) ”sourcing” från någon annan; (iii) använda mindre av någon insatsvara; (iv) byta komponenter. Bertil menade att de här teknikerna inte fungerar för alla företag men att det har fungerat bra för dem. Han trodde att det beror på att företaget har höga marginaler och därför inte är lika känsliga för valutakursförändringar. Han berättade vidare att bolagen i koncernen historiskt sett har bedrivit relativt lokal verksamhet, vilket bidragit till att ett transaktions-exponerat kassaflöde inte utgör en betydande del av hela koncernens omsättning. Ytterligare en orsak han nämnde var att företagets kundstruktur är fragmenterad, vilket underlättar för tekniken att snabbt ändra prislistor. Bertil poängterade att omedelbar feedback till försäljningsbolagen har varit vägledande för att den här typen av hantering av transaktionsexponering ska fungera.

Helge poängterade att det finns andra sätt att hantera transaktionsexponering, som inte utgörs av traditionella finansiella instrument. Han berättade att det har hänt att dotterbolag tar ett lån i en viss valuta för att minska exponeringen genom att matcha räntebetalningar med försäljningsintäkter i samma valuta.

4.2.5 Minimera exponering

De flesta informanterna poängterade att Treasury tar hand om hela företagets risk och att alla flöden som går in och ut genom företaget går via Treasury, de fungerar som koncernens internbank. Johan och Filip sade att all transaktionsexponering i bolaget hanteras internt och att hanteringen är helt centraliserad. Cesar förklarade att det är viktigt för dem att identifiera var i koncernen transaktionsexponeringen uppstår. Han sade att de först säkrar hela koncernens exponering externt för att sedan säkra exponeringen för respektive bolag med interna terminer. Cesar utvecklade även resonemanget kring att Treasury ska fungera som en internbank för alla dotterbolag och menade att det är för att samla alla motpartsrisker på samma ställe. Filip berättade att moderbolaget tar hela risken i koncernen. Helge tillade att bolagen överlag har mycket dålig kunskap om transaktionsexponering, och om hedging i synnerhet, vilket är en bidragande orsak till att bolagen ska kontakta Treasury om de skulle vilja säkra något.

Netting innan säkring

Majoriteten av informanterna var noga med att påpeka att de på gruppnivå nettar koncernens transaktionsexponering, innan de säkrar den. De beskrev hur de matchar in- och utflöden i olika valutor efter bolagens rapporter (prognostiserade eller faktiska order),

för att inte placera onödigt stora volymer i derivatkontrakt hos bank. Helge beskrev att de har en grundprincip där alla bolag ska netta så mycket som möjligt genom att matcha in- och utflöden i samma valuta, detta då de inte tillåts att hedga. Cesar menade att målet är att göra få externa transaktioner och få ner volymen, han uttryckte det som att: ”*Oavsett hur man vänder och vrider på det så kostar det att handla*”. Även Bertil poängterade vikten av netting och att exponeringar i vissa valutor kan vara riktigt stora brutto, medan nettot inte alls är så stort. Karl menade att många av företagets största bruttouflöden är naturligt hedgade.

Faktureringsvaluta

Flera informanter berättade att de genomgående i koncernen ser till att bolagen fakturerar i det betalande landets valuta, för att inte överföra onödig valutaexponering till försäljningsbolagen. Johan påpekade att valet av faktureringsvaluta är viktigt ur en annan aspekt. Det är inte bäst att alltid fakturera i sin egen valuta, han berättade till exempel att kinesiska kunder lägger på en riskpremie på utländska valutor och att det då blir billigare att fakturera i kinesiska yuan och sedan säkra transaktionsexponeringen själv. Johan menade att det är bättre att använda en funktionell valuta för båda parter och inte alltid tvinga kunden att, till exempel, betala i amerikanska dollar. Ivar berättade att de fakturerar nästan allt i euro och amerikanska dollar, vilket begränsar deras transaktionsexponering, han menade att det är branschpraxis och att det därför är möjligt. Erik berättade att deras dotterbolag alltid säljer i lokal valuta. Gustav förklarade att de företrädesvis väljer svenska kronor om de har valmöjligheten. Han menade vidare att de ofta inte har valet och att de då istället försöker få fakturan reglerad i en valuta som är konvertibel och kan terminssäkras.

Uppdatera prislistor

Ett alternativt sätt att hantera transaktionsexponering är genom att hela tiden uppdatera bolagets prislistor, något som bland annat Bertil, Johan och Helge beskrev att de gör. Bertil berättade att de uppdaterar sina prislistor en gång varje kvartal. Helge sade att tack vare företagets genomgående höga marginaler har de möjlighet att överföra valutaexponeringen på kunden genom att snabbt anpassa priserna efter valutakursförändringar. Helge menade också att det är skillnad för företag där det tar lång tid att tillverka produkterna, då är valutaeffekten större och möjligheten att fort anpassa priset är ytterst begränsad.

4.2.6 Behålla exponering

Erik berättade att de har möjlighet att hantera dotterbolagens transaktionsexponering som de vill. Dotterbolagen måste säkra all transaktionsexponering hos Treasury men Treasury

kan sen avgöra om de vill inta en extern motsvarande position eller behålla risken själva. Antingen växlar de flödet med banken eller behåller det, om de anser att det är en bra idé. Erik sade också att de kan ta egna positioner, men påpekade att de inte aktivt tar risker i någon större utsträckning. Han förklarade att den aktiva risken är begränsat genom ett "Value-at-Risk"-mått och Eskil poängterade att de inte skulle känna sig bekväma om de utnyttjade hela mandatet. Även Ivar sade att de har ett tradingmandat på koncernnivå, de har en valutakorg vilken baseras på dotterbolagens transaktionsexponering och där kan de spekulera och inta positioner. Adam berättade att de får ta egna positioner, även i flöden som kommer från dotterbolagen. De kan välja att hålla dotterbolagets position och själva bära risken. Han poängterade dock att mandatet är så litet att det aldrig skulle synas om de gör vinster eller förluster. Mandatet finns där för handlarnas skull, för att de ska: *"Få marknadskunskap, bra information från bankerna och en känsla för marknaden"* enligt Adam. Även Bertil och Karl berättade att de har möjlighet att spekulera.

Johan menade att deras företag har en motsatt inställning och inte vill att de anställda ska ha någon egen uppfattning om valutorna, det ska i alla fall inte vara något som slår igenom i hanteringen. Johan sade: *"Vore vi så duktiga på att pricka valutarörelser, ja då skulle vi öppna en bank istället, eller en hedgefond"*. Han menade att det var argumentet till att företaget valt att inte ge utrymme för personliga initiativ och varför spekulation inte tillåts. Johan poängterade också att det inte är meningen att verksamheten ska tjäna pengar på att handlarna har tradingmandat, utan att verksamheten ska tjäna pengar på att de är duktiga säljare eller inköpare. Företaget ska tjäna på den riskfria delen. Även Helge, Cesar och Daniel berättade att de inte har något tradingmandat och att de inte får ingå egna positioner.

Filip poängterade att de inte gör något på eget initiativ utan att det är noga att göra allt utifrån fastställda beslut. Han menade också att de ofta inte har råd att tro någonting, då det är låga vinstmarginaler inom koncernen. Däremot berättade han att de har ett mandat vilket tillåter att de till exempel kan sälja av en valuta i förskott, om de tror något om kursen, men att de har valt att inte tro någonting. Han menade att det i så fall är svårt att förklara om de skulle förlora pengar på sina spekulationer och därför vill de inte använda mandatet. Filip sade också: *"Hederlig kontext säger att man aldrig ska spekulera i kommersiella flöden, aldrig göra affärer på kundorder"*.

4.3 Olika hantering beroende på land eller valuta

Alla informanter berättade att Treasury exekverar alla externa transaktioner mot bank och sköter de interna transaktionerna mellan bolagen. Flera informanter beskrev att det finns undantag från detta då det i vissa länder inte är möjligt att föra in och ut pengar över

landsgränser, och att det finns andra faktorer som påverkar hanteringen. De flesta menade att hanteringen överlag är konsekvent, Bertil sade att alla exponeringar behandlas lika, men menade att det kanske inte alltid borde vara så. Gustav betonade att de har samma målsättning för exponeringen i alla valutor, men att den praktiska hanteringen ibland kan skilja sig åt. Det beror då enbart på vilka derivatinstrument som är tillgängliga. Ivar berättade att de hanterar all transaktionsexponering konsekvent men att det inte är speciellt svårt då de allra flesta flödena är i euro eller amerikanska dollar.

Filip förklarade att de för vissa valutor väljer att hedga i två steg. De gör först om flödet till euro, eller amerikanska dollar, för att i nästa steg göra det till svenska kronor. Detta då prissättningen på tillväxtländers valutor är mest fördelaktig vid en internationell bank och för svenska kronor är det bäst priser hos en skandinavisk bank. De gör två affärer för att det blir billigare.

Erik berättade att en avvikande hantering beror på att de klassar tillväxtländers valutor som en typ av risk företaget inte vill bära. De är inte intresserade av att ta den risken då de inte bevakar dessa marknader. Eskil menade också att de har mycket svårare att ha en uppfattning om hur dessa valutor ska röra sig och att de därför inte vill ha risken, och då istället hedgar exponeringen. Cesar förklarade att de gör en landanalys och bedömer hur stor exponeringen egentligen är innan beslut om hedging tas. Johan menade även att politisk risk i landet påverkar hur väljer att hantera transaktionsexponering.

Informanten Krister berättade att de just nu har ett förslag på att flöden som är mindre och osäkra ska hanteras på ett annat sätt. Han förklarade att den trappstegsmodell de använder för att hedga sina prognoser ska ha en kortare tidshorisont och större spann i intervallerna för mer osäkra flöden.

4.3.1 Länder med valutarestriktioner

Helge sade att det inte finns några skillnader i hanteringen beroende på länder, men att det finns valutor där det inte är möjligt att ingå derivatpositioner och att de då hjälper dotterbolagen i dessa länder lokalt. Bertil poängterade att hanteringen självklart är annorlunda för länder vilka har valutarestriktioner. Adam förklarade att de exekverar alla valutatransaktioner på de marknader de har tillgång till och att de assisterar bolagen, i länder med valutarestriktioner, med att sätta upp bankkontakter och hedga för deras räkning. Han sade att Treasury kan initiera en affär från Sverige genom att kontakta en bank med kontor i både Sverige och det aktuella landet. Detta gäller framför allt företagens dotterbolag i Brasilien och Ryssland, men han sade att han har förhoppningar om att snart göra likadant i Indien.

Ivar förklarade att de använder sig av NDF:er i de valutor där det inte är genomförbart att ingå vanliga terminskontrakt. Gustav påpekade att mer exotiska kassaflöden, vilka inte är konvertibla, kräver en annan behandling. De använder då NDF:er och tvingas till ett aktivt val, om de ska gå via svenska kronor eller via euro eller amerikanska dollar i positionen.

4.3.2 Länder med mindre fungerade valutamarknad

David argumenterade för att all transaktionsexponering behandlas lika i deras företag, men att hanteringen ibland skiljer sig åt beträffande löptid på terminskontraktet. Han berättade att det i vissa valutor inte är möjligt att göra bra affärer långt fram i tiden, de använder sig då istället av rullande terminer och sätter löpande upp nya positioner. Daniel berättade vidare att marknaden bara sträcker sig ett till två år framåt för vissa valutor, medan fem år är en vanlig övre tidsgräns för de större valutorna.

Johan nämnde att inga säkringar görs där valutamarknaden inte fungerar, det gäller länder som Argentina och Ryssland när det är svajigt och spreadarna går isär, eller om ränteläget är absurt högt. Han berättade att de har två olika hedgingstrategier beroende på flexibiliteten på den specifika marknaden, i kombination med marknadspriset på terminer. Han förklarade vidare att detta beror på fundamentalprincipen där inflation och ränta styr terminspriset och det därför blir dyrt att hedga. De hedgar på kort sikt i länder med mindre flexibla valutor och han menade att det på lång sikt är bättre att låta transaktionsexponeringen vara osäkrad i dessa valutor. Helge förde ett likande resonemang och angav kostnaden för hedgingen som en avgörande faktor. Cesar menade att det vid ett högt ränteläge är bättre att ha flödet osäkrat och ta valutasvängningarna från kvartal till kvartal. Att hedging är dyrt samtidigt som flödena i dessa valutor ofta är små, gör att företaget valt att inte säkra tillväxtländers valutor.

David berättade att de försöker få sina flöden i likvida valutor, och att de till allra största del undviker tillväxtländers valutor. Han förklarade att detta beror på både likviditetsskäl och att de vill ha bra derivatinstrument för att hantera exponeringarna, något som inte finns för alla valutor. Han påpekade också att ju färre valutor de hanterar desto större nytta kan de dra av stordriftsfördelar. Gustav var inne på samma spår, att valet av valuta påverkas av dess likviditet. Han beskrev ett scenario där de ibland tvingas gå utanför sina principer och säkra upp en valuta innan kontrakt. Han menade att detta är än mindre troligt för mer osäkra och instabila valutor och att man skulle vara ännu mindre positiv till det agerandet.

4.3.3 Länder med olika sedvana

Johan förklarade att de är tvungna att hantera transaktionsexponering på olika sätt i olika länder beroende på vad som är praxis i respektive land. Han gav exemplet att deras hantering med att uppdatera prislistor fungerar bra i Brasilien där konsumenterna förväntar sig att priset är rörligt och ständigt varierar medan konsumenterna i Schweiz förväntar sig att priset ska vara detsamma nästkommande månad. Detta resulterar i att de måste sköta hanteringen olika beroende på vilket land det gäller.

4.3.4 BRICS

Nedan behandlas varje land i BRICS separat, och för varje land ges en kortare beskrivning av hur företagen valt att behandla transaktionsexponerade flöden i respektive valuta.

Brasilien

Bertil förklarade att Brasilien är ett av de länder som har en strikt valutareglering och att det inte är tillåtet att föra den brasilianska real in eller ut ur landet. Han förklarade också att de har löst detta genom att prissätta varor och utföra växlingar i amerikanska dollar. Han påpekade att beloppet i brasilianska real ofta är litet och att det är ytterligare en anledning till att man låter bolagen sköta hanteringen av exponeringen själva. Bertil sade även att deras största utmaning i Brasilien är av lokal, administrativ karaktär och att det finns brister i dotterbolagens kompetens.

Flera informanter, bland annat Ivar, beskrev att Brasilien är ett land där de nyttjar NDF:er. Johan förklarade att de enbart säkrar balansräkningen i brasilianska real. Han menade att transaktionsexponeringen hanteras genom att höja priserna på produkterna och detta fungerar bra då ekonomin är flexibel och inflationen hög. Helge sade att deras dotterbolag i Brasilien betalar sin netting i amerikanska dollar och att det genom detta skapas en extra valutaexponering inom koncernen. Han förklarade att de har löst detta genom att föra en tät dialog med personal på plats och att coacha dem i att köpa in amerikanska dollar över längre tid och inte bara köpa allt på spot-marknaden dagen innan netting.

Ryssland

Adam förklarade att Ryssland har en valutarestriktion som reglerar att ryska bolag inte får göra valutatransaktioner med en icke-finansiell motpart utomlands. Han sade att de därför låter bolagen sköta sin exponering själva men att de assisterar med att sätta upp bankkontakter. Ivar och flera andra informanter berättade att de har en liten transaktions-exponering i ryska rubel och därför inte hanterar den. Cesar berättade att just Ryssland är ett undantag i deras företag och att de inte hedgar några flöden i ryska rubel, eftersom att

kostnaden är för hög. Johan sade att de gör på samma sätt som i Brasilien och justerar prislistor.

Indien

Helge berättade att indiska rupie inte är konvertibel och att bolagen får sköta det lokalt. Han förklarade att de inte vill att bolagen ska sitta med hedgar utan att de själva, vid Treasury, vill ha kontrollen och att detta i sin tur påverkar om de väljer att hedga eller inte. Bertil menade att de har begränsad handel med Indien och att i den mån det förekommer blir det mycket "local-local", som han uttryckte det. Ivar berättade att de använder NDF:er för att säkra indiska rupie men att det flesta flödena i Indien är i amerikanska dollar. David förklarade att de gör allt de kan för att undvika indiska rupie, och att de i stor utsträckning reglerar handeln i svenska kronor eller amerikanska dollar.

Kina

Johan berättade att de arbetar lite annorlunda med hanteringen av transaktionsexponering i Kina jämfört med andra länder. Han förklarade att Kina kan ses som en USD-ekonomi och att företaget begär in två offerter, en i amerikanska dollar och en i kinesiska yuan, för att sedan jämföra dem och välja den som blir billigast totalt för företaget. De vill helst välja den i dollar men om yuan-offerten, tillsammans med den valutasäkring som krävs, blir billigare väljer företaget den. Om detta skulle vara fallet tyder det på att deras företag har en mer effektiv valutasäkring än bolaget de handlar med. Eskil berättade att de kan välja mellan kinesiska yuan och euro vid handel med Kina. Även han förklarade att det kinesiska bolaget adderar någon form av hedgingkostnad, vilken ofta är hög, vid betalningar i utländska valutor. Han menade att det hade varit bättre om de fick hedga själva, då de antagligen kunnat göra det till en lägre kostnad.

Krister, Ivar och Bertil berättade att de till stor del fakturerar i amerikanska dollar i Kina. Bertil förklarade att Kina är ett undantag från den standardiserade hanteringen av transaktionsexponering hos dem. Han förklarade att företaget har stor verksamhet i Kina och att bolagen där fått tillåtelse att fakturera i sin egen valuta. Han berättade att anledningen är att kassaflödet så fort som möjligt ska komma in på bolagets lokala konton. Det är viktigt att likviditeten är på plats dag ett, och en annan valuta skulle "fastna i tullen" och det skulle ta ett par dagar innan flödet träffade det inhemska kontot. Han menade att undantaget främst grundas i ett likviditetshanterings- och processperspektiv och inte beror på att flödet utgör en stor risk.

Sydafrika

Bertil berättade att det är jättestökigt för dem i Sydafrika, det är mycket lokal verksamhet och de lokala bolagen har sagt att de inte klarar av att sköta transaktionsexponeringen

själva. Han förklarade att de har försökt coacha bolagen, och att det viktigaste är att de betalar sina leverantörsskulder så fort som möjligt. Han menade att det är bättre att ta upp ett lån lokalt än att hålla skulden eftersom valutan är så volatil. De andra informanterna argumenterade för att de hanterar flöden i sydafrikanska rand som vilka andra flöden som helst då valutan är konvertibel.

4.4 Reglering för transaktionsexponering

Samtliga informanter beskrev att det finns ett övergripande styrdokument som reglerar hantering av transaktionsexponering. Dock skiljer sig benämningen av styrdokumentet åt, majoriteten av företagen benämner det finanspolicy medan andra har valt att benämna det Treasury-policy eller riskpolicy. Alla informanter uttryckte att policyn är skriven på ett övergripande sätt och majoriteten påpekade att policyn är tydlig. Adam och Johan underströk att policyn inte kan misstolkas. Ivar beskrev att policyn är vag i sin formulering men poängterade att den är enkel att förstå och att det inte finns något krångligt i den.

Bertil förklarade att policyn reglerar att bolagets samtliga valutaaffärer ska exekveras av Treasury. Han menade att det dock finns undantag för länder med valutarestriktioner, då det inte är möjligt att hantera dessa valutor på samma sätt. Majoriteten av informanterna förde ett liknande resonemang. Adam sade att finanspolicyn är densamma oavsett vilket land eller valuta som är involverad, men att hanteringen kan skilja sig åt.

4.4.1 Regleringens detaljrikedom

Hur detaljerad den övergripande finanspolicyn beskrivs vara varierar mellan informanterna. En övervägande andel av informanterna uttryckte att policyn inte är detaljerad. David framhävde att policyn övergripande behandlar hur de ska se på risker, att den är relativt kortfattad, i punktform, och att den inte speciellt detaljerad. Cesar förklarade att deras finanspolicy är ett ramverk för hur de får och ska agera. Han poängterade att det är ett ramverk de inte får gå utanför men att det finns en mängd varianter innanför. Gustav berättade att deras policy sätter ramar och målsättningar, den reglerar att kända flöden ska hanteras, men däremot finns det en viss frihetsgrad i hur hanteringen ska ske. Han anser att detta är bra och gör att policyn blir lättare att efterleva, en alltför strikt policy kan orsaka lägen där man måste gå utanför den.

Karl berättade att de har en global riskpolicy som inte går in på detaljer men att det bland annat står att: (i) köparen ska bli fakturerad i sin egen valuta; (ii) dotterbolagen inte får ha egna valutarisker; (iii) valutaexponeringar som uppstår ska balanseras över tillgångs- och skuldsidan. Adam förklarade att deras policy uttrycker att koncernen ska vara säkrad

mot det belopp som finns på kund- och leverantörskontona men den uttrycker, till exempel, inte i detalj hur en specifik valuta ska hanteras.

Bertil sade att deras policy är att inte hedga, men att den ger viss möjlighet till hedging om de skulle vilja. Helge förklarade att riktlinjerna för valutaexponeringar är att i första hand reducera dem genom att matcha in- och utflöden. Dock menade han att policyn uttrycker att dotterbolagen inte ska hedga, men att hedging kan motiveras i fall med långa kontrakt eller då justering av priser inte är möjligt.

Enligt informanternas beskrivningar finns det olika typer av finanspolicy, en del uttrycker säkringen i förhållande till en tidsreglering av exponeringen medan andra reglerar säkringen på volymbasis. Adam beskrev att deras policy reglerar antalet månader det är tillåtet att säkra för varje valuta. Enligt Helge är det reglerat att hedging inte får överstiga 18 månader och att det inte finns någon minimigräns. Krister och Karl berättade att deras policy uttrycker en trappstegsmodell för hedging av prognoser och att den styr andelen som hedgas. Även Gustav sade att deras policy inkluderar en trappstegsmodell för säkring av prognostiserade flöden. Johan förklarade att de har ett tröskelvärde för att få upp säkringsnivåerna och endast hedgar större flöden. Han sade att finanspolicyn anger att alla flöden över 10 miljoner svenska kronor ska rapporteras in och de över 50 miljoner ska säkras. Erik förklarade att deras policy reglerar att belopp motsvarande 10 miljoner svenska kronor ska säkras.

4.4.2 Reglering för dotterbolag

Majoriteten av informanterna beskrev att finanspolicyn går från det generella till att bli mer detaljerad längre ner i organisationen. Majoriteten av informanterna förklarade att finanspolicyn kompletteras med andra policyer eller dokument, vilka är mer detaljerade.

De kompletterande styrdokumenterna uttrycker, på en mer detaljerad nivå, vem som får göra affärer och hur hanteringen får gå till, beskrev flera av informanterna. David, Johan, Ivar och Helge sade att utöver finanspolicyn förekommer det ett antal dokument som riktar sig till affärsområden eller dotterbolag och behandlar hur de ska sköta sin hantering av transaktionsexponering. Cesar nämnde att de, i koncernen, använder sig av interna riktlinjer för att skapa förståelse för vad Treasury gör och varför olika saker görs.

Gustav sammanfattade att det är Treasury som ansvarar för att översätta den koncernövergripande instruktionen, kommunicera eventuella förändringar, uppdatera och dokumentera undantag i dotterbolags instruktioner samt inhämta nödvändiga godkännanden. Både David och Johan berättade att Treasury tolkar finanspolicyn och ger egna direktiv mot bolagen. Johan menade att dessa direktiv styr allt i bolagens arbete.

Karl förde ett resonemang om att det finns ett antal nivåer av policyer, den globala riskpolicyn tolkas i en "lägre" policy, vilken beskriver hur den globala riskpolicyn ska hanteras. Han beskrev att det finns ytterligare en policy, en hedgingpolicy, som styr hur de kommersiella flödena ska hanteras samt, i intervall, reglerar den andel av prognoserna som får hedgas.

Ivar och Helge skiljer sig från majoriteten med deras beskrivningar om hur policyn fördelas i organisationen. Ivar uttryckte att varje affärsområde har sin egen policy om hur de ska hantera transaktionsexponering. Helge beskrev att deras finanspolicy uttrycker att varje dotterbolag ska ha en separat valutapolicy, vilken bygger på principerna i den koncernövergripande finanspolicyn. Helge förklarade att dotterbolagens valutapolicy formuleras efter en mall, i enlighet med de generella reglerna, med motivet att koncernen ska vara medveten om vilken exponering varje bolag har. Han sade att valutapolicyn framför allt fastställer att dotterbolagen alltid ska växla till konkurrerande priser, för att säkerställa att handel inte sker på fel grunder. Enligt valutapolicyn ska dotterbolagen även ange den procentuella fördelningen av sin valutaexponering, och för de dotterbolag som har rätten att hedga finns det minimigränser för beloppen.

Flertalet informanter förklarade att dotterbolagen har ett ansvar när det gäller hanteringen, de ansvarar för att identifiera sina risker och rapportera in exponeringen till Treasury. Detta för att undvika onödig risk i verksamheten. David underströk att det är bolagens ansvar att identifiera riskerna. Bertil berättade att risken för valutaväxlingar ligger hos Treasury men att det finns undantag. Om en lokal valutaväxling krävs är det framför allt bolaget som bär ansvaret för att affären utförs.

4.4.3 Motiv till reglering

I princip alla informanter uttryckte att motivet till att hanteringen av transaktions-exponering är reglerad, antingen genom den koncernövergripande finanspolicyn eller genom olika internt utformade dokument, är att skapa en kontrollerad, men även en effektiv hantering.

Johan uttryckte att hanteringen ska vara reglerad och centraliserad för att försäkra att hanteringen går till på ett professionellt sätt och dessutom sker kostnadseffektivt. David framhävde att bolaget uppnår en bättre styrning och kontroll när all hantering går via Treasury, och att en centraliserad hantering genererar stordriftsfördelar gentemot bank-systemet. Gustav förklarade att stordriftsfördelar uppnås genom att alla valutaaffärer görs med Treasury, vilket leder till större volymer och bättre priser. Adam berättade att ett motiv till reglering är att styrelsen ska ha vetskap och kontroll över hur riskerna hanteras i företaget.

Filip poängterade att det finns regleringar för att bolaget inte vill ha oväntade konsekvenser av valutahanteringen. Erik, David och Cesar beskrev det på ett liknande sätt, de menade att regleringar finns till för att minimera de finansiella riskerna. Eskil påpekade att regleringen styr hur stor risk man tar på sig och ser till att man inte överstiger en viss nivå. Karl och Bertil berättade att motivet till reglering är att undvika onödiga affärer. Bertil beskrev att man vill undvika extra exponering eller göra transaktioner åt fel håll.

Många av informanterna förde ett resonemang om att regleringen finns till för att personer i organisationen ska få kunskap om hur de ska agera. Ivar sade att regler måste finnas för att anställda ska veta vad de ska göra. Daniel, Helge och Karl resonerade om att regleringen behövs för att undvika spekulation i kommersiella flöden.

4.4.4 Faktorer som påverkar styrdokumentens utformning

Informanterna förde skilda resonemang kring vilka faktorer som påverkar utformningen av styrdokument. Gustav berättade att det som driver dem är att deras riskhantering ska vara effektiv och övergripande. Han menade att det har resulterat i att de täcker en stor del av det transaktionsexponerade flödet, samtidigt som det inte finns utrymme till personliga initiativ i hanteringen. Cesar sade att det absolut viktigaste att ta hänsyn till är de underliggande riskerna men även att företagets målsättningar, nyckeltal och hur man vill profilera sig spelar in. David framhävde att mycket faller tillbaka på att säkerställa orderbokens värde men att det är upp till Treasury att besluta om hur det ska ske. Adam framhöll att det viktigaste är att ha en policy som gör att risken hanteras på rätt sätt samt att de har en riskhantering som matchar deras exponering.

Helge redogjorde för att policyn måste vara formulerad så att det är möjligt att leva upp till den och att uppföljning sker för att styra enheter åt rätt håll. Han underströk även att uppföljning är mycket viktigt eftersom det inte är säkert att alla gör som önskat bara för att det finns en policy. Bertil lyfte fram att uppföljningens form påverkar anställdas inställning, att det finns en risk för ett glapp mellan hur anställda utvärderas och vad de känner att de kan påverka och vilka grunder de borde bli utvärderade på.

4.4.5 Påverkan av informell praxis

Det råder viss oenighet mellan informanterna huruvida informell praxis påverkar hanteringen. En del sade att detta inte existerar medan andra menade att det förekommer. Ivar och David underströk att de inte har någon informell praxis i hanteringen av transaktionsexponering. Eskil förklarade att deras hantering är konsekvent men att det i vissa fall krävs kontakt med Group Treasurer för att avgöra hur flödet ska hanteras på

bästa sätt. Han tillade även att det är Group Treasurer som bestämmer hur en extra stor växling ska hanteras. Erik fyllde i att hanteringen mer eller mindre sker konsekvent om det inte finns någon idé om att en annan hantering skulle vara bättre. Johan ansåg att de inte följer någon informell praxis gällande hanteringen men sade att de använder marknadspraxis. Enligt Gustav finns det mycket internkontroll som inte ger utrymme för informell praxis.

Informanterna med motsatt åsikt uttryckte att det finns olika situationer där informell praxis träder fram. Bertil menade att det kan förkomma en viss informell praxis för hanteringen av transaktionsexponering under infasningsperioden av förvärvade bolag. Cesar ansåg att det hela tiden förekommer små beslut vilka styrs av informell praxis, men att det finns befäst i styrdokument vad som ska och inte ska göras. Karl berättade att den generella regeln, om att mottagaren ska bli fakturerad i sin valuta, i många fall kan hamna i skymundan på grund av undantag som är sedvana. Helge berättade att dotterbolagen antagligen har praxis för hur de gör men att det inte alltid är något som når dem på koncernnivå. Han tillade dock att deras styrdokument minimerar utrymmet för att informell praxis ska ta över.

4.4.6 Styrdokumentets mandatfördelning

Majoriteten av informanterna beskrev att mandatfördelningen i styrdokumentet är tydlig. Filip berättade att det är mycket tydligt vad styrelse, VD och finansdirektör har för mandat och att finansdirektören kan delegera ansvar till Group Treasurer. Vidare berättade han att det tydligt framgår vilka riskmandat de har och hur rapporteringsordningen ser ut. På likande sätt beskrev flera informanter det. Adam beskrev att mandatfördelningen i policyn är relativt bred, styrelsen fördelar ett mandat till finansdirektören och i enighet med policyn har även Group Treasurer ett mandat. David förklarade att det finns tre typer av nivåer för beslutsfattning: Head of Front Office, Group Treasurer och finansdirektör, och vilken som kontaktas beror på transaktionsexponeringens storlek.

Flera informanter förklarade att avsteg från styrdokument förekommer men att styrdokumentet också reglerar hur dessa beslut ska fattas. Gustav menade att avvikelser från policyn i regel inte är något som ska behöva ske eftersom den sätter ramar. Adam förklarade att om avsteg från policyn skulle uppkomma är det en styrelsefråga, och att finansdirektören har mandat att göra en del avsteg. Cesar och Ivar underströk att avvikelser från policy måste godkännas av finansdirektören.

Samtliga informanter förklarade att styrdokument reglerar huruvida Treasury har ett trading-mandat, men att det finns skillnader kring hur mandatet fördelas. David förklarade det som: ”*Treasury har ett centraliserat tradingmandat och det är ingen annan*

som gör affärer ut mot banksystemet än vi". Flera informanter beskrev scenariot på ett liknande sätt. Johan förtydligade att det i deras fall är mycket regelstyrt och att handlarna endast exekverar efter bolagens rapporter. Han sade också att handlarna har möjlighet att ta egna initiativ inom ramen för dagen men att 98 procent av nettingen exekveras samma dag och att de resterande procenten kan bero på att en valuta inte kommit in i tid. Karl och Krister menade att det finns ett spekulationsutrymme inom ramarna för hanteringen. Krister tillade dock att ramarna är relativt tighta. Filip sade att policyn innehåller ett riskmandat, men att de har valt att inte nyttja det.

Adam, Bertil, Erik, Karl och Ivar förklarade att de har ett utökat tradingmandat. Adam beskrev att mandatet tillåter dem att behålla den risk som dotterbolagen rapporterar in, att de kan välja mellan att sitta med risken själva eller att säkra den på marknaden. Vidare tillade han att Treasury har rätt att ta egna positioner i samband med prognossäkring. Erik och Eskil berättade att de har möjlighet till personliga initiativ så länge det ligger inom det fördelade mandatet.

4.4.7 Reglering av transaktionsexponering i olika valutor

De flesta informanterna beskrev att policyn inte skiljer på transaktionsexponering i olika valutor. De menade dock att hanteringen ibland skiljer sig då det inte är praktiskt genomförbart att hantera transaktionsexponering i vissa valutor. Gustav angav att målsättningen är densamma för alla valutor, men att valutan i sig kan medföra en del begränsningar, snarare än policyn. Helge poängterade att det i ett globalt företag inte spelar någon roll vilken valuta det handlar om, utan policyn behandlar alla valutor lika. Daniel, liksom många av de andra, uttryckte att det inte finns något skrivet i policyn om skillnader beroende på land eller valuta.

Johan förklarade att de har en separat reglering för länder där valutamarknaden inte riktigt fungerar och sade att policyn då anger att de ska säkra flödet för en kortare tidshorisont. Även Karl och Krister utmärker sig, de förklarade att Treasury föreslagit en förändring av policyn vilken behandlar en separat reglering för hanteringen av mindre stabila flöden. De förklarade att förslaget inte direkt relaterar till instabila valutakurser utan att det är osäkerheten kring prognosen för flödet, där valutakursen utgör en del, som i så fall motiverar till en annan hantering.

4.5 Förändringar av styrdokument

I princip alla informanter uttryckte att policyn förändras sällan. David förklarade att de har en välformulerad policy och har hittat ett bra sätt att arbeta på, vilket de tror, hoppas och anser speglar bolaget och de olika riskerna väl. Johan sade att deras policy sällan

förändras och att de strävar efter konsekvens i verksamheten. Karl angav att de förändrar policyn ungefär vart tredje år. Ivar argumenterade för att den övergripande policyn är vagt skriven och att den klarar av olika typer av förändringar utan att behöva justeras. Han resonerade om att beslut relaterade till policyn sker högt upp i företaget och att marknadsförändringar, vilka kan motivera en förändring i policyn, inte når dit, utan att de i första hand påverkar andra styrdokument.

En del av informanterna beskrev att förändringar i verksamheten har påverkat policyns framväxt och formulering. Filip berättade att de för ett par år sedan blev ett självständigt bolag och att det fram tills idag har blivit allt viktigare att det ska finnas styrdokument för hantering av finansiella risker. David resonerade att en policy inte förändras så mycket från år till år men att vissa mindre justeringar görs. Han sade att vartefter verksamheten förändras påverkas policyns utformning. Helge sade att nya personer i organisationen kan påverka och gav exemplet att policyn delvis förändrades när den nya finansdirektören tillträdde.

Förändringar av policyn kan initieras både uppifrån och nerifrån i organisationen men det är ett givande och tagande. Adam beskrev att policyförändringar antingen kommer som ett tryck uppifrån: nya externa regleringar träder i kraft; att det finns ett missnöje hos styrelsen; att finansdirektören har egna idéer, eller nerifrån, då Treasury har identifierat något problem där en förändring av policyn skulle medföra en bättre hantering. Dock ansåg både Filip och Gustav att de flesta förändringar initieras uppifrån. Adam bedömde, i motsats till Filip och Gustav, att policyförändringar historiskt sett har kommit nerifrån. Karl, liksom många av informanterna, uttryckte att förändringar kan komma från olika håll men när beslut fattats om att se över policyn är det Treasurys uppgift att titta över den och föreslå förändringar.

Ett par informanter uppmärksammade att flexibilitet, i form av prisjustering och vinstmarginaler på produkterna, spelar in vid förändringar i policyn. Andra menade att konkurrenssituationen påverkar. Bertil ansåg att man ska ställa sig frågorna: Hur påverkar vinstmarginalen? Hur ser det ut på konkurrensidan? för att försäkra sig om att policyn speglar det den ska.

Många informanter berättade att händelser i omvärlden påverkar hur styrdokumentet ser ut. Johan gav exempel på att den allt effektivare valutahandeln det senaste decenniet har påverkat policyn. Filip sade att styrdokumentet har blivit allt striktare som en konsekvens av de olika världskriserna. Krister resonerade kring hur säkerheten i flödena påverkar, att det triggar igång förändringar i styrdokumentet. Helge berättade att den senaste finans-krisen har påverkat hur policyn är utformad och att den lett till justeringar. Han menade att införandet av EMIR har gjort att policyn kräver striktare uppföljning och mer rigorösa

ramverk för hanteringen. Johan menade att EMIR har påverkat dem genom att de nu måste rapportera alla sina transaktioner. Däremot sade Cesar att han inte tror att EMIR kommer påverka deras hantering. Adam sade att företaget och de finansiella marknaderna hela tiden förändras. Han menade att en föränderlig bransch, där det ständigt kommer nya produkter, rön och idéer, kräver en kontinuerligt uppdaterad policy.

4.5.1 Vem deltar i förändringsprocessen?

Johan åsyftade att förändring av en policy är en interaktiv process. Samtliga informanter beskrev att de personer som är involverade i förändringsprocessen är: handlare, Head of Front Office, Group Treasurer, finansdirektör, VD samt styrelse. Cesar beskrev att policyn skrivs av Treasury men signeras av finansdirektören och styrelsen. Både Filip och David uttryckte att det är Treasury som bär ansvaret för uppdatering av styrdokument. Flera informanter beskrev att styrelsen ser över och godkänner policyn en gång per år och att det kan ske saker under året som tas med i nästkommande uppdatering.

Erik beskrev förloppet vid en förändring, på begäran från Treasury, som att de i första hand kontaktar Group Treasurer som i sin tur kontaktar finansdirektören, finansdirektören går sedan vidare till VD eller ledningsgrupp och slutligen godkänner styrelsen förslaget. Denna process är gemensam för samtliga företag och informanterna uttryckte att varje steg inkluderar feedback och reflektion innan det tas vidare till nästa nivå. Adam beskrev att han kan få igång en utredning om han kommer med ett förslag som fått medhåll från Group Treasurer, däremot tillsätts ingen utredning om Group Treasurer inte gillar förslaget till förändring.

Cesar resonerade kring hur delaktig finansdirektören är i processen, han belyste att riskhanterings omfattning beror på finansdirektörens eget intresse och att det under hans tid på företaget har varit ett varierat intresse för riskhantering. Majoriteten menade att andra aktörers, som styrelsens, riskansvarigs samt internrevisorers, åsikter och kunskaper om hur riskhanteringen ska ske, till viss del påverkar hur styrdokumentet förändras. Helge gav exemplet att styrelsens syn på derivatinstrument påverkar vad som är tillåtet att använda, och i företags fall har styrelsen en negativ inställning till exotiska eller lite mer komplicerade derivatinstrument, vilket resulterat i att de enbart använder terminer.

5 Analys och Diskussion

I detta kapitel analyseras och diskuteras den tidigare sammanställda empirin genom applicering av referensramens olika delar. Dispositionen följer forskningsfrågornas ordning.

5.1 Styrdokument för transaktionsexponering

I vår undersökning beskrev alla informanter att de har implementerade styrdokument för riskhantering. Mathur och Knowles presenterade i en studie från år 1985 att 64 procent av de större multinationella amerikanska företagen har en policy för hantering av valutarisiker. Att andelen företag som har implementerade styrdokument är högre i vår studie, än i Mathur och Knowles (1985), kan bero på att deras studie är gjord för drygt 30 år sedan och mycket inom forskningen har förändrats. Dufey och Srinivasulu (1983) ansåg att företag inte behöver hedga och att de i slutänden inte tjänar något på det. Vi tror att detta tankesätt kan ha påverkat hur företagen under 1980-talet resonerade kring transaktionsexponering och därmed hade företagen inte intresse av att implementera styrdokument. Nyare forskning förespråkar att företag hedgar sin transaktionsexponering, då man funnit samband mellan användningen av derivatinstrument och ökat företagsvärde (Bodnar m.fl., 1995; Allayannis & Weston, 2011). Vi finner forskningsutvecklingen som en bidragande faktor till att en större andel företag i vår studie har implementerade styrdokument.

Efter finanskrisen, under 00-talet, förändrades marknadssituationen och regelverken för derivatmarknaden utvecklades (se bland annat Ekholm, 2013; Hull, 2015). Flera av informanterna lyfte fram att styrdokumentet har blivit striktare till följd av finanskrisen. Vi ser att företags styrdokument har påverkats till följd av utvecklingen i externa regleringar och anser att detta tyder på att förändringar i regelverk är en drivande faktor för interna styrdokuments utformning.

En annan anledning till att vår studie visar en större andel företag med implementerade styrdokument kan vara att vår studie behandlar svenska företag. Forskning av Nydahl (1999) och Alkeback och Hagelin (1999) visar att svenska företag har en större andel utländsk försäljning, i förhållande till total försäljning, än amerikanska företag och därmed är mer exponerade mot valutafluktuationer. Även om dessa studier genomfördes under 1990-talet, är de fortfarande relevanta, vi anser att resultaten har förstärkts då svenska företags exponering har vuxit i takt med en ökad internationalisering. Forskning visar att små företag med stor andel internationell handel påverkas mer av valutafluktuationer (Bodnar & Gentry, 1993; Dominguez & Tesar, 2006). Vi ser vår studies deltagande

företag som små då vi, trots valet av större svenska företag, anser att de allra flesta svenska företagen är små i en internationell kontext. Studiens urval begränsades till företag med en betydande internationell handel och majoriteten av de deltagande företagen har en utbredd handel i flera världsdelar. Vi menar att detta kan leda till en ökad transaktions-exponering för studiens företag. Med utgångspunkt i tidigare forskning tyder studien på att företagen har ett förstärkt incitament att reglera hanteringen av transaktions-exponering.

5.1.1 Motiv till styrdokument

Mathur och Knowles (1985) anser att skriftliga styrdokument och arbetsprocesser skapar effektivitet samt motverkar bristfällig och inkonsekvent hantering. Girling (2013) hävdar att ett bra ramverk för riskhantering medför att företag kan undvika negativa överraskningar, samt skapa verktyg och planer för hanteringen. Flera av informanterna lyfte fram att deras målsättning med policyn är att skapa effektivitet i hanteringen samt att undvika negativa överraskningar och bristfälligt agerande. De olika motiv som informanterna beskrev stämmer överens med vad både Mathur och Knowles (1985) och Girling (2013) anger som motiv till styrdokument.

Njoroge m.fl. (2013) påstår att en förutsättning för effektiv riskhantering är att anställda har kunskap om hur de ska agera. Radomska (2014) menar att beslutsfattning och risk är nära relaterade, då felaktiga beslut kan orsaka negativa konsekvenser. En minoritet av informanterna argumenterade för att ytterligare motiv till en reglerad hantering är att de anställda ska veta vad de ska göra. Om styrdokumentet brister i förmedlingen av tillvägagångssätt och målsättning med hanteringen tror vi att hanteringskostnaderna kan öka till följd av felaktiga beslut.

5.2 Styrdokumentets utformning

Styrdokumentets utformning analyseras och diskuteras efter en gruppering enligt: Ett övergripande styrdokument, detaljnivå samt mandatfördelning.

5.2.1 Ett övergripande styrdokument

Majoriteten av informanterna beskrev att deras implementerade styrdokument är övergripande och inte går in på detaljnivå. Flera informanter berättade att styrdokumentet sätter ramar och målsättningar. En informant förklarade att en övergripande policy är bra då den blir lätt att efterleva, en alltför strikt policy skapar mer undantag än vad den innefattar. Girling (2013) rekommenderar att policyn ska uttrycka krav och reglering för efterlevnad av strategin. Hakkarainen (1998) och Shapiro (2005) talar för att styr-

dokumentet ska vara tydligt utformat för att skapa tydliga riktlinjer för riskhanteringen. Efter informanternas beskrivningar, gör vi tolkningen att företag väljer övergripande styrdokument med få detaljer då de eftersträvar ett flexibelt styrdokument som är anpassat till verksamhetens olika enheter.

Flera informanter uttryckte att styrdokumentet är vagt formulerat. Shapiro (2005) argumenterar för att ett vagt formulerat ramverk placerar chefer i en svår position. Vi tror, i enighet med Hakkarainen m.fl. (1998), att ett vagt formulerat styrdokument orsakar oklarheter i regleringen. Detta kan i sin tur leda till att kontroll och styrning av hanteringen blir problematisk och kan resultera i att det initiala målet, att minimera exponeringen, inte uppnås. Vidare tror vi i att en försämrad kontroll kan leda till att dotterbolag agerar på ett sätt som gynnar dem och att de inte ser till helheten. Dock berättade en mindre andel av informanterna att det finns mycket internkontroll som förhindrar att det skapas styrdokument och sedvanor ute i organisationen.

5.2.2 Detaljnivå

Girling (2013) argumenterar för att ett tydligt ramverk består av såväl styrdokument som andra väl dokumenterade tillvägagångssätt. Hon menar att det bör finnas mer detaljerade regleringar på lägre nivåer i företaget för att underlätta flexibilitet. Vi identifierar tendenser till kongruens mellan forskningens teorier och hur informanterna beskrev att det i praktiken går till i deras verksamhet. Helge redogjorde för att den övergripande policyn kompletteras med andra mer detaljerade styrdokument, både på en centraliserad nivå och i företaget. Flera informanter menade att styrning och kontroll blir striktare längre ner i koncernen. Cesar sade att utöver policyn finns det interna riktlinjer för att skapa förståelse.

Efter informanternas beskrivningar av styrdokumentet finner vi belägg för att styrdokumentet brister i sin vägledning och ser en nytta i att komplettera de övergripande styrdokumentet med andra styrdokument. En avsaknad av kompletterande dokument kan leda till inkonsekvent hantering och förvirring om hur målen i verksamheten ska uppfyllas. Kompletteringar till styrdokumentet kan medföra både för- och nackdelar. Fördelar är detaljrikedom och att anpassningen till verksamheten underlättas, vilket skapar en tydligare överensstämmelse mellan den praktiska hanteringen och strategin. En annan fördel med kompletterande styrdokument är snabbare anpassning till förändringar som sker i omvärlden. En nackdel är att för stort fokus läggs på de kompletterande dokumenten och det övergripande styrdokumentet hamnar i skymundan. Ytterligare en nackdel är att det kan skapas en oklarhet i vilket styrdokument som gäller.

5.2.3 Mandatfördelning

Vi har identifierat att ett område som företagens styrdokument behandlar mer ingående är mandatfördelning för beslut kring hantering av transaktionsexponering. Shapiro (2005) menar att styrdokument tydligt bör klargöra vem som är ansvarig och på vilket sätt, samt vilka begränsningar det finns för hanteringen. Han belyser att det är viktigt att styrdokumentet är vägledande när ett beslut ska fattas för att inte oklara situationer ska uppstå. Vi kan urskilja att företagens tillvägagångssätt till viss del följer det som Shapiro (2005) beskriver. Emellertid finner vi det anmärkningsvärt att mandatfördelningen utgör en stor del av styrdokumentet och att företagen verkar se det som en av de allra viktigaste faktorerna att reglera. Vi finner det intressant att företagen väljer att dela ut mandat istället för reglera hanteringen mer detaljerat i styrdokumentet.

5.2.4 Förändringar i styrdokument

Girling (2013) poängterar att styrdokument i många fall behöver godkännas av styrelsen och att företag bör implementera standarder som godkänns av lägre instanser för att underlätta förändringsarbetet. Langenhan m.fl. (2013) har identifierat en bristfällig integration mellan företagsnivåer och konstaterar att den praktiska hanteringen ofta inte stämmer överens med styrdokumentens utformning. Informanterna förklarade tydligt att flera nivåer inom företaget är delaktiga i en policyförändring. Johan berättade att utformningen är en interaktiv process och alla informanter berättade att handlare, Group Treasurer samt finanschef är delaktiga i utformningen. Vi har i studien inte sett tecken på den dåliga samordning Langenhan m.fl. (2013) åsyftar.

Baird (2006) menar att riskhantering är en levande och föränderlig process. Däremot har flera informanter förklarat att styrdokumentet inte förändras speciellt ofta. Johan menade att det beror på att de eftersträvar en konsekvent hantering medan Ivar menade att förändringar inte får utslag på det övergripande styrdokumentet. Ytterligare en anledning som informanterna beskrev är att förändringar av styrdokumentet kräver styrelsens godkännande, vilket är en långdragen process och således är tidskrävande. Informanterna sade även att det krävs att förändringen har en stor betydelse för verksamheten för att den ska vara värd att genomföra.

Informanterna förklarade att en förändring av styrdokumentet kan initieras både uppifrån och nerifrån i verksamheten, det sker feedback-loopar för att försäkra att förändringen blir bra. Avsikten med förändringen varierar beroende på var i företaget den initieras. Butler och Allen (2008) förklarar att detta praktiska tillvägagångssätt härstammar från två separata forskningsvågor. Vi kan se att upprättandet av styrdokument har en koppling mellan orsak och verkan, där vi ser styrdokumentet som en avgörande länk mellan

transaktionsexponering (orsak) och praktisk hantering (verkan). Vid en förändring är det därför viktigt att företaget tar både transaktionsexponeringen och den föreslagna hanteringen i beaktning, för att formulera en bra reglering och skapa förutsättningar för att efterleva den. Vi kan identifiera att företagen har tagit hänsyn till den andra forskningsvågen då de låter de anställda vara delaktiga i förändringen av styrdokument. Vi menar att det i huvudsak är Treasury som besitter den kunskap och erfarenhet som krävs för att formulera ett lämpligt styrdokument. Flera informanter menar Treasury är länken mellan dotterbolagen och banksystemet och därmed innehar företags kompetens för hantering av transaktionsrisker.

Genom att nyttja tillvägagångssättet, både uppifrån och nerifrån, visar företagen att de har en processinriktad utformning av riskhanteringen och vi menar att de i stor utsträckning följer Paladinos (2008) beskrivning (se figur 2:5 *Exempel på en riskhanteringsprocess*). Vi har identifierat att Treasury ansvarar för, och driver, processen för riskhantering. Treasury samlar in information från den aktuella riskhanteringen, vilken tillsammans med erfarenheter och identifierade osäkerheter utgör inputen för förändringsarbetet. Därefter arbetar Treasury med att sammanställa, bedöma och kontrollera hanteringen av risk. Med utgångspunkt i dessa steg kan Treasury sedan skapa de önskvärda outputen, exempelvis riskpolicy och riskkontroll, som krävs för att den praktiska hanteringen ska uppfylla riskhanteringsstrategin. Dock identifierar vi en avsaknad av inblandning från enheter utöver Treasury och enligt Paladinos (2008) modell innebär det extra risker. För att uppnå ett fullständigt processperspektiv menar han att det krävs insatser från flera enheter. Detta för att hantera riskerna på ett effektivt sätt och för att undvika att de endast flyttas mellan enheter.

5.3 Övergripande hantering av transaktionsexponering

Äldre studier inom transaktionsexponering, från bland andra Dufey och Srinivasulu (1983), argumenterar för att företag inte tjänar på att hedga samtidigt som nyare forskning finner belegg för att hedging gynnar företag. Nyare forskning från Bodnar och Gentry (1993) menar att företagsvärdet minskar när ett företag är exponerat mot utländska kassaflöden. Allayannis och Weston (2001) och Bartram m.fl. (2011) finner stöd för att företagsvärdet ökar när valutaexponering hanteras genom derivatinstrument. Vi kan urskilja ett tredje spår inom forskningen där de äldre teorierna har integrerats i de nyare. Miller och Reuer (1998) argumenterar för att företag bör applicera en riskhanteringsstrategi där företags unika förutsättningar utgör en avgörande faktor. Gibbons (2010) hävdar att det är viktigt att riskhanteringen ser till att skydda produktmarginaler. Det tredje forskningsspåret förespråkar med andra ord ingen specifik hantering, utan

argumenterar för att situationen är avgörande och att varje företag bör välja hantering utifrån egna förutsättningar.

Vi identifierar spår av både den äldre och den nyare forskningen i företagets hantering av transaktionsexponering – flera informanter beskrev tydligt att de valt att inte säkra sina exponeringar, medan andra förklarade att de säkrar allt. Vi finner det intressant att flera företag argumenterar för att inte hedga och att de hellre bär riskerna, trots att studier (från bland annat Allayannis m.fl., 2012) tydligt visar på ett ökat företagsvärde när transaktionsexponeringen säkras med hjälp av derivatinstrument. Baird (2006) förklarar att valet att inte hedga kan vara ett effektivt verktyg och att exponering istället kan behandlas genom köpeavtal och valutaklausuler. Bertil menade att företaget kan hantera, eller motarbeta, de kostnader som uppstår i samband med transaktionsexponering genom att överföra exponering på kund. Anknytningen till det tredje spåret inom forskningen är starkt då flera informanter beskrev att hanteringen är olika i olika situationer. Bland annat förklarade Johan att de har en beloppsgräns, vilken är avgörande för hanteringen och Ivar sade att de hanterar olika dotterbolags transaktionsexponering på olika sätt.

Enligt Baird (2006) bör ett företag ha olika typer av säkring för olika tidsramar. Ingen av informanterna angav tid som en faktor vilken är direkt avgörande för hanteringen. Karl och Krister beskrev dock att de tar hänsyn till tid i den bemärkelsen att de hedgar en större del av det prognostiserade flödet ju närmre i tid betalningen ligger. Några informanter berättade att storleken på flöde är avgörande för hanteringen. Till exempel berättade Johan, Erik och Eskil att de har en minimigräns för när ett flöde motiverar att hedgas. Vi kan se tendenser till att företag med kontrakt, vilka inkluderar långa löptider och större flöden är extra måna om att hedga order var för sig. Samtidigt som varken storlek eller tid verkar vara direkt avgörande för hanteringen vid företag som nyttjar prognoshedging.

5.4 Hantering enligt modeller

Heye (2011) har tagit fram en checklista (se avsnitt 2.10.3 *Företags organisationsstruktur*) för hur han tycker att transaktionsexponering ska hanteras och Baird föreslår en femstegs-modell (2006) (se Figur 2:3 *Femstegs-modell för riskhantering*). Vi anser att många av informanterna indirekt beskrev tillvägagångssättet för företagets hantering av transaktionsexponering på det sätt som Heye (2011) och Baird (2006) förespråkar. Vid en första anblick verkade det inte finnas någon specifik process bakom deras hantering. Vi fick uppfattningen om att bestämmelser och tillvägagångssätt vid hanteringen har utformats utan större eftertanke. Däremot sade Cesar att det är viktigt för dem att identifiera var i koncernen exponering uppstår, för att de ska ha möjlighet att hantera den på ett effektivt sätt. Flera informanter sade att de nettar dotterbolagens transaktions-

exponering och prognostiserar framtida exponering för koncernen, något som Heyes (2011) modell förespråkar. Flera informanter poängterade även att uppföljning av hantering är en viktig del. Det är intressant att informanterna väljer att lägga fram det på detta sätt. De flesta beskriver indirekt en process för hanteringen men vid frågan hur deras process ser ut kopplar de inte ihop svaren.

Wheelwright (1975) presenterar olika alternativ för hedging och vi ser att det till stor del stämmer överens med vad informanterna beskrev (se avsnitt 2.10.1 *Utgå från företagets enskilda egenskaper*). Steg 1 (aldrig hedga) stämmer överens med hur Helge och Bertil beskrev att de gör. Steg 2 (alltid hedga) är något som flera av informanterna beskrev att de har som grundprincip. Steg 3 (hedga beroende på belopp) är ett tillvägagångssätt Johan och Erik och Eskil förklarade att de har. Däremot var det ingen som argumenterade för att steg 4 (att hedga beroende på sannolikhet för devalvering i viss valuta) stämmer med deras hantering. Steg 5 i Wheelwrights (1975) modell (att välja hedgingalternativ efter lägst förväntad kostnad) var det inte heller någon som argumenterade för. Däremot kunde vi identifiera vissa val, i några av företagens hantering, vilka verkar utgå från detta. Till exempel förklarade flera av informanterna att de från vissa länder begär offerter i två olika valutor för att själva kunna avgöra vad som blir billigast för dem. Eskil förklarade att man antingen kan lägga exponeringen på kunden och betala extra för det, som en premie, eller själv bära exponeringen och sedan hedga. I det föregående exemplet kan vi se att företaget följer Wheelwrights modell, steg 5, och att beslutet grundas i hur de kan uppnå den lägsta förväntade kostnaden. Vi har inte identifierat någon annan situation där informanterna beskrev att den förväntade kostnaden styr. Informanterna pratade ofta i termer om effektivitet gällande deras riskhantering och beskrev att styrdokumentet utformas efter målet om en effektiv hantering av transaktionsexponering. Trots det är den lägsta förväntade kostnaden inget de fokuserar på enligt intervjuerna. Vi kan konstatera att studiens företag har valt att hantera transaktionsexponering i enlighet med Wheelwrights (1975) modell och att majoriteten av företagen följer något av de första alternativen.

Rivera och Milani (2011) skriver om de stora kostnadsfördelarna med att endast säkra nettoexponeringen i varje valuta och att utnyttja den naturliga hedgen. Vi anser att de kan te sig självklart att företag följer detta tillvägagångssätt, men finner i studien flera exempel på motsatsen. Cesar beskrev att de skiljer på kassaflöden från försäljning och inköp, och att de hanteras på olika sätt. Detta resulterar i att de inte nettar i maximal utsträckning och även hedgar ”dubbelt”. Vi finner det intressant att de valt denna typ av hantering, att de medvetet betalar mer än nödvändigt för att säkra sina flöden. Anledningarna är enligt Cesar att de i vissa fall, när det gäller inköp i amerikanska dollar, vill kunna nyttja säkringsredovisning för att inte ta förlusterna över företagets totala resultat. Han menar också att de vill att det ska vara lätthanterligt och att all hantering ska

ske konsekvent. Det är intressant att de anser dessa faktorer så viktiga att de är villiga att betala för det.

Enligt modern forskning är ERM ett effektivt sätt att hantera risker, Merchant (2012) föreslår att risker bör identifieras, hanteras samt prioriteras på ett centraliserat sätt för att skapa en effektiv process. Han menar också att detta ökar förutsättningarna för att personlig inverkan vid hanteringen är så liten som möjligt. Enligt Wu (2013) innebär ERM en mer hållbar och långsiktig riskhantering. Vi anser att företagen i vår studie har de förutsättningar som krävs men att de inte riktigt är där. Ett gemensamt misstag, utifrån ett ERM-perspektiv, är att företagen delar upp risker och behandlar dem separat. Vi menar att det är möjligt att de skulle kunna effektivisera hanteringen av transaktionsexponering och uppnå de långsiktiga konkurrensfördelar Nocco och Stulz (2006) hävdar att ERM genererar. Om företagen tydligare strukturerar arbetsförloppet och definierar önskvärda resultat med riskhanteringen skulle de enligt Paladino (2008) lättare överblicka totala risker i koncernen och motverka uppkomsten av onödig exponering.

5.5 Faktorer som inverkar på utformning av styrdokument

Miller och Reuer (1998) och Haushalter (2000) menar att företags utformning av hedgingstrategi och styrning för hur transaktionsexponering ska hanteras bör utgå från företagets unika förutsättningar, som företagsstrategi och branschstruktur. Det var endast två informanter som på något sätt argumenterade för att företagsstrategi är avgörande för utformningen. Resterande informanter hade svårt att se ett samband och kunde inte se hur företagsstrategin påverkar hanteringen av transaktionsexponering. De menade att företaget tagit fram en separat riskhanteringsstrategi och att den inte beror på företagsstrategin. Vi ser att branschstruktur, som avgörande faktor för styrdokuments utformning, är mer frekvent återgett bland studiens företag. Informanter från företag, vilka har kontrakt med stora volymer och långa löptider, beskrev att företaget tenderar att hedga projekt var för sig. Medan informanter från företag med jämnare försäljning, mer konsumentprodukter, beskrev att deras styrdokument reglerar att en stor del av transaktionsexponeringen ska säkras efter prognostiserade flöden. Å andra sidan beskrev flertalet informanter att de arbetar med en kombination av prognos- och projekthedging, och Cesar berättade till exempel att de har en uppdelning av försäljning och inköp. Vi ser tendenser till att hanteringen i det senare fallet inte beror på branschstruktur och företaget således inte tar hänsyn till vad Miller och Reuer (1998) förespråkar. De allra flesta företagen har dock valt en strategi för hanteringen av transaktionsexponering som ligger i linje med vad Haushalter (2000) och Miller och Reuer (1998) kom fram till.

Gibbons (2010) anser att styrdokument ska vara utformat med hänsyn till marknadsrisk för att på bästa sätt skydda företagets produktmarginaler. Det var flera informanter som pratade i termer av produktmarginal och operationell effektivitet och argumenterade för att de är högst avgörande för styrdokumentets utformning. Helge menade att en affär med låg marginal kan motivera en säkring även om de normalt sett inte säkrar, och att detta är reglerat i deras styrdokument.

Majoriteten av informanterna var tydliga med att styrdokumentet behandlar alla valutor lika och att företagen inte hanterar transaktionsexponering i olika valutor på olika sätt. Däremot är flera av dem snabba med att förklara att de har ett par undantag från normen gällande hanteringen. Oetzel m.fl. (2001) poängterar vikten av att göra landanalyser innan hedging för att ta reda på hur exponeringen hanteras på bästa sätt. Han menar att politisk, ekonomisk och social risk är avgörande faktorer för hanteringen i praktiken. Cesar berättade att de gör en analys för varje land för att bestämma hur kassaflöden i den valutan ska hanteras. Vi kan utifrån andra informanters svar utläsa att deras företag har liknande tillvägagångssätt men att landanalys verkar vara något som sker helt utifrån personliga åsikter och att detta inte regleras i styrdokumentet. Vi anser att företagen skulle tjäna på att ha en mer formell och reglerad process relaterad till analys av risker i olika länder. Detta för ett mer konsekvent tillvägagångssätt för analysen och en mer övervakad och reglerad hantering i nästa steg, något som enligt Oetzel m.fl. (2001) skulle leda till en bättre överblick av företagets totala transaktionsexponering och en mer effektiv hantering.

5.6 Faktorer som bidrar till olika hantering av valutor

Njoroge m.fl. (2013) hävdar att utformning av styrdokument och val av derivat för kassaflöden i olika valutor påverkas av lagar och regler, marknadsomgivning, operationell effektivt samt influenser från mellanhänder. Acharyya och Brady (2014) påstår att ett företag ej bör separera ekonomisk, personlig och social risk då de alla inverkar på riskhanteringen. Vi har identifierat flertalet orsaker till att hantering av transaktionsexponering skiljer sig mellan valutor trots att styrdokument generellt förespråkar en konsekvent hantering, varav flera faktorer stämmer överens med de Njoroge m.fl. (2013) och Acharyya och Brady (2014) argumenterar för.

Vi har delat upp de påverkande faktorerna i tre grupper: Den första gruppen behandlar olika marknadssituationer och vilka kostnader de medför. Den andra gruppen inkluderar företagsspecifika och personliga faktorer, som organisationsstruktur och spekulation. Den sista gruppen behandlar externa regleringar och andra påverkade omvärldsfaktorer.

5.6.1 Olika marknadssituationer

Valutamarknaden i olika länder beter sig olika och är förknippad med olika kostnader. Shapiro (2005) skriver att all handel med derivatinstrument resulterar i kostnader. Shapiro (2005) likställer kostnaden som uppstår vid handel med derivat med en försäkringspremie och menar att det finns en gräns där företag anser att hedgingkostnaden (premien) blir för hög och de väljer att inte hedga (försäkra). Vi anser därför att det inte är kostnaden i sig som är relevant i sammanhanget utan företagets uppfattning om när kostnaden blir *för* hög. Flertalet av informanterna angav att likviditet i en valuta är mycket avgörande, även ränteläget i ett land tenderar att ha stor effekt då kostnader för säkring ökar. En informant menade också att sedvana bland kunder på olika marknader påverkar hanteringen av transaktionsexponering.

Likviditet

Enligt informanterna är likviditet i en valuta högst avgörande för hur de väljer att hantera transaktionsexponering. Johan benämnde det som den enskilt viktigaste faktorn till att hanteringen skiljer sig mellan länder. Johan förklarade att konsekvensen av att en valuta är mindre likvid är stora bid-ask-spread, vilket i sin tur resulterar i höga hedgingkostnader. Gemensamt för många av informanter är att de menade att flertalet länder i BRICS har valutor med dålig likviditet. Shapiro (2005) påpekar att tillväxtländerns terminsmarknader växer och förbättras och vi anser att flera av informanterna tenderar att hålla med. Gustav menade till exempel att sydafrikanska rand numera går att hantera som vilken valuta som helst. Vi kan urskilja tendenser till att problemet med icke-likvida valutor har minskat. Dock verkar det vara ett problem i dagens läge och företagen väljer att inte säkra valutaflöden i valutor med dålig likviditet.

Johan var den enda som förklarade att de har en separerad reglering i styrdokumentet för hanteringen av flöden i olika valutor. Han menade att de har olika lång tidshorisont och hedginggrad beroende på likviditet i valutan. Karl och Krister berättade att de nyligen kom med ett förslag där Treasury föreslår en skild hantering för mer osäkra flöden. Vi anser att denna hantering skulle kunna gynna andra företag som istället väljer att inte hedga när det blir dyrt. Detta då bland annat Allayannis och Weston (2001), Bartram m.fl. (2011) samt Allayannis m.fl. (2012) funnit belägg för att företagsvärdet ökar vid användning av valutaderivat.

Ränteläge

Förutom likviditet i valutor framhävde många informanter ränteläget i respektive land som avgörande faktor för olika hantering av transaktionsexponering. Devereux m.fl. (2006) skriver att makrofaktorer, som inflation och ränta, är avgörande för en valutas

växelkurs. Mallick och Sousa (2012) argumenterar för att det är oroligheter i dessa faktorer som leder till volatilitet och stora spreadar. Är ränteläget relativt högt eller mycket osäkert leder det till höga hedgingkostnader och företagen väljer att inte hedga. Cesar menade att kombinationen av ett högt ränteläge och ett litet flöde resulterar i att de inte hedgar. Han menade också att det här är vanligt i tillväxtländer. Vi ser att ränteläget är en relativt avgörande faktor för hur ett företag väljer att behandla ett visst valutaflöde. Då ränteläget ofta är osäkert i tillväxtländer anser vi att konsekvensen blir att flöden i valutor tillhörande tillväxtländer ofta bortprioriteras.

Sedvana

Vi har inte identifierat att företagens styrdokument behandlar sedvana, men urskilt att hanteringen i viss mån påverkas av praxis på olika nivåer; dels inom företag men även av konkurrenter på marknader. Vi har sett antydningar till att det finns informell praxis i hanteringen vilken uppkommer på grund av att marknader beter sig olika. Johan berättade att olika länders sedvana påverkar hur de hanterar transaktionsexponering i olika valutor. Han menade att det handlar om praxis, vad som anses normalt och accepterat att göra i ett land är konstigt och inte riktigt accepterat i ett annat.

5.6.2 Företagsspecifika faktorer

Vi har identifierat flera faktorer inom företag vilka påverkar den praktiska hanteringen, och i viss utsträckning även utformningen av styrdokument, gällande skillnader mellan valutor. Organisationsstruktur har en betydande roll, likaså reglering av personliga åsikters inverkan samt reglering för spekulation.

Organisationsstruktur

Collier och Davis (1985) menar att organisationsstruktur har inverkan på hur företag väljer att hantera flöden och Acharyya och Brady (2014) menar att det påverkar riskhanterings effektivitet. Ivar förklarade att deras företag valt att hantera transaktionsexponering olika inom företagets olika affärsområden. Han menade att det beror på att bolagen inom de olika affärsområdena verkar på skilda marknader – de har olika branschstruktur och är exponerade mot olika valutor. I och med detta argumenterade han för att det inte skulle vara effektivt med en övergripande hantering. Det tillvägagångs-sätt Ivar beskrev kan kopplas till Nocco och Stulz (2006) resonemang om att det finns två varianter av riskhantering; centraliserad och decentraliserad. Dhanani och Groves (2001) och Acharyya och Brady (2014) menar att det decentraliserade alternativet är mindre effektivt och deras forskning förespråkar en centraliserad riskhantering. Ivar förklarade att exekveringen av alla affärer sköts av Treasury och att hanteringen på det sättet är centraliserad. Vi menar att företaget därmed uppfyller det krav Bodnar m.fl. (1995) och

Acharyya och Brady (2014) förespråkar för att uppnå en effektiv riskhantering. Alla informanter beskrev att deras riskhantering är mycket centraliserad och Treasury sköter all hantering av koncernens transaktionsexponering.

Personliga åsikter

Acharyya och Brady (2014) lyfter fram att personliga och sociala dimensioner påverkar riskhantering. Helge berättade att deras nuvarande styrelse är mindre positiv till derivatinstrument och att det har inverkat på styrdokumentets utformning. Stulz (1996) och Bodnar m.fl. (1998) beskriver att överordnades tro påverkar riskhanteringen och att deras framtidstro styr företagets grad av hedging. Brown m.fl. (2006) argumenterar för att detta medför risk för reducerat företagsvärde. Vi finner det mycket intressant att överordnades åsikter om riskhantering verkar vara så avgörande för hur företagets styrdokument utformas. Vi menar att det finns en risk i att låta en persons personliga åsikter styra, det är inte säkert att de har den expertis som krävs och förstår omfattningen av hanteringen och dess konsekvenser. Vi anser att det här kan vara en faktor som ger upphov till att transaktionsexponering i olika valutor behandlas olika.

Bertil argumenterade för att styrdokumentet bör vara utformat så att det motiverar den anställda att följa de uppsatta riktlinjerna. Tufano (1996) argumenterar för vikten av att motivera de anställda. Vi anser att Bertils resonemang tar upp en viktig aspekt och att det är centralt för ett företag att på något sätt följa upp sin hantering. För att maximera sin verksamhetsstyrning är det bra att försäkra sig om att hanteringen får önskvärd effekt, samt att styrningen i praktiken följer policyns formulering. Enligt Merchant (2012) uppnås detta på bästa sätt genom att implementera en ERM-process där ett tydligt tillvägagångssätt för varje steg i processen är definierat.

Spekulation

En annan aspekt, kopplat till den personliga dimensionen, är spekulation med hjälp av derivatinstrument. Den grundläggande idén med hedging är att eliminera all osäkerhet (Shapiro, 2005). Flera informanter förklarade att ett syfte med styrdokument är att motverka spekulation och reglera att derivatpositioner endast ingås med transaktionsexponering som underliggande tillgång. Hedging resulterar också i att all möjlighet till att tjäna pengar på valutamarknaden försvinner (Shapiro, 2005). Vi kan se tendenser till att detta påverkar vissa företag och att de inte är beredda att helt ge upp chanserna till att tjäna pengar på valutamarknaden. Brown m.fl. (2006) påpekar att det är svårt att avgöra hur spekulation påverkar företagsvärdet, de finner visst belägg för att det ökar men menar samtidigt att det är mycket svårt att utläsa till vilka kostnader.

De flesta informanterna menar att bakgrunden till mandatet för spekulation är personlig tillfredsställelse hos de anställda. Adam menade att mandatet är så litet att det aldrig skulle märkas i företagets totala resultat. Erik och Eskil sticker ut ur mängden och berättade att de har så stora mandat att de inte skulle känna sig bekväma i att utnyttja hela. Brealey m.fl. (2014) anser att om spekulation ska ske bör det vara vid sidan av den riskjusterade positionen. Ivar beskrev att det är så mandatet är formulerat medan till exempel Adam, Erik och Eskil förklarade att de har mandat att spekulera i befintlig transaktions-exponering. När de anställda tillåts att spekulera i derivatpositioner, vilka avser att hedga en befintlig transaktionsexponering, ger det upphov till olika hantering av transaktions-exponering i olika valutor. Erik förklarade att de enbart väljer att spekulera i de valuta-flöden där de har stor kunskap om valutamarknaden och att det för det mesta är i de större valutorna. Detta resulterar i att flöden från lite mindre valutor lämnas säkrade medan de spekulerar i flöden med större valutor.

5.6.3 Externa regleringar

Informanterna var överens om att den enskilt största faktorn för olik hantering är när ett land har valutarestriktioner och det inte är praktiskt möjligt att genomföra hedgingen. De flesta menade också att externa regelverk i hög grad påverkar styrdokument och hantering av transaktionsexponering.

Valutarestriktioner

Informanterna förklarade att många tillväxtländer, och flera länder i BRICS, har stränga valutaregleringar. Det medför att transaktionsexponeringen inte kan hanteras på samma sätt som flöden i andra valutor och det ger upphov till en naturligt skild hantering. Flera informanter beskrev att de hanterar exponeringen genom att låta dotterbolagen sköta det själva och förklarade att det inte finns så mycket annat att göra. Bertil förklarade att han ser detta som ett problem, trots att företaget inte hedgar, då dotterbolagen ofta inte besitter den kompetens som krävs för att hantera exponeringen eller utföra växlingen. Han menade också att det blir för krångligt att göra på något annat sätt och att de inte har något bättre alternativ. Adam gav däremot en lösning på problematiken och förklarade att de handlar på dotterbolagens vägnar genom att kontakta en bank med kontor i både Sverige och det aktuella landet och meddelar hur affären ska genomföras. Vi finner det intressant att Adams företag har tagit fram en lösning på problemet och gjort det möjligt att indirekt sköta all hantering av transaktionsexponering centraliserat, även där det egentligen inte är praktiskt möjligt. Än mer intressant är att ingen annan informant ens spekulerade i dessa banor utan poängterade enbart att det var ett stort problem. De allra flesta informanterna förtydligade att företagets mål är att hantera all transaktionsexponering centraliserat och att Treasury ska exekvera alla transaktioner. De berättade att länder med

valutarestriktioner utgör ett problem, att det skapar extra exponering och därigenom risker i koncernen, men att de för tillfället inte kan hitta någon bra lösning för det.

Externa regelverk

Ekholm (2013) argumenterar för att externa regelverk har blivit striktare och att finanskrisen under 00-talet har resulterat i mycket hårdare krav på att föra register och bokföring över derivattransaktioner. Girling (2013) visar att ökad övervakning från tillsynsmyndigheter har bidragit till att företag har tydligare och mer realistiska styrdokument. Flera informanter berättade att det har skett förändringar i styrdokumentet efter finanskrisen. Vi menar att det dels beror på en striktare reglering av derivattransaktioner, men även på en förändrad attityd till riskhantering. Adam uttryckte att de befinner sig i föränderlig bransch där företaget förändras hela tiden och att detta gör att policyn måste kunna följa med i utvecklingen.

Flera informanter menade att de externa regleringarna får en allt viktigare roll för hanteringen av transaktionsexponering och indirekt för utformningen av styrdokument. Flera informanter förklarade att det var stor skillnad bara för ett par år sedan. Bland annat nämnde Helge att införandet av EMIR har påverkat dem till stor del. Flera informanter sade att det har blivit för kostsamt för att de ska bry sig om små flöden, och det resulterar i att de inte säkras samt att företaget hedgar mindre. Majoriteten av informanterna beskrev att de har en begränsad handel med länderna i BRICS, det vill säga mindre flöden i de valutorna. Vi anser att mindre flöden i kombination med ökade kostnader, i samband med hedging, leder till att hanteringen av transaktionsexponering i BRICS-valutor drabbas hårt. Vidare ser vi att en konsekvens av de allt striktare externa regleringarna är mindre omfattande säkringar i tillväxtländer.

Flera informanter förklarade att de påverkas av externa regelverk angående förändrade redovisningsregler. Cesar beskrev att de reglerar hanteringen med utgångspunkt i att kunna uppfylla IASB förordning, IFRS 9, om regler för säkringsredovisning. De anser att det är viktigt för företaget att få redovisa resultatet från de finansiella derivatpositionerna över eget kapital och detta sker då på bekostnad av effektiv riskhantering. Cesar förklarade att de inte nettar i maximal utsträckning då de tvingas ingå derivatpositioner för varje enskild faktura för att uppfylla IASB krav för säkringsredovisning.

6 Slutsatser

I detta kapitel presenteras studiens slutsatser med utgångspunkt i syfte och forskningsfrågor. Därefter kommer studiens problemformulering att besvaras. Avslutningsvis ges rekommendationer till fortsatt forskning.

6.1 Hur reglerar företag hantering av transaktionsexponering med hjälp av styrdokument?

Vi konstaterar att samtliga företag i studien reglerar hantering av transaktionsexponering med hjälp av styrdokument. De har övergripande styrdokument som syftar till att skapa en effektiv hantering av transaktionsexponeringen. Dessa dokument reglerar alla stora beslut och strategier för hanteringen men de anger inte i detalj hur hanteringen ska utföras. Det övergripande styrdokumentet kompletteras med andra detaljrika styrdokument, vilka är mer anpassade efter företagets organisationsstruktur och verksamheter. Vi kan se indikationer på att decentraliserade företag, har fler och mer mångsidiga styrdokument än centraliserade.

Vi fastslår att mandatfördelning utgör en stor del av företagets styrdokument och vi har identifierat att företagen väljer att dela ut mandat för beslutsfattning, och delegera ansvaret för hanteringen till Treasury, istället för att reglera tillvägagångssättet i styrdokumentet.

6.2 Framstår företags utformning av styrdokument som ändamålsenlig i jämförelse med vad forskning förespråkar?

Vi identifierar att företags utformning av styrdokument överensstämmer med vad forskningen förespråkar i flera avseenden. Företagen och forskningen anser att motivet till reglering är att skapa effektivitet och motverka bristfälligt agerande i hanteringen. Forskningen visar att effektiv riskhantering uppkommer genom ett väl utformat ramverk bestående av både övergripande styrdokument och kompletterande styrdokument, eller dokumenterade tillvägagångssätt. Vi kan konstatera att företagen följer forskningen i detta avseende. Vi ser nytta i att komplettera det övergripande styrdokumentet, men menar att det kan bli problematiskt med alltför många styrdokument. Detta kan orsaka ett alltför komplext ramverk för hanteringen och motarbetar därmed regleringens syfte.

Forskningen antyder att styrdokument bör uttrycka tydliga riktlinjer för hantering för att minimera effekterna av felaktigt agerande. Flera informanter beskrev att deras över-

gripande styrdokument är vagt formulerat medan forskningen förespråkar tydlighet. Informanterna förklarade att mandatfördelning utgör en stor del av styrdokumentet, detta stämmer bra överens med vad tidigare forskning kommit fram till. Forskningen visar även att subjektiva variabler bör tas i beaktning vid utformandet, vilket vi identifierat att endast en liten andel av företagen gör. Vi kan fastslå en bristande överensstämmelse mellan forskningen och hur företagen utformat styrdokument. Forskning förordar att utformning av styrdokument bör involvera flera nivåer i företaget. Genom nyttjandet av tillvägagångssättet uppifrån och ner samt nerifrån och upp kan Treasury utforma styrdokument som reglerar hanteringen på ett sätt som speglar verksamheten väl. Vi kan konstatera att samtliga företag nyttjar detta tillvägagångssätt.

Vi ser indikationer på att företagen till stor del följer de modeller som forskningen förespråkar för utformning av styrdokument. Däremot verkar informanterna inte medvetna om att de följer en process. De kan inte ange några bakomliggande faktorer och vet egentligen inte hur styrdokumentet utformats. Vi kan även identifiera att företagen emellanåt prioriterar enkelhet framför kostnadsminimering.

Ett företag analyserar olika risker förknippade med transaktionsexponering i varje valuta innan de beslutar hur de ska säkra det exponerade flödet. Vi utläser att resterande företag indirekt arbetar på ett liknande sätt. Proceduren är inte reglerad och vi menar med stöd i tidigare forskning att det skulle vara fördelaktigt att genomföra landanalyser efter ett reglerat tillvägagångssätt för att undvika situationer där personliga åsikter är avgörande.

6.3 Vilka faktorer ger upphov till eventuell avvikande reglering av transaktionsexponering i olika valutor?

Vi har urskilt att tio av de elva företagen reglerar all hantering av transaktionsexponering på ett homogent sätt. Styrdokumentet belyser inga skillnader mellan hur transaktionsexponering i olika valutor ska hanteras. Vi ser att företagen valt att genom styrdokumentet dela ut mandat till finansdirektören, och överlåta beslut angående hantering för en viss transaktionsexponering till denne. Däremot har ett företag styrdokument som skiljer på hur transaktionsexponering i mindre likvida valutor ska hanteras, och anger att flödet då ska säkras för kortare tidshorisont. Ett annat företag berättade att de var på väg att införa en liknande reglering där mindre och osäkra flöden fordrar kortare säkringar. Utifrån detta kan vi konstatera att majoriteten av företagen inte har en avvikande reglering för hur transaktionsexponering i olika valutor ska hanteras. Det företag som har en skild reglering bedömer valutans likviditet som avgörande faktor.

Regleringen för hantering av transaktionsexponering medför genomgående att finansdirektören har mandat att besluta om hur en viss transaktionsexponering ska hanteras; antingen genom att själv fatta beslut eller genom att delegera mandatet, och således beslutet, till Treasury. Vi har identifierat att denna typ av reglering i styrdokument medför att transaktionsexponering i olika valutor hanteras olika, trots att styrdokumenten anger att alla valutor ska behandlas lika. Efter utredning kommer vi fram till åtskilliga faktorer vilka ger upphov till en avvikande *hantering*, och således inte inbegripes i företagets styrdokument. De faktorer vi erfor är av varierande karaktär, dels har vi urskilt faktorer relaterade till valutamarknadens egenskaper, dels företagsspecifika faktorer och dels andra påverkande omvärldsfaktorer. Faktorerna är:

- valutans likviditet
- landets ränteläge
- sedvana i landet
- företagets organisationsstruktur
- personliga åsikter inom företaget
- graden av spekulation inom företaget
- valutarestriktioner i landet
- externa regelverk.

6.4 Problemformulering

Studiens problemformulering; *I vilken utsträckning kongruerar tidigare forskning med hur svenska företag har utformat styrdokument för hantering av transaktionsexponering i olika valutor?* kan efter analys och diskussion besvaras.

Vi konstaterar att tidigare forskning i stor utsträckning utgår från ett amerikanskt perspektiv och att den inte är helt applicerbar i en svensk kontext, då svenska företag överlag är utsatta för större transaktionsexponering än amerikanska företag. Vi har dock i enighet med tidigare forskning kommit fram till att vaga styrdokument skapar sämre förutsättningar att följa upp hanteringen och ökar riskerna för att transaktionsexponering inte minimeras på ett effektivt sätt. Kongruerar gör även forskning kring kompletterande styrdokuments funktion och hur vi har identifierat att studiens företag går tillväga vid upprättande av reglering för hantering.

Vi kan fastslå att studiens företag har en varierande hantering av transaktionsexponering beroende på vilken valuta transaktionsexponeringen uppstår i och att alla företag utom ett valt att inte reglera detta. Argument är att de vill ha ett övergripande styrdokument som inte kräver kontinuerliga förändringar eller uppdateringar. Vi har identifierat tendenser

till att det övergripande styrdokumentet leder till en förenklad och ensidig hantering, vilket i sin tur resulterar i att företaget bär onödig transaktionsexponering.

Tidigare forskning förespråkar att reglering för hantering av transaktionsexponering utformas med fokus på hela koncernen och med utgångspunkt i koncernens totala risker, det vill säga med ett ERM-perspektiv. Vi har identifierat att Treasury till stor del utformar styrdokumentet på eget bevåg och menar med stöd i forskning att styrdokumentets utförande skulle gynnas av att fler enheter inom företaget var med och påverkade. Företagen skulle kunna effektivisera riskhanteringen genom att se transaktionsexponering som en del av företagets totala risker. De skulle kunna minimera inverkan av personliga åsikter, motverka uppkomst av onödig exponering samt skapa långsiktiga konkurrensfördelar genom att utforma styrdokumentet utifrån ett ERM-perspektiv.

6.5 Fortsatt forskning

Hur svenska företag reglerar hanteringen av transaktionsexponeringen är ett relativt utforskat område och således finner vi denna studie som en möjlig utgångspunkt för vidare studier. Det skulle vara intressant att bredda området med både kvantitativ och kvalitativ forskning.

Det är intressant att undersöka om samma resultat uppkommer i en studie av små företag. Ytterligare förslag på fortsatt forskning är att studera vilka skillnader det föreligger mellan företag i olika branscher.

Det skulle även vara intressant att ytterligare undersöka målen med företags styrning av riskhantering, då vi identifierat indikationer på att företag nyttjar enkla styrdokument på bekostnad av kostnadseffektiv hantering av transaktionsexponering.

För framtida studier uppmuntrar vi till att utforska om ERM skapar effektiv och långsiktig riskhantering i företag. Vår studie antyder att ERM används i begränsad utsträckning och vi anser det intressant att undersöka om detta är fallet och i så fall motiven till det.

Litteraturförteckning

Acharyya, M. & Brady, C. (2014). Designing an enterprise risk management curriculum for business studies: insights from a pilot program. *Risk Management and Insurance Review*, vol. 17:1, 113-136.

Ahrne G. & Svensson P. (2012). *Handbok i kvalitativa metoder (uppl. 1:2)*. Malmö: Liber AB.

Alkebäck, P. & Hagelin, N. (1999). Derivative Usage by Nonfinancial Firms in Sweden with an International Comparison. *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 10:2, 105-120.

Allayannis, G., Lel, U. & Miller, D. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, vol. 87, 65-79.

Allayannis, G. & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, vol. 20, 273-296.

Allayannis, G. & Weston, J. (2001). The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *The Review of Financial Studies*, vol. 14:1, 243-276.

Alvehus J. (2013). *Skriva uppsats med kvalitativ metod (1:a uppl.)*. Stockholm: Liber AB.

Baird, S. (2006). Managing Currency Risk: How Do Mid-Size Companies meet The Challenge? *Business Credit*, vol. 108:10, 95-67.

Batini, N., Levine, P. & Pearlman, J. (2010). Monetary rules in emerging economies with financial market imperfections. I Gali, J. & Gertler, M. (red.), *International Dimensions of Monetary Policy*, Chicago: University of Chicago Press.

Bartram, S., Brown, G. & Conrad, J. (2011). The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 46:4, 967-999.

Bartram, S., Brown, G. & Fehle, F. (2009). International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Financial Management*, vol. 38, 185-206.

Baxter, R., Bedard, J., Hoitash, R. & Yezegel, A. (2013). Enterprise Risk Management Program Quality: Determinants, Value Relevance, and the Financial Crisis. *Contemporary Accounting Research*, vol. 30:4, 1264-1295.

- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. (2014). *Investments (9:e uppl.)*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bodnar, G. & Gentry, W. (1993). Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan, and the USA. *Journal of International Money and Finance*, vol. 12, 29-45.
- Bodnar, G., Hayt, G. & Marston, R. (1998). 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms. *Financial Management*, vol. 27:4, 70-91.
- Bodnar, G., Hayt, G., Marston, R. & Smithson, C. (1995). Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, vol. 24:2, 104-114.
- Brealey, R., Meyers, S. & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance (11:e uppl.)*. New York: McGraw-Hill Education.
- Brown, G. (2001). Managing foreign exchange risk with derivatives. *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 401-408.
- Brown, G., Crabb, P. & Haushalter, D. (2006). Are Firms Successful at Selective Hedging? *Journal of Business*, vol. 79:6, 2925-2949.
- Bryman, A. & Bell, E. (2014). *Företagsekonomiska forskningsmetoder (2:a uppl.)*. Stockholm: Liber AB.
- Butler, M. & Allen, P. (2008). Understanding Policy Implementation Processes As Self-Organizing Systems. *Public Management Review*, vol. 10:3, 421-440.
- Buttonwood. (2015a). *The Economist explains: Why currency volatility has got worse*. Tillgänglig via <http://www.economist.com/node/21642003/print> (hämtad 2015-02-24).
- Buttonwood. (2015b). *Currency wars: Loselose or winwin?* Tillgänglig via <http://www.economist.com/node/21642080/print> (hämtad 2015-02-24).
- Calvo, G. (2002). On dollarization. *Economics of Transition*, vol. 10:2, 393-403.
- Collier, P. & Davis, E.W. (1985). The Management of Currency Transaction Risk by UK Multi-national Companies. *Accounting and Business Research*, vol. 15:60, 327-334.
- Devereux, M., Lane, P. & Xu, J. (2006). Exchange rate and monetary policy in emerging market economies. *The Economic Journal*, vol. 116, 478-506.

- Dhanani, A. & Groves, R. (2001). The management of strategic exchange risk: evidence from corporate practices. *Accounting and Business Research*, vol. 31:4, 275-290.
- Dominguez, K. & Tesar, L. (2006). Exchange rate exposure. *Journal of International Economics*, vol. 68, 188-218.
- Dufey, G. & Srinivasulu, S.L. (1983) The Case for Corporate Management of Foreign Exchange Risk. *Financial Management*, vol. 12:4, 54-62.
- Ekholm, K. (2013). *Finansmarknadernas globalisering efter den globala finanskrisen, Penning- och valutapolitik*. Tillgänglig via http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2013/2013_1/rap_pov_artikel_1_130321_sve_reviderad_130328.pdf (hämtad 2015-03-20).
- Eun, C., Resnick, B. & Sabherwal, S. (2012). *International Finance (6:e uppl, global uppl.)*. New York: McGraw-Hill Irwin.
- European Commission. *Derivatives/EMIR*. Tillgänglig via http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm (hämtad 2015-03-20).
- Géczy, C., Minton, B. & Schrand, C. (1997). Why Firms Use Currency Derivatives. *The Journal of Finance*, vol. 52:4, 1323-1354.
- Gibbons, R. (2010). Risk Management in Foreign Exchange Shouldn't be a Foreign Idea. *Financial Executive*, 62-64.
- Girling, P. (2013) *Operational risk management: a complete guide to a successful operational risk framework*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Hagelin, N. & Pramborg, B. (2004). Hedging Foreign Exchange Exposure: Risk Reduction from Transaction and Translation Hedging. *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 15:1, 1-20.
- Hakkarainen, A., Joseph, N., Kasanen, E. & Puttonen, V. (1998) The foreign exchange exposure management practices of Finnish industrial firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 9:1, 34-57.
- Haushalter, D. (2000). Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging: Evidence from Oil and gas Producers. *The Journal of Finance*, vol. LV:1, 107-152.
- Heye, P. (2011). How to Manage Fluctuations in Foreign Currency Rates. *Journal of Accountancy*, vol. 211:4, 19.

He, J. & Ng, L. (1998). The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations. *The Journal of Finance*, vol. LIII:2, 733-753.

Hull, J. (2015). *Options, Futures and Other Derivatives (8:e uppl. global uppl.)*. Boston: Pearson cop.

IFRS. *IFRS 9 Financial Instruments (replacement of IAS 39)*. Tillgänglig via <http://www.ifrs.org/current-projects/iasb-projects/financial-instruments-a-replacement-of-ias-39-financial-instruments-recognition/Pages/Financial-Instruments-Replacement-of-IAS-39.aspx> (hämtad 2015-03-20).

Jorion, P. (1990). The Exchange-Rate Exposure of U.S Multinationals. *Journal of Business*, vol. 63:3, 331-345.

Jutesen, L. & Mik-Meyer, N. (2011). *Kvalitativa metoder: från vetenskapsteori till praktik*. Lund: Studentlitteratur AB.

Kvale S. & Brinkmann S. (2014). *Den kvalitativa forskningsintervjun (3:e uppl.)*. Lund: Studentlitteratur AB.

Langenhan, M. K., Leka, S. & Jain, A. (2013). Psychosocial Risks: Is Risk Management Strategic Enough in Business and Policy Making? *Safety and Health at Work*, vol. 4, 87-94.

Mallick, S. & Sousa, R. (2012). Commodity Prices, Inflationary Pressures, and Monetary Policy: Evidence from BRICS Economies. *Open Economies Review*, vol. 24, 677-694.

Mathur, I. & Knowles, L. (1985). Foreign Exchange Risk Management Strategies of U.S. Multinationals. *Scandinavian Journal of Management Studies*, vol. 2:1, 41-59.

Merchant, K. (2012). ERM: Where to Go From Here. *Journal of Accountancy*, vol. 214:3, 32-36.

Miller, K. & Reuer, J. (1998). Firm Strategy and Economic Exposure to Foreign Exchange Rate Movements. *Journal of International Business Studies*, vol. 29: 3, 493-513.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, vol. XLVIII:3, 261-297.

Nationalencyklopedin. *BRICS*. Tillgänglig via <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lang/brics> (hämtad 2015-05-19).

- Njoroge, N., Matumo, N. & Maina, K. (2013). Factors influencing development of financial derivatives markets: a survey of listed companies in Kenya. *Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies*, vol. 2:5, 258-267.
- Nocco, B. & Stulz, R. (2006). Enterprise Risk Management: Theory and Practice. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18:4.
- Nydahl, S. (1999). Exchange rate exposure, foreign involvement and currency hedging of firms: some Swedish evidence. *European Financial Management*, vol. 5:2, 241-257.
- Oetzel, J., Bettis, R. & Zenner, M. (2001). Country Risk Measures: How Risky Are They? *Journal of World Business*, vol. 36:2, 128-145.
- Paladino, B. (2008). Strategically Managing Risk In Today's Perilous Markets. *Strategic Finance*, vol. 90:5, 27-33.
- Pérez-Gonzalez, F. & Yun, H. (2013). Risk Management and Firm Value: Evidence from Weather Derivatives. *The Journal of Finance*, vol. LXVIII:5, 2143-2176.
- PwC (2014). *IFRS 9 – äntligen en fullständig, ny standard för finansiella instrument på plats*. Tillgänglig via <http://www.pwc.se/sv/redovisning/artiklar/ifrs-9-antligen-en-fullstandig-ny-standiard-for-finansiella-instrument-pa-plats.jhtml> (hämtad 2015-03-20).
- Radomska, J. (2014). Operational risk associated with the strategy implementation. *Management*, vol. 18:2, 31-43.
- Rivera, J. & Milani, K. (2011). Budgeting for International Operations: Impact on and Integration with Strategic Planning. *Management Accounting Quarterly*, vol. 12:4.
- Simons, R. (2000). *Performance measurement & control systems for implementing strategy: text & cases*. New Jersey: Prentice Hall.
- Shapiro, A. (1975). Exchange rate changes, inflation, and the value of the multinational corporation. *The Journal of Finance*, vol. XXX:2, 485-502.
- Shapiro, A. (2005). *Foundations of Multinational Financial Management*. Berkeley: Leyh Publishing, LLC.
- Stulz, R. (1996). Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9:3, 8-24.
- Thomson Reuters Eikon. Data hämtad 2015-03-20.

Torgander, A. (2014). *Financial Reporting News, IFRS 9 med förenklade regler för säkringsredovisning*. Tillgänglig via <http://www.kpmg.com/se/sv/kunskap-utbildning/nyheter-publikationer/nyhetsbrev/financial-reporting-news/financial-reporting-news-2014/sidor/ifrs-9-forsakringsredovisning.aspx> (hämtad 2015-03-20).

Trost, J. (2010). *Kvalitativa intervjuer (uppl. 4:2)*. Lund: Studentlitteratur AB.

Tufano, P. (1996). Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry. *The Journal of Finance*, vol. LI:4, 1097- 1137.

Vetenskapsrådet. (2002). *Forskningsetiska principer inom humanistisk-samhällsvetenskaplig forskning*. Tillgänglig via <http://www.codex.vr.se/texts/HSFR.pdf> (hämtad 2015-02-27).

Wheelwright, S. (1975). Applying Decision Theory to Improve Corporate Management of Currency-Exchange Risks. *California Management Review*, vol. XVII:4, 41-49.

Wu, D. (2013) .Introduction to the Special Section on “Modeling Sustainable Risk Management”, *Human and Ecological Risk Assessment: An International Journal*, vol. 19:5, 1306-1308.

Bilaga 1

Tabell över standardavvikelsen för spot-kurser mellan respektive valuta (USD, EUR, GBP, BRL, RUB, INR, CNY, ZAR) och SEK på daglig basis för perioden 2010-01-01 till 2014-12-31 (Thomson Reuters Eikon).

Amerikanska dollar (USD)	0,76 %
Euro (EUR)	0,45 %
Brittiska Pund (GBP)	0,62 %
Brasilianska Real (BRL)	0,84 %
Ryska Rubel (RUB)	1,02 %
Indiska Rupie (INR)	0,82 %
Kinesiska Yuan (CNY)	0,76 %
Sydafrikanska Rand (ZAR)	0,80 %

Bilaga 2

Intervjuguide

Syftet med studien är att undersöka hur företags styrdokument för hantering av transaktionsexponering är utformat. Med transaktionsexponering menar vi den valutarisk som uppstår då en order reglerad i en utländsk valuta har någon form av senarelagd betalning, då tidpunkten för ingående av ordern ej är detsamma som tidpunkten för betalning. Vidare syftar studien till att undersöka om det finns några skillnader i styrdokumenterna beroende på vilka länder och valutor som involveras. Vi är i synnerhet intresserade av skillnader mellan valutor tillhörande tillväxtländer, som BRICS, och välutvecklade industrialiserade länder, som Europa och USA.

Syftet med intervjun är att skapa förståelse för hur ni praktiskt arbetar med riskhantering av transaktionsexponering samt erhålla djupare inblick i den bakomliggande processen och inverkan av faktorer vid utformningen av styrdokument. Intervjun kommer att behandla följande avsnitt: *bakgrund, hantering av transaktionsexponering i praktiken, regleringar* samt *upprättande av strategier och policy*.

Vi kommer att behandla allt material konfidentiellt och på begäran anonymisera ert deltagande. Med ert medgivande kommer intervjun att spelas in och vid förfrågan skickas det transkriberade materialet till er för synpunkter.

Vårt önskemål är att ni avsätter ca en timme för intervjun och gärna läser igenom intervjuguiden innan.

Bakgrund

- Kan du kort presentera dig själv och din roll i företaget?
- Vad har du för erfarenhet av hantering av valutarisker?

Hantering av transaktionsexponering i praktiken

- Kan du kort beskriva hur ni generellt arbetar med valutariskhantering?
- Kan du kort beskriva hur ni hanterar transaktionsexponering?
 - Kan du kort beskriva processen för hanteringen?
 - Påverkas besluten av någon företagsstrategi?
 - Använder ni er av olika tekniker (intern hantering, via tredje part, försäkringsbolag)?
 - Vilken typ av derivatinstrument använder ni?
 - Överlåter ni exponeringen på någon annan part?
 - Andra sätt?

- Hur fördelas ansvaret för hanteringen av transaktionsexponering mellan styrelse, ledning, handlare och annan?
- I vilken grad hanterar ni transaktionsexponering internt i företaget?
- Hur hanterar ni transaktionsexponering vid enskilda utländska kassaflöden?
- Skiljer sig hanteringen åt beroende på vilken typ av kassaflöde som säkras?
 - Storlek
 - Valuta
 - Tidsaspekt
 - Annat
- Skiljer sig hanteringen åt beroende på vilket land som involveras?

Regleringar

- Hur är hanteringen av transaktionsexponering reglerad i ert företag?
 - På vilket sätt
 - I vilken grad?
- Vad anser du vara motivet till att hanteringen är reglerad/oreglerad?
- I vilken utsträckning finns det formella (av styrelsen beslutade/skriftliga) ”finanspolicy” vilka behandlar hanteringen av transaktionsexponering?
- I vilken utsträckning skulle du säga att hanteringen av transaktionsexponering styrs eller påverkas av informell praxis?
- Hur påverkar formella/informella ”finanspolicy” fördelning av ansvar och mandat i ert företag?
- Finns det omständigheter där ni i praktiken avviker från dessa ”finanspolicy”?
- Hur detaljerad och strikt är regleringen; finns det utrymme för personliga initiativ under det praktiska arbetet med säkringen?

Upprättande av strategier och policy

- Hur skulle du kort beskriva att era formella/informella ”finanspolicy” för transaktionsexponering har vuxit fram?

- Kan du beskriva tillvägagångssättet vid utformningen av ”finanspolicy” för transaktionsexponering?
- Vilka i företaget deltar i utformningen av ”finanspolicy” för transaktionsexponering och på vilket sätt?
- Vilka faktorer är viktigast att ta hänsyn till vid utformning av ”finanspolicy” för transaktionsexponering?
- På vilket sätt påverkas utformningen av ”finanspolicy” för transaktionsexponering av olika aktörer?
 - Aktieägare
 - Styrelse
 - Internrevision
 - Risk manager/riskansvarig
 - Compliance manager/regelansvarig
 - Finansinspektionen (direktiv)
 - Revisorer
 - Jurister
 - Rådgivare
 - Försäkringsbolag
 - Annan
- Finns det skillnader i utformningen av ”finanspolicy” gällande hantering av kassaflöden i olika valutor?

Ja:

- Hur skiljer sig hanteringen åt?
- Vad är motivet till olika behandling?

Nej:

- Vad är motivet till detta?

- Är det några skillnader i utformningen beroende på om det gäller handel med en BRICS-valuta eller tex ett land med EUR, GBP eller USD?

Ja:

- Hur ser skillnaderna ut?
- Vad är avgörande för olika behandling?
- Tar ni hänsyn till att det är ett tillväxtland eller inte?

Nej:

- Vad är motivet till detta?

Framtiden

- Hur tror du att arbetet med utformningen av regleringar gällande hantering av transaktionsexponering kommer förändras i framtiden?
- Vad tror du är avgörande drivkrafter för utvecklingen i regleringar?
- Finns det något mer du skulle vilja tillägga eller berätta om?

Tack för din medverkan!

Bilaga 3

Brev till företag

Hej,

Vi är två civilekonomstudenter vid Linköpings universitet som nu under våren skriver vårt examensarbete inom finansiell ekonomi och verksamhetsstyrning. Arbetet behandlar området riskhantering och i synnerhet transaktionsexponering. Vi kommer att genomföra ett antal intervjuer och söker därmed företag som har möjlighet att ställa upp på en intervju inom snar framtid.

Vi är intresserade av att undersöka hur företag går tillväga vid hantering av volatilitet i utländska kassaflöden och eventuella skillnader i hanteringen av kassaflöden mellan valutor tillhörande BRICS-länder (Brasilien, Ryssland, Indien, Kina, Sydafrika) och USD, EUR eller GBP. Syftet med studien är att undersöka hur företags styrdokument för hantering av transaktionsexponering är utformat.

Vi anser att ert företag passar bra in i vårt urval då vi identifierat att ni har en betydande exponering mot utländska kassaflöden samt handel med ett BRICS-land och ett land med USD, EUR eller GBP som valuta. Personen aktuell för en intervju bör vara väl insatt i processen för riskhantering av utländska kassaflöden samt ha möjlighet att påverka denna process. Vi tänker oss att denna person har någon form av chefsbefattning. Vi beräknar att intervjun kommer att ta ungefär en timme att genomföra.

Med vänliga hälsningar och tack på förhand

Cecilia Abring och Madeleine Eriksson