



Norges miljø- og  
biovitenskapelige  
universitet

**Masteroppgave 2019 30 stp**  
Handelshøyskolen

## **Valutarisiko**

**En kvalitativ studie av norske importører**

Foreign exchange risk  
A qualitative study of norwegian importers

**Ahad Khan**  
Master i Økonomi og Administrasjon

FORSIDE

# Forord

Denne oppgaven markerer slutten på masterstudie i Økonomi og Administrasjon ved Handelshøyskolen ved Norges Miljø- og Biovitenskapelige Universitet i Ås. Gjennom studiene har jeg valgt ulike emner som har gitt meg innsikt og kunnskap innen en rekke ulike økonomiske, og administrative fag. Jeg har lært mye, men viktigst av alt; jeg har lært å lære.

Masterstudiene har naturligvis vært den mest givende perioden. Fra tidligere studier har jeg fått god innsikt i ulike teoretiske perspektiver. Under masterstudiene har jeg tilegnet meg innsikt og forståelse for hvordan teorien kan omsettes i praksis. Spesielt arbeidet med masteroppgaven har vært givende og jeg har underveis oppdaget bredden av mulighetene jeg har fått som følge av min utdanning. Det er ikke til å legge skjul på at oppgaven har vært en utfordrende prosess, men også spennende og lærerik. Jeg vil spesielt takke min veileder Glenn Roger Kristiansen ved Handelshøyskolen for hjelp og støtte underveis. Hans faglige innsikt, vennlighet og pålitelighet har vært avgjørende for at jeg har kommet i mål med oppgaven.

Jeg vil også rette en stor takk til alle informantene som har tatt seg tid til å delta i denne studien. Uten deres bidrag hadde det ikke vært mulig å fullføre denne oppgaven.

Avslutningsvis vil jeg også takke min familie for deres veiledning og støtte underveis i studiene.

Ahad Khan

Norges Miljø- og Biovitenskapelige Universitet – Handelshøyskolen

15.05.19

# Sammendrag

Denne oppgavens tema er norske virksomheters tilnærming til og håndtering av valutarisiko – i en tid hvor forbruksvarene i stadig økende grad importeres fra utlandet. Det finnes en rekke eksempler på bedrifter som har tapt store beløp, eller som i verste fall har gått konkurs på grunn av svingninger i valutakursene. Formålet er å utforske og kartlegge norske importørers praksis, motiver og holdninger til valutaeksponering og sikring, i tillegg til å vurdere konsekvensene av styrets rolle i dette arbeidet.

Oppgaven har en kvalitativ tilnærming og er utformet som en casestudie. Grunnlaget er et sett med intervjuer av individer som arbeider med valutarisiko og sikring. Noen av disse er ansatt i finansavdelingen til en importbedrift og andre har bakgrunn fra ulike rådgivningstjenester innen valutastyring og sikring.

Resultatene fra oppgaven viser at norske importbedrifter i stor grad er eksponert mot svingninger i valutakursene og at de har et aktivt forhold til å styre eksponeringen. Stabilitet, forutsigbarhet og langsiktighet i kontantstrømmene er motiverende årsaker for deres sikringspraksis. De benytter seg av både operasjonelle og finansielle former for sikring, og hvor sistnevnte vektlegges i større grad. Andre funn knyttes til konsekvensene ved at styret utformer og identifiserer valutastrategien. Det er både positive og negative aspekter ved dette. Den ansvarlige for de praktiske handlingene får klare retningslinjer å forholde seg til, men samtidig blir hans faglige vurderinger i mindre grad vektlagt.

# Abstract

The overall topic of this thesis is Norwegian company's management of foreign exchange risk – In a time where an increasing amount of consumer goods are imported from abroad. There are many examples of firms that have lost large amounts of revenues, or in the worst cases filed for bankruptcy as a result of fluctuations in the exchange rates. The purpose of this thesis is to examine Norwegian importers strategies and motives for managing foreign exchange rate exposure by hedging means. We also evaluate the consequences of the board of directors direct involvement in these procedures.

The paper has a qualitative approach and is designed as a casestudy. The rationale is a set of interviews with individuals who work with foreign exchange risk and hedging. Some of my interviewees work for an importing firm under the financial division while others are related to risk advisory firms.

Our results indicate that Norwegian importing firms are exposed to foreign exchange rate in a high degree and that they have an active approach to managing the foreign exchange exposure. Stability, predictability and long-term evaluations are motives for hedging. They apply both operational and financial approaches whereas the last mentioned is emphasized. Other findings are related to the consequences of the hedging strategies being designed and defined by the board of directors. There are both positive and negative aspects of this approach. The individual, usually someone in the treasury department, who has direct responsibility for the practical hedging activities have clear guidelines to follow, but on the other hand his assessments based on academic background is in some degree neglected.

# Innholdsfortegnelse

<b>FORORD</b> .....	<b>2</b>
<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>3</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>4</b>
<b>INNHALDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>5</b>
<b>1. INTRODUKSJON</b> .....	<b>7</b>
1.1 BAKGRUNN .....	7
1.2 PROBLEMSTILLING OG FORMÅL.....	8
1.3 OPPGAVENS STRUKTUR .....	9
<b>2. GENERELLE BEGREPER OG DEFINISJONER</b> .....	<b>10</b>
2.1 VALUTAKURSER .....	10
2.2 VALUTAMARKEDENE .....	11
2.4 VALUTARISIKO OG EKSPONERING .....	15
2.5 MÅLING OG IDENTIFISERING AV RISIKO .....	18
2.6 VALUTASTYRING.....	20
2.7 FINANSIELLE OG STRATEGISKE FORMER TIL SIKRING .....	24
2.7.1 <i>Finansiell tilnærming til sikring</i> .....	24
2.7.2 <i>Strategisk tilnærming til sikring</i> .....	28
<b>3 TEORETISK RAMMEVERK</b> .....	<b>31</b>
3.1 FINANSIELL SIKRING .....	31
3.2 OPERASJONELL SIKRING.....	33
3.3 VALUTASTRATEGIENES FORANKRING PÅ STYRENIVÅ OG TRANSPARENS .....	36
3.4 FORSKNINGSSPØRSMÅL.....	38
<b>4. METODE</b> .....	<b>38</b>
4.1 FORSKNINGSDESIGN .....	39
4.2 METODE FOR DATAINNSAMLING .....	40
4.2.1 <i>Utvelgelse av intervjuobjekter</i> .....	41
4.2.2 <i>Beskrivelse av intervjuobjekter</i> .....	42
4.2.3 <i>Under intervjuet</i> .....	43
4.3 ORGANISERING, ANALYSE OG FORTOLKNING .....	44
4.4 EVALUERING .....	45
4.4.1 <i>Reliabilitet &amp; Pålitelighet</i> .....	45
4.4.2 <i>Validitet &amp; Troverdighet</i> .....	46
<b>5. ANALYSE &amp; DISKUSJON</b> .....	<b>48</b>
5.1 ANALYSE.....	48

5.1.1 Intervjuobjekt 1.....	49
5.1.2 Intervjuobjekt 2.....	52
5.1.3 Intervjuobjekt 3.....	53
5.1.4 Intervjuobjekt 4.....	55
5.2 DISKUSJON .....	58
5.2.1 Funn 1.....	58
5.2.2 Funn 2 .....	61
5.2.3 Funn 3.....	63
<b>6 KONKLUSJON.....</b>	<b>65</b>
<b>REFERANSELISTE.....</b>	<b>66</b>
VEDLEGG 1 .....	70
VEDLEGG 2 .....	72

# 1. Introduksjon

I introduksjonen vil jeg begynne med å beskrive generell bakgrunnsinformasjon om oppgavens overordnede tema, min motivasjon og hvorfor det er et viktig forskningsområde. Deretter vil jeg definere min problemstilling og redegjøre for oppgavens unike bidrag og formålet. Jeg vil avslutte med å belyse oppgavens videre struktur

## 1.1 Bakgrunn

Norge har en liten, men åpen økonomi hvor den råvarebaserte eksportindustrien står sterkt. Det eksporteres mye olje og fisk, og Norge importerer også i stor grad sine forbruksvarer fra utlandet. Dette medfører at norske virksomheter er spesielt utsatt for valutarisiko. Det at Norge heller ikke er medlem av EU, gjør valutarisiko spesielt viktig for virksomheter i Norge.

Når det i 2015 ble klart at det norske forsvaret ikke hadde valutasikret kjøpet på nye jagerfly skapte det en mediestorm og skepsis til forsvarets interne vurderinger. Spesielt styrkelsen av dollaren opp mot kronen i samme tidsperiode ga grunn til bekymring. Fra perioden 2012- 2016 har dollaren styrket seg med hele tre kroner. Det ble vist til at kommersielle aktører som Norwegian og SAS alltid valutasikret kjøp av nye fly. Begrunnelsen for å ikke sikre seg for forsvarets del var at de mente at det over tid ville være lønnsomt for staten å la vær. Det ble også henvist til «selvassurandørprinsippet» staten operer med, som kort fortalt innebærer at staten forsikrer seg selv. Et slikt gode besitter man ikke i det private næringsliv.

Multinasjonale selskap er nødt til å forholde seg til flere ulike valutaer og er derfor eksponert for valutarisiko. Eksponeringen kan medføre betydelige økonomiske konsekvenser og det er essensielt å iverksette tiltak som reduserer variansen i kursene. Økt volatilitet i valutamarkedene underbygger viktigheten av gode strategier for sikring.

Internasjonal handel og investeringer på tvers av landegrenser medfører en eksponering for usikkerhet i valutamarkedet. Både lønnsomheten i et prosjekt, men også verdien av en virksomhet er betydelig sårbar for fluktasjoner i valutakurser. Norske virksomheter som opererer med flere valutakurser er intet unntak. Dette kan være i form av økte kostnader

forbundet med import og svakere inntjening ved eksport. Som følge av dette risikomomentet anvender virksomheter ulike finansielle og operasjonelle metoder for å redusere eller sikre seg mot denne eksponeringen.



Min motivasjon for å velge å fordype meg i valutarisiko har vært tidligere kurs hvor liknende problemstillinger har blitt belyst. Jeg har fått en interesse for å tilegne meg mer kunnskap om hvordan virksomheter forholder seg til og strategier som anvendes for valutasikring. Samtidig ser jeg også at tematikken og utfordringene stadig blir mer relevant for norske virksomheter. At tematikken stadig blir mer aktuell for norske virksomheter mener jeg underbygger studiens relevans.

## 1.2 Problemstilling og formål

Jeg har valgt å se nærmere på den norske praksisen for valutasikring da dette er et svært aktuelt tema for norske virksomheter. Hvilket motiv har virksomhetene og hvilke metoder anvendes? Kan vi identifisere noen form for særegenhet for norsk praksis? Er det mulig å identifisere svakhetsmomenter og styrker i sikringspraksisen?

I denne studien har jeg valgt å se nærmere på hvilke finansielle og operasjonelle sikringsmetoder som anvendes i norsk sammenheng og hvilke motiver som ligger bak. Ved å studere praksisen omkring mer operasjonelle sikringstiltak mener jeg at det vil gi et bedre bilde av virksomheters langsiktige valutasikringsstrategier. Jeg har også lagt vekt på å undersøke hvilke konsekvenser og oppfatninger norske importbedrifter har til styrets rolle og offentliggjøring av slike strategier. For å kunne avklare disse underelementene i problemstillingen min har jeg intervjuet ulike aktører som arbeider med valutarisiko og sikring. Jeg har intervjuet banker som tilbyr risikorådgivning og jeg har intervjuet en norsk importbedrift. Datagrunnlaget gir et godt utgangspunkt til å belyse praksis, holdninger og oppfatninger norske bedrifter har til valutarisiko.

***Hvordan sikrer norske importvirksomheter sin valutaeksponering, og hvilke konsekvenser har det for den praktiske implementeringen at valutastrategien forankres på styrenivå?***

Studien er hovedsakelig rettet mot interessenter i norske virksomheter som er utsatt for valutarisiko og som arbeider med dette i arbeidslivet. Studien belyser hvilke operasjonelle og finansielle sikringsmetoder som anvendes i norske virksomheter og drøfter metoder og strategier som i større grad kan anvendes i en norsk sammenheng. Denne studien skiller seg ut ved at den tar for seg hvordan virksomhetene håndterer dette i praksis og legger særlig vekt på å belyse deres forhold til styrets rolle i risikostyringen. Forholder man seg til finansielle instrumenter når det kommer til sikring eller velger selskapene en mer operasjonell tilnærming?

Det vil være interessant å se hvilke strategier virksomhetene foretrekker, hvorfor de gjør det, konsekvensene av disse og se tilnærmingene i lys av forskning og teorien.

### 1.3 Oppgavens struktur

#### **Kapittel 1 Bakgrunn**

I kapittel 1 vil jeg beskrive generell bakgrunnsinformasjon, problemstillingen jeg har valgt, formålet og min motivasjon for dette valget.

#### **Kapittel 2 Generelle begreper & definisjoner**

Kapittel 2 vil ta for seg generell teori om valutateori. Herunder valutakurser, valutamarkedene, markedsaktørene, valutarisiko og eksponering, instrumenter for måling og identifisering av risiko, metoder for valutastyring og ulike operasjonelle og finansielle metoder for sikring

#### **Kapittel 3 Teoretisk rammeverk**

Dette kapittelet inneholder relevant forskning og litteratur som har sammenheng med min studie.

#### **Kapittel 4 Metode**

I kapittel 4 vil jeg beskrive og redegjøre for valg av metode, forskningsdesign, fremgangsmåte ved datainnsamling, og teknikker for analysering og tolking av datamaterialet. Tilslutt vil jeg drøfte oppgavens troverdighet, reliabilitet, pålitelighet og validitet.

#### **Kapittel 5 Analyse & Diskusjon**

I det femte kapittelet vil jeg redegjøre for resultatene fra intervjuene. Aller først vil jeg gjøre dette fordelt etter hvert intervjuobjekt med utgangspunkt i mine forskningsspørsmål. Deretter vil jeg under diskusjonen samle intervjuobjektene standpunkt med utgangspunkt i forskningsspørsmålene og sammenstille de med mine teoretiske antakelser. Deretter vil jeg diskutere funnene.

#### **Kapittel 6 Konklusjon**

I det siste kapittelet vil jeg besvare problemstillingen.

## 2. Generelle begreper og definisjoner

Denne delen av oppgaven vil jeg beskrive begreper og definisjoner med forankring i faglitteraturen. Dette inkluderer relevant teori om valutamarkeder, aktører, hvordan valutarisiko måles og avslutningsvis vil jeg ta for meg ulike styringsmetoder. Teorien er en nødvendig forutsetning for den videre diskusjonen i oppgaven.

### 2.1 Valutakurser

En valutakurs kan defineres som markedsprisen på en valuta uttrykt i en annen valuta (Berk & DeMarzo, 2017). Valutakursen, eller vekslingskursen, defineres parvis. Det vil si at man sammenligner en valuta med en annen. For eksempel EUR/USD. Førstnevnte defineres som basisvalutaen mens sistnevnte for kvoteringsvalutaen<sup>1</sup>. Den forteller oss hvor mye en enhet av basisen er verdt i kvoteringsvalutaen.

I et større perspektiv illustrerer denne kursen et lands konkurranseevne. Jeg vil prøve å illustrere dette ved hjelp av et eksempel; ved en høy kurs for valuta vil et lands varer bli mindre attraktive på det internasjonale markedet da de vil være dyrere enn tilsvarende varer fra et land med lav valutakurs. Dette vil dermed redusere den totale etterspørselen etter varer fra dette landet da potensielle kjøpere kan tilegne seg disse varene til en billigere pris fra en annen nasjon. På en annen side vil en sterk valutakurs medføre at varer og tjenester fra utlandet blir billigere og importen vil dermed stige.

Tidligere var de fleste industriland delaktige i det som omtales som Bretton Woods-systemet (Eiteman et al., 2013). Dette systemet var et sett med definerte regler for kommersielt og finansielt samspill mellom ledende industriland hvor en av hovedkonsekvensene var at landene forpliktet seg til å opprettholde en fast vekslingskurs målt i forhold til gull (Eiteman et al., 2013). Systemet ble etablert i 1940 årene og varte frem til 1970 da først og fremst USA gikk bort fra en fast vekslingskurs mellom dollar og gull. Valutamarkedet slik vi kjenner til det i dag begynte å ta form på 1970-tallet da flere og flere nasjoner gikk over til flytende valutakurser.

Prisene på de fleste valuta er flytende og avhenger av tilbudet og etterspørselen for hver valuta. Tilbud og etterspørsel for de ulike valutaene drives av tre faktorer ifølge Berk & DeMarzo

---

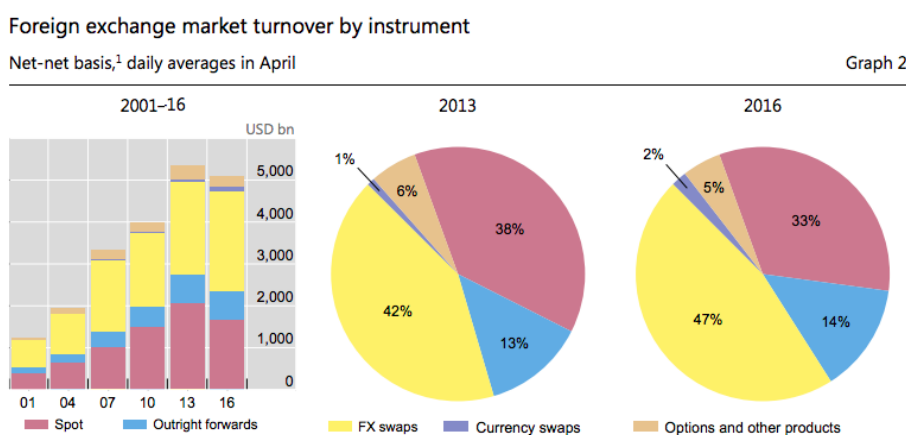
<sup>1</sup> Norges Bank, «Det norske finansielle systemet» i *Norges Banks rapporter*: [https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs\\_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf](https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf). (Publisert 22 Juni 2018, lastet ned 12 Mars 2019)

(2017 s.1063). Disse er bedrifter som handler varer, investorer som handler verdipapirer og sentralbankenes tiltak for å styre egen valuta

## 2.2 Valutamarkedene

Valutamarkedet fungerer som en internasjonal handelsplass for kjøp og salg av ulike valuta. Markedet er organisert som over-the-counter og gjør det mulig for aktørene å handle valuta. Valutamarkedene består av en rekke ulike markedsplasser. Handelen foregår over hele verden noe som i praksis betyr at man kan handle valuta 24 timer i døgnet. Markedet er derfor også i konstant endring. En stor andel av handlende er konsentrert rundt de store finansbyene som New York, London og Singapore. I April 2016 ble hele 77% av all valutahandel formidlet av meglerhus i 5 land<sup>2</sup>.

Valutamarkedet beskrives av Norges Bank(2018) som det største finansielle markedet ut ifra omsetningen. Markedet beskrives også som det mest likvide da det til enhver tid foregår handler. Muligheten til å inngå eller avslutte posisjoner er stor, selv ved store kvantum. Ifølge «Triennial Market Survey 2016» handles det i snitt for 5.1 billioner USD per dag(2016). Dette er en nedgang fra 5.4 billioner USD i 2013. Frem til 2013 har trenden vært en konstant omsetningsvekst. Fra 2004 til 2007 var den rekordhøye veksten på hele 72% og i perioden 2007-2010 var veksten i overkant av 19%. Spottransaksjoner og valutaswaps er de mest omsatte instrumentene.



Figur 1: Hentet fra BIS Triennial Market Survey 2016

<sup>2</sup> BIS, «Triennial market survey 2016» I BIS Statistikk: <https://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>(publisert 11 desember 2016, lastet ned 2 februar 2018)

Nedgangen innen spothandel er hovedårsaken til at den totale omsetningen innen valutamarkedet har gått ned sammenlignet med tall fra 2013. Dette står i motsetning til tall fra den norske delen av undersøkelsen. Det norske valutamarkedet har i samme periode opplevd en betydelig økning i gjennomsnittlig daglig omsetning<sup>3</sup>. Økning av gjennomsnittlig daglig omsetning i spot og terminhandel er de viktigste årsakene til veksten i det norske valutamarkedet.

Valutamarkedet har betydelig innvirkning på et lands utenrikshandel, og påvirker i betydelig grad internasjonale investeringer. Markedet har også direkte innvirkning på rente og inflasjonsnivået til et land.

Valutamarkedet kan deles inn i fire undermarkeder. Dette fordi det eksisterer forskjeller i form av kvantum, behovsspesifikasjoner, og lokasjon. Disse fire kan defineres som futures-, spot-, opsjons-, og derivatmarkedet.

### **Spotmarkedet**

Hovedkjennetegnet ved transaksjoner i spotmarkedet er umiddelbar levering av valuta til det som refereres til som «spotkursen». Et godt eksempel på en spottransaksjon er en turist som kjøper utenlandsk valuta. Spotkursen bestemmes ved at en megler definerer salgs- og kjøpskurs etter henvendelse. Selve transaksjonen innebærer i hovedsak at oppgjøret foregår i

kontanter(OTC). Tidligere var det vanlig at spottransaksjoner mellom de store aktørene foregikk over telefon. Men med tiden har utviklingen i finansiell teknologi resultert i at transaksjonene nå i stor grad foregår elektronisk. Omsetningen i April 2016 var på 1.7 billioner USD<sup>4</sup>. Dette er en nedgang på 19 prosent sammenlignet med tall fra 2013. Fra 2001 og frem til 2016 har trenden vært stigende omsetning innen spottransaksjoner.

### **Futuresmarkedet**

Deltakelse i futuresmarkedet innebærer at en kan kjøpe eller selge standardiserte kontrakter som gir muligheten til å låse inn valutakursen på en fastsatt fremtidig dato. Futureskontrakter, også omtalt som terminkontrakter, er en bindende kontrakt mellom to parter, en kjøper og en

---

<sup>3</sup> Norges Bank, «Det norske finansielle systemet» i *Norges Banks rapporter*: [https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs\\_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf](https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf), (Publisert 22 Juni 2018, lastet ned 12 Mars 2019)

<sup>4</sup>BIS, «Triennial market survey 2016» I BIS Statistikk: <https://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>(publisert 11 desember 2016, lastet ned 2 februar 2018)

selger, hvor oppgjøret og leveringene skjer på et fremtidig bestemt tidspunkt. Med andre ord er kvantum og tidspunkt for oppgjør tydelig fastsatt i selve kontrakten. Som følge av dette er futureskontrakter spesielt attraktive.

CME, eller Chicago Mercantile Exchange, regnes som kanskje det største markedet for omsetning av futures (Levinson, 2018). Løpetiden på futureskontrakter kan variere, men gjennomsnittet ligger på omtrent 3 måneder. En av ulempene ved futureskontrakter er at de er standardiserte. Dermed er det vanskelig å tilpasse futures ut ifra behov.

Et godt eksempel er en svensk virksomhet som forventer å motta 1 million dollar. Selskapet kan kjøpe amerikanske dollar futures og dermed sikre at de mottatte pengene kan konverteres til svenske kroner til en avtalt kurs. På denne måten er selskapet gardert mot en potensiell verdireduksjon av dollaren mot svenske kroner før innbetalingen finner sted.

## **Opsjonsmarkedet**

Opsjoner minner veldig mye om futures, men skiller seg ut ved at kjøperen av en opsjon har retten til å gjennomføre oppgjør til gitt forfall og pris. Med andre ord er den store forskjellen mellom futures og opsjoner at man ved opsjoner ikke er pliktet til å gjennomføre handelen, men har retten til å gjøre det. Fra selgers ståsted innebærer dette kun en nedside. For å kompensere for denne nedsiden betaler kjøper en såkalt «premie» ved inngåelse av kontrakten. Premiens verdi skal illustrere den forventede verdien på kontrakten ved forfall diskontert til tidspunkt for kontraktinngåelse.

Opsjoner innen valuta utgjør en minimal andel av den totale omsetningen i valutamarkedet. Majoriteten av opsjoner som handles i valutamarkedet utføres Over The Counter og kun en marginal andel foregår på de ulike børsene. I 2010 var handel innen opsjoner kun 5% av den totale valutaomsetningen, men data fra 2013 viser en drastisk økning i handelsvolum<sup>5</sup>.

## **Valutaderivatmarkedet**

Et derivat kan defineres som en «fremtidig finansiell transaksjon til en forhåndsavtalt pris»<sup>6</sup> hvor verdien bestemmes basert på verdien av et underliggende produkt. Råvarepriser, valutakurser og indekser er eksempler på noen underliggende produkter. Derivater benyttes ofte

---

<sup>5</sup> BIS, «Triennial market survey 2013» I BIS Statistikk: <https://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf> (publisert September 2013, lastet ned 29 Januar)

<sup>6</sup> Norges Bank: Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet. [https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2506326/skriftserie\\_34.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2506326/skriftserie_34.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

i forbindelse med risikostyringsaktiviteter da de egner seg godt til å styre eksponering mot underliggende. Valutaswapper og valutaopsjoner er de mest benyttede valutaderivatene.

En Valutaswap er en avtale mellom to parter om bytte av et gitt beløp valuta mot en annen valuta og deretter bytting tilbake på et senere tidspunkt til forhåndsavtalt kurs.

Forwardkontrakter er et annet eksempel som i praksis er ganske lik futureskontrakter.

Forwardkontraktene er derimot ikke omsatt på børs, men inngått direkte mellom to parter.

### 2.3 Markedsaktørene

Av det totale handelsvolumet i valutamarkedet er det kun en liten andel som finner sted på børsene mellom meglere. Meglerne sørger for å koble kjøpere og selgere ved å kjøpe eller selge valuta for kunder. Meglerne omtales også som valutabanker og er aktivt involvert i valutahandel i store volum. Aktørene som opererer i valutamarkedet kan deles inn i fire underkategorier ut ifra deres motiver; myndigheter, spekulanter, investorer og importører/eksportører (Eiteman et al., 2013).

For virksomheter som eksporterer varer, er det vanlig at betalingen foregår i utenlandsk valuta. Kostnadene derimot, er i stor grad, i deres egen valuta. Situasjonen vil være motsatt for virksomheter som importerende varer. Det å ha inntekter og kostnader i ulike valuta medfører at virksomheter blir nødt til å veksle om valuta. Varehandel mellom bedrifter har hatt stor betydning for prisutviklingen i valutamarkedet, men har nå mye mindre betydning.

Spekulantene har også inntatt valutamarkedet og inntar posisjoner utelukkende for å oppnå profitt som følge av endringer i valutakursene. Spekulantene kjøper valuta med forventninger om en fremtidig verdiøkning, eller selger valuta hvis de tror kursen vil falle. Tidligere utnyttet spekulantene i stor grad arbitrasjemuligheter på tvers av markeder, men ettersom teknologien har utviklet seg har det blitt stadig vanskeligere for spekulantene å unytte disse mulighetene (Eiteman., et al 2013).

En mer globalisert verden hvor kapital enklere flyter på tvers av land og regioner har forårsaket at stadig nye markeder blir aktuelle for internasjonale investeringer. Fra forskning og empiri vet vi at gevinstene ved diversifiserte porteføljer ikke er til å unngå. Valutamarkedet forenkler prosessen ved å veksle valuta og investere i andre land.

Myndigheter er også en viktig aktør i valutamarkedet. De er representert i markedet av deres sentralbanker. Årsaken til at de opererer i valutamarkedet kan for eksempel være at de ønsker å

påvirke verdien på egen valuta i ønsket retning. Dette kan igjen være for å beskytte virksomheter i eget land mot en svekkelse i deres konkurranseevne som følge av appresiering. Dette kan foregå ved at myndighetene for eksempel selger egen valuta slik at valutaen svekkes

## 2.4 Valutarisiko og eksponering

Videre i denne oppgaven vil jeg forsøke å identifisere og forklare mer komplekse og omfattende former for valutarisiko og former for eksponering. Valutarisiko forbindes vanligvis med transaksjoner hvor uventede endringer i valutakurser medfører enten et tap eller en gevinst. Selv norske virksomheter som kun opererer innenlands kan påvirkes av endringer i valutakurser. For eksempel kan deres posisjon i markedet endres drastisk ved en situasjon hvor for eksempel tilsvarende varer fra utlandet blir rimeligere i pris på grunn av en styrkelse av den norske kronen. Tilsvarende kan en svekkelse av den norske kronen bety at en mulig etablering i utenlandske markeder blir mer lønnsomt enn tidligere beregnet.

Eksemplene illustrert over er spesielt beskrivende for norske virksomheter som er en del av en forholdsvis liten, men åpen økonomi. Eksport av spesielt olje og gass utgjør en betydelig andel av Norges BNP og den norske økonomien er derfor i høy grad påvirket av endringer i valutakurser. «Eksponering» er et sentralt begrep som brukes for å måle i hvilken grad en virksomhet er berørt av valutarisiko.

*«Eksponering er hvor mye selskapets verdi endres som følge av en endring i valutakurs»<sup>7</sup>.*

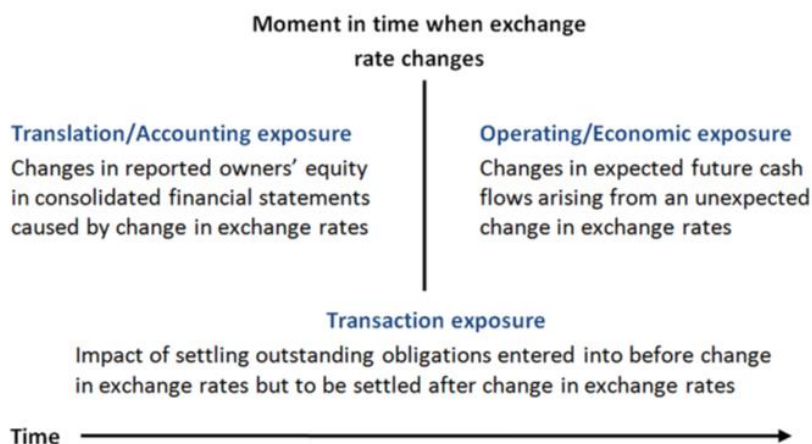
Ettersom verdien av en virksomhet kan illustreres ved nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, kan eksponering identifiseres ved å se på endringene i kontantstrømmene (Børsum & Ødegaard, 2005). Hvor følsom en virksomhet er for svingninger i valutamarkedet er en annen måte å beskrive eksponering på. Rent praktisk kalkuleres eksponeringen ved å addere netto valutaposisjoner med valutaens volatilitet (Mellemseter & Mørch, 2006). Antar man at en virksomhet er eksponert for valutarisiko pålegger dette et ansvar for å identifisere, måle og deretter sikre sin virksomhet med den hensikt å maksimere profitten. Valutaeksponering kategoriseres i all hovedsak inn i tre underkategorier. Økonomisk-, translasjons-, og transaksjonseksponering (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2017) (Papaioannou, 2006). Figuren på

---

<sup>7</sup> Børsum&Ødegaard(2005) «Vautasikring i norske selskaper».



neste side illustrerer de ulike kategoriene for eksponering. Deretter følger en grundigere beskrivelse av dem.



Figur 2: Etteman, Stonehill & Moffet 2013

## Transaksjonseksponering

Transaksjonsrisiko er den formen for valutarisiko som i størst grad blir forbundet med valutarisiko. Transaksjonsrisiko kan defineres som den effekten en endring i valutakurs, mellom en avtale inngås og oppgjør, har for kontantstrømmen<sup>8</sup>.

La oss anta at en virksomhet på tidspunkt inngår en avtale om kjøp av et gitt produkt, i utenlandsk valuta, hvor levering vil finne sted på et gitt tidspunkt i fremtiden. Flytende valutakurser innebærer at kursen og dermed prisen på produktet ikke vil være den samme som den var ved avtaleinngåelsen. Kjøper av produktet vil dermed være utsatt for en eksponering for endringer i valutakursen når betaling skal finne sted.

Virksomheter som opererer på det internasjonale markedet opplever denne formen for valutarisiko som spesielt vanlig, uavhengig av om de eksporterer, importerer eller kun har investeringer i utenlandsk valuta. Finansielle kontantstrømmer som rente og avdragsbetalinger inngår også transaksjonsrisiko.

<sup>8</sup> Corporate finance 2017 av Berk&DeMarzo

, Stonehill & Moffet(2013) definerer fire situasjoner hvor transaksjonsrisiko kan oppstå

1. Kjøp og salg av varer nominert i utenlandsk valuta
2. Å ta opp lån eller gi lån hvor tilbakebetalingen er i utenlandsk valuta
3. Ved å være en motpart i en forwardkontrakt
4. Ved å erverve eiendeler eller gjeld denominert i utlandsk valuta

Kontraktsfestede transaksjoner som for eksempel eksportkontrakter medfører høy eksponering. Verdien på transaksjonen vil endres like mye som en uventet endring i valutakursen. En 5% økning i kursen vil medføre en 5% økning av verdien av eksportkontrakten i innenlandsk valuta.

Ved hjelp av ulike metoder for sikringer kan denne formen for eksponering forholdsvis enkelt «sikres». Jeg vil senere i oppgaven identifisere metoder og tiltak som kan iverksettes for sikring av slike transaksjoner.

### **Økonomiskeksponering**

Økonomiskeksponering estimerer endring i en virksomhets nåverdi som følge av de uforventede kurssvingninger i alle fremtidige kontantstrømmer. Andre navn som anvendes er operasjonell eksponering og strategisk eksponering. Hovedforskjellen fra transaksjonsrisiko er forbundet med en eksisterende avtaler eller kontrakter,. Økonomiskeksponering uttrykker virkningen på fremtidige kontantstrømmer som følge av at valutasingninger har endret deres konkurransevne.

Økonomisk eksponering blir også definert som «*valutakursenes påvirkning på bedriftens strategiske konkurransekraft*<sup>9</sup>». Det at førstnevnte definisjon er mer åpen har bakgrunn i at økonomisk risiko kan knyttes opp mot flere faktorer. For eksempel endringer i det makroøkonomiske perspektivet til en virksomhet. Dermed er også norske virksomheter som kun opererer innenlands utsatt for denne formen for valutarisiko. Slik som jeg har vært inne på tidligere, vil en appresiering av kronen gjøre det norske markedet mer attraktivt for utenlandske

---

<sup>9</sup> L. Aas, «*hvorfor strategisk risikostyring*» i Magma's nettutgave: <https://www.magma.no/hvorfor-strategisk-risikostyring>

virksomheter å vurdere etablering. Endringer i valutakursen påvirker en virksomhets konkurransevne.

De fleste finansielle sikringsmetoder for denne type eksponering baseres på derivater med lang sikringshorisont. Hovedformålet er å sikre seg mot et mulig økonomisk tap som følge av svingninger i valutamarkedet. Dette medfører at man utelukker muligheten for økonomisk gevinst. De operasjonelle strategiene for håndtering av økonomisk risiko bygger i stor grad på å strukturere virksomheten på en slik måte at kontantstrømmenes valuta er symmetriske (Eiteman., et al 2013). En slik operasjonell tilnærming defineres også som naturlig sikring.

### **Translasjonseksponering**

Translasjonsrisiko kan beskrives som den innvirkningen uforventede fluktasjoner i valutakursene har for balanseregnskapet til et underselskap, når dette skal «transleres» til konsernregnskapets tilhørende valuta. Fluktasjoner i valutakurser kan ha betydning for verdien av underselskapet og dermed medføre et tap eller gevinst for selskapets aksjonærer. Dette til tross for at den reelle verdiendringen er ikke-eksiterende. Virksomheter som innehar eiendom, gjeld eller annen aktiva i annen valuta. Eiendom i utlandet er et eksempel på en situasjon hvor en virksomhet er eksponert for translasjonsrisiko. Selv om eiendommens verdi er uendret, kan uforventede endringer i valutakursen frembringe en regnskapsmessig gevinst eller tap. Denne formen for valutarisiko har ikke noen reell betydning og er således kun av betydning på papiret. Den har ingen effekt på virksomhetens kontantstrøm og blir av den grunn ofte vurdert som mindre betydningsfull (Børsum&Ødegaard, 2005).

## **2.5 Måling og identifisering av risiko**

Hittil i oppgaven har jeg tatt for meg hva valutarisiko er, hvordan det påvirker virksomheter og ulike klassifikasjoner av valutaeksponering. utfordringene knyttet til måling av risiko er mange. Spesielt i de tilfeller hvor valutarisikoen ikke kan kvantifiseres, nemlig ved translasjons- og økonomisk risiko. Ved transaksjonsrisiko er verdien på kontrakten som regel kjent på forhånd, og det er mulig å utføre sikringsaktiviteter. Videre i oppgaven er det naturlig å se på hvordan virksomheter måler eksponeringen de står overfor og hvilke metoder som er foretrukket over andre.

## Scenarieanalyser

En annen tilnærming som ofte anvendes i forbindelse med økonomisk risiko er å evaluere hvilke konsekvenser uforventede forandringer i valutakursen har for virksomhetens operasjonelle kontantstrøm. Sensitivitetsanalyse er et annet ord som ofte benyttes. En scenarioanalyse gjennomføres ved at man velger ut ulike scenarioer basert på historisk data og deretter ser hvordan disse scenarioene påvirker verdien på selskapet. Man vurderer med andre ord både sannsynligheten for et gitt utfall og innvirkningene av disse (Mellemsester&Mørch, 2006). Det vil si at man vurderer hvilken virkning det vil ha på deres priser, kostnader, og volum. I tillegg vurderes betydningen av kursendringen for deres konkurrenters priser, kostnader og volum. En utbredt oppfatning er at valutakursene ikke er normalfordelte. Dermed er det en fordel at denne metoden ikke legger til grunn at valutaavkastninger er normalfordelt (Papaioannou, 2006).

## Nettoeksponering

En av de mest utbredte metodene for å måle risiko, er «nettoeksponering». Nettoeksponering kan defineres som differansen mellom ut- og innbetalinger i utenlandsk valuta. Da virksomheter som operer internasjonalt er eksponert for mer enn en valuta, kalkuleres nettoeksponeringen per valuta før det vurderes om hele eller deler av eksponeringen skal sikres (Mellemsester&Mørch, 2006). Å se hvor stor grad resultatet påvirkes av en 5% styrkelse av valutakursen er kanskje en av de enkleste metodene for måling og estimering av valutaeksponering. Bak denne målingsformen ligger en forståelse av at effektene av endringer i valutakursene på inntekten og kostnadene nuller hverandre ut, og at det dermed kun er nødvendig å sikre differansen i nettoposisjon (Børsum & Ødegaard, 2005).

## Value at Risk

Value at Risk (VaR) er en annen metode som er ganske utbredt (Papaioannou, 2006). Grovt kan estimering av VaR defineres som det maksimale tapet for en gitt eksponering over en gitt tidshorisont innenfor et konfidensintervall  $z\%$ . Dette er en litt mer komplisert metode som tar utgangspunkt i historiske volatiliteter og korrelasjoner. Et negativt aspekt ved denne formen for estimering er at den ikke sier noe om hvor stort et tap kan påløpe seg å bli innen et intervall på  $100-z\%$ . For å kunne gi et mer komplett bilde av risikobildet er det derfor nødvendig å supplere med scenarieanalyser slik at man har et bedre bilde av effekten av ulike valutaendringer.

Noen av fordelene med Value at Risk sammenlignet med nettoeksponering er at VaR også legger til grunn kovariansen mellom de ulike valutaene. I tillegg til dette tar Va- estimering hensyn til effekten man oppnår ved å ha kostnader og inntekter i ulike valuta. Dette medfører en betydelig fordel sammenlignet med sikring av nettoeksponering da en slik diversifiseringseffekt vil fungere som en naturlig form for sikring og dermed gjøre behovet for sikringsinstrumenter mindre.

Både VaR og nettoeksponering er godt egnet for bruk når det gjelder transaksjonsrisiko. Det holder derimot ikke å bruke kun disse metodene når man skal vurdere økonomisk risiko. Ettersom økonomisk risiko er betydelig mer sammensatt og det er derfor aktuelt å vurdere flere variabler. Ved stressanalyser ser man på det som omtales som «worst case scenario». Fra undersøkelsen til Børsum & Ødegaard vet vi at denne formen for analyse er lite utbredt i norsk sammenheng.

## 2.6 Valutastyring

I denne deloppgaven vil jeg se på ulike tilnæringer til valutastyring definert i faglitteraturen, herunder strategier, motiver og muligheter for å sikre seg mot valutarisiko. Før jeg ser nærmere på ulike strategier og praksis tilknyttet valutarisiko, ønsker jeg å belyse ulike motiver som ligger til grunn for valutasikring i en virksomhet.

I finanslitteraturen eksisterer det en viss konsensus om at verdien på en virksomhet vil være upåvirket av finansieringsform (Miller&Modigliani 1958), gitt at det foreligger markedseffisiens. Markedseffisiens er en teori som innebærer at prisen på finansielle eiendeler til enhver tid er korrekt priset basert på fullstendig informasjon om fundamentale faktorer som er av betydning for eiendelen. En slik finansiell eiendel kan for eksempel være aksjer og obligasjoner. For at et marked skal være effisient, må visse betingelser oppfylles. Det må ikke foreligge transaksjonskostnader, informasjonen må være tilgjengelig for alle og aktørene må oppfatte informasjonen likt (Eiteman et., al 2013).

Spesielt er det verdt å trekke frem Modigliani og Millers bidrag(1958) knyttet til effisiente markeder. De argumenterte for at verdien på en virksomhet ikke ville påvirkes av selve finansieringsformen, gitt at det forelå markedseffisiens. I et perfekt marked vil dermed virksomhetens verdi være uberørt av risikostyringen de utfører. I et slikt tilfelle kan investorene på egenhånd eliminere risikoen ved for eksempel diversifisering. Tiltak i virksomheten som har til hensikt å redusere risikoen vil dermed ikke ha noen påvirkning på verdien. For å illustrere

argumentet fra et annet perspektiv (Mehn & Silberg, 2012); en virksomhet som er utsatt for valutarisiko velger å sikre sin posisjon i form av en kontraktsfestet avtale med en motpart. Nåverdien på denne transaksjonen vil være null for begge partier. En transaksjon eller en avtale med nåverdi null, som beskrevet over, medfører ikke at selve verdien på virksomheten stiger.

For å rettferdiggjøre ethvert sikringstiltak er det nødvendig å ta utgangspunkt i at det eksisterer imperfeksjoner i markedet. En rekke studier underbygger dette argumentet (Smith & Stulz 1985)(Froot et al., 1993)(Bessembinder, 1991). Dermed vil det være grunnlag for å påstå at risikostyringen er av betydning for virksomhetens verdi. Som jeg har vært inne på tidligere kan uforventede svingninger i valutamarkedet ha både positive og negative konsekvenser for en virksomhet. For eksempel lavere inntjening, svekket posisjon i markedet og konkurranseevne. Uønskede effekter på likviditeten er et annet eksempel med betydelige konsekvenser. Hvis det er usikkerhet omkring betalingsevnen er det en mulighet for at det endrer leverandørens betingelser eller at bankene krever høyere rente. Å sikre seg mot valutarisikoen kan derfor være helt avgjørende i møte med uforutsigbarheten i valutamarkedet.

### **Strategier for styring av risiko**

En grundig inndeling i ulike typer strategier virksomheter kan anvende ble definert av Loderer & Pichler(2000). Grath(2004) definerer også en liknende inndeling. Disse fire strategiene er som følger(Loderer & Pichler, 2000):

#### 1. Unngå all risiko

En virksomhet kan unngå å operere under omstendigheter som medfører valutarisiko, som for eksempel kjøp og salg av varer og tjenester i utenlandsk valuta. En annen mulighet er å kreve oppgjør i egen valuta. Dette er for så vidt vanskelig i norsk sammenheng da handel på tvers av landegrensener er uunngåelig.

#### 2. Reduksjon av tap

En mulig tilnærming for å redusere sannsynligheten for tap forbundet med valutarisiko er å flytte produksjon slik at kostnadene og inntektene foregår i samme valuta. En annen tilnærming som er ganske utbredt i norsk sammenheng vil være å flytte kapital til utenlandsk valuta eller påta seg lån i utenlandsk valuta.

#### 3. Flytte risikoen over på andre

Det finnes hovedsakelig tre tilnærminger til denne strategien. Man kan sikre og eller forsikre eksponeringen ved hjelp av finansielle instrumenter eller diversifisere valutaposisjonen til flere ulike valutaer(Børsum&Ødegaard 2005)

#### 4. Velge å ta risiko

Det er selvfølgelig også mulig å påta seg denne risikoen og ikke gjøre noe med det. Dette forutsetter dog at det har blitt foretatt en vurdering av risikoen og man er komfortabel med å påta seg risikoen.

Et godt eksempel på potensielle oppsider ved den siste strategien er Statoils oppkjøp av det svenske selskapet Esso (Eiteman ., et al 2013 s. 513). Selskapet Esso var eid av det amerikanske selskapet Exxon og oppgjørsv valutaen skulle finne sted i amerikanske dollar. Statoil valgte å ikke sikre transaksjonseksponeeringen og begrunnet dette delvis med at deres basisvaluta var amerikanske dollar og ikke norske kroner. Ettersom svenske myndigheter måtte godkjenne salget tok det 9 måneder før det endelige oppgjøret fant sted. På dette tidspunktet hadde den norske kronen appresiert og Statoil satt dermed igjen med en besparelse på omtrent 500 millioner.

#### **Motiver for sikring**

Som beskrevet ovenfor er et hovedformålet med sikring å redusere volatiliteten i avkastning og samtidig få sikrere og bedre prognoser for virksomhetens resultater ifølge teorien. Sikring beskytter mot uforutsette hendelser og forbedrer konkurransesituasjon. En god sikringsstrategi er også appellerende for investorer og gir enklere tilgang til kreditt (Smith & Stulz 1985)

Kostnader i forbindelse med faren ved konkurs og de potensielle krisekostnadene dette medfører er en viktig årsak til at virksomheter benytter seg av ulike metoder for å håndtere eksponeringen de er utsatt for. Det eksisterer en sammenheng mellom antall konkurser og svingninger i den norske valutakursen følge Kloster & Jacobsen(2005). Som nevnt tidligere vil usikkerhet vedrørende en virksomhets finansielle situasjon ha betydning for deres forhold til eksterne interessenter. Leverandører og långivere kan ha et ønske om å reforhandle kredittbetingelsene. Ved å sikre sine valutaposisjoner vil man kunne oppnå mindre usikkerhet i inntektsbildet og et bedre budsjetteringsgrunnlag. Finansiell stabilitet og forutsigbarhet i fremtidige inntekter er også av betydning for hvor vidt man kan påta seg mer gjeld.

Et annet motiv for sikring er at kostnadene ved investeringer er høyere hvis finansieringen er ekstern(Geczy et al., 1996). Forutsigbarhet i fremtidige inntekter gir grunnlag for at man i større grad kan finansiere investeringene med opptjent kapital, fremfor ved ekstern finansiering. Dette vil igjen redusere kostnadene da det som regel alltid er dyrere å påta seg gjeld eksternt.

En av årsakene til at virksomheter ikke velger å sikre sine posisjoner ved bruk av finansielle instrumenter er både kompleksiteten og behovet for kompetanse. Det er også nødvendig at posisjonene kontinuerlig overvåkes og følges opp nøye. I slike tilfeller er det dog mange som velger å innhente slik ekspertise eksternt i form av for eksempel konsulenter. Både det å sikre selv, men også det å oppsøke ekstern rådgivning kan være kostbart. Geczy et al(1996) trekker spesielt frem i deres empiriske undersøkelse at størrelsen på en virksomhet har innvirkning på om man anvender finansielle instrumenter i forbindelse med sikring. I deres undersøkelse mente de at sikring ved hjelp av valutaderivater var fordelaktig for større virksomheter. Avslutningsvis vil jeg legge til at det eksisterer mindre komplekse metoder for sikring som mindre virksomheter kan anvende.

Når det har blitt etablert en strategi for valutasikring og risikoaspektet har blitt identifisert er neste steg i prosessen å velge ut instrumentene man ønsker å anvende . Valg av instrumenter kan være en krevende avgjørelse. Dette fordi det eksisterer et hav av finansielle produkter og strategiske tilnærminger. Mange av de finansielle produktene krever også høy kompetanse hos brukerne. Videre i oppgaven vil jeg se nærmere på de mest ettertraktede formene for sikring. Jeg vil begynne med finansielle sikringsmetoder. De finansielle metodenes grunnleggende strukturer vil bli belyst. Helt tilslutt vil jeg ta for meg ulike strategiske valg som også gir gode sikringseffekter.



## 2.7 Finansielle og strategiske former til sikring

Når det har blitt etablert en strategi for valutasikring og risikoaspektet har blitt identifisert er neste steg i prosessen å velge ut instrumentene man ønsker å anvende . Valg av instrumenter kan være en krevende avgjørelse. Dette fordi det eksisterer et hav av finansielle produkter og strategiske tilnærminger. Mange av de finansielle produktene krever også høy kompetanse hos brukerne.

Videre i oppgaven vil jeg se nærmere på de mest ettertraktede formene for sikring og jeg har foretatt en inndeling i to hovedkategorier. Kategoriseringen har utgangspunkt i hvorvidt tilnærmingen innebærer en form for finansielt instrument eller om den kan knyttes til strategiske endringer i virksomhetens organisering og struktur. Jeg vil begynne med finansielle sikringsprodukter. De finansielle metodenes grunnleggende strukturer vil bli belyst. Helt tilslutt vil jeg ta for meg ulike strategiske valg som også gir gode sikringseffekter.

### 2.7.1 Finansiell tilnærming til sikring

#### **Terminkontrakter**

Terminkontrakter er en samlebetegnelse for futures- og forwardskontrakter. Disse kan defineres som «*en avtale om kjøp eller salg av en eiendel på et bestemt tidspunkt frem i tid, til en pris som avtales idag<sup>10</sup>*». Oppgjøret vil finne sted når kontrakten forfaller og betalingen vil være basert på bevegelsene i underliggende aktiva.

Utformingen og prissettelsen av futures og forwards er hovedsakelig lik. Differansen ligger i at futures er standardiserte og omsettes på børser. En unik egenskap ved futures er at selger og kjøper i løpet av hele avtaleperioden har anledning til å unngå levering eller mottak (Carter, 2002). Dette gjøres ved å innta en ny posisjon i en identisk kontrakt, men denne gangen på motsatt side av transaksjonen. En slik utligning kan utføres når som helst før oppgjørstidspunktet.

I tilfeller hvor man har med valutaerminer å gjøre vil derimot situasjonen være annerledes da de er basert på to underliggende, for eksempel to valutaer. Betalingen vil derfor være avhengig av forholdet mellom disse valutaene.

---

<sup>10</sup> Norges Bank, «Det norske finansielle systemet» i *Norges Banks rapporter*: [https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs\\_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf](https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf). (Publisert 22 Juni 2018, lastet ned 12 Mars 2019)

Valutaforwardskontrakter kan defineres som kontrakter hvor den fremtidige vekslingskursen mellom to parter avtales ved kontraktinngåelse (Berk & Demarzo s. 1064). Forwards tilbys i all hovedsak av finansielle institusjoner som valutabanker og mulighetene for å tilpasse disse etter kundes behov er derfor større. I kontrakten spesifiseres terminkursen, hvor mye valuta som skal veksles og oppgjørstidspunktet. I forbindelse med sikring av transaksjonseksponeering er forwardskontrakter foretrukket da de gir muligheten til å «låse inn» en vekslingskurs på forhånd og dermed redusere eller eliminere eksponeringen på valutasingninger. Under følger et eksempel.

Se for deg at en norsk virksomhet har salgsinntekter i Sverige. Betalingen vil finne sted om en måned og beløpet er på 10 millioner svenske kroner. Av ulike motiver velger denne virksomheten å sikre denne inntekten til spotkursen på avtaletidspunktet, 0,6 SEK/NOK. Denne transaksjonen kan beskrives som at man er «long» i NOK og eller «short» i SEK. Tar vi for oss et scenario hvor den svenske kronen styrker seg til norsk krone relativt sett, vil det medføre et tap for virksomheten på tidspunkt for oppgjør. Hvis vi legger til grunn at rentenivået i Norge og Sverige er henholdsvis 4% og 2% kan terminprisen utledes på følgende måte:

$$F_{0t} = S_0 x \frac{(1 + i^i)}{(1 + i^2)}$$

$$F_{0t} = 0,6 \times \frac{(1 + (\frac{0,04}{12}))}{(1 + (\frac{0,02}{12}))} = 0,6008$$

Hvis vi nå antar at spotprisen er på 0,55 SEK/NOK ved tidspunkt for forfall, betyr det at virksomheten har sikret seg mot et mulig tap på 508.000 SEK<sup>11</sup> eller 279.400NOK. Hvis man i utgangspunktet hadde unnlatt å sikre, kan man tenke seg at virksomheten hadde tapt på å inngå en slik kontrakt. Eksempelet underbygger viktigheten av at virksomheter har en god sikringspraksis. Det bør også legges til at ved en situasjon hvor den svenske kronen hadde appresiert i samme periode, ville sikring medført at man gikk glipp av ytterligere inntekt. Til tross for at kontrakten medfører et tap av en potensiell oppside velger mange å benytte seg av

<sup>11</sup> (10.000.000x(0,6008-0,55)) = 508.000Svenske Kroner

slike kontrakter. Med andre ord låser forwardkontraktene inn valuakursen og dermed eliminerer all risiko, uavhengig av om kursendringen er positiv eller negativ. Virksomheter som vurderer å benytte seg av terminkontrakter burde derfor avklare hvorvidt de er villige til si fra seg en potensiell oppside mot at de er sikret mot nedsiderisiko.

## Opsjoner

Valutaopsjoner er en annen metode som benyttes i forbindelse med styring av valutarisiko. Fordelen ved en opsjon sammenlignet med forwardskontrakter, er at kjøperen ikke er forpliktet til å oppfylle avtalen, men har valgfriheten til å velge selv ved oppgjørstidspunktet. Virksomheten kan dermed sikre seg mot en mulig negativ utvikling i valutakursen og samtidig være med på en mulig oppside (Børsum & Ødegaard, 2005). Selgeren av en slik kontrakt sitter med den totale risikoen og får kompensasjon for dette i form av en «opsjonspremie»<sup>12</sup>. Grunnlaget for denne premien er verdipapirets risiko, opsjonens lengde, prisen ved utøvelse og type.

Opsjoner kan grovt sett deles inn i «amerikanske» og «europiske» opsjoner. Årsaken til denne inndelingen er at europeiske opsjoner kun kan utøves på kontraktens utløpsdato, mens amerikanske opsjoner kan utøves når som helst i løpet av kontraktens levetid.

Opsjonskontraktene inneholder muligheten til både å kjøpe og selge en gitt eiendel og består dermed av to parter og muligheten til å besitte 4 ulike posisjoner. Disse er long kjøpsopsjon, short kjøpsopsjon, long salgsopsjon og short salgsopsjon. Kjøp av en opsjon reduserer et potensielt tap knyttet til posisjonen i det underliggende. Det maksimale tapet tilsvarer kun opsjonspremien samtidig som at det ikke blir satt noen begrensning på potensielle gevinster.

Valutaopsjoner passer godt i tilfeller hvor det er usikkerhet forbundet med en fremtidig investering. Valutaopsjonene har mange fellestrekk med forsikringer og omtales derfor også som valutaforsikringer. Forskjellen fra vanlige opsjoner er at oppgjøret finner sted i en annen valuta enn valutaen det betales med. Om opsjonen kan defineres som kjøps eller salgs betinges av hva kjøpers definerer som «sin» valuta. En NOK kjøpsopsjon (denominert) på SEK er en

---

<sup>12</sup> Norges Bank, «Det norske finansielle systemet» i *Norges Banks rapporter*: [https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs\\_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf](https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf). (Publisert 22 Juni 2018, lastet ned 12 Mars 2019)

opsjon som gir rett til å kjøpe svenske kroner for norske. En slik opsjon er tilsvarende en SEK salgsoptjon på NOK, som gir rett til å selge NOK for SEK.

La oss se nærmere på eksempelet brukt under beskrivelsen av terminkontrakter. Vi antar nå at virksomheten ønsker å forsikre seg mot et negativt utfall, men ikke nødvendigvis å begrense inntektssiden. Virksomheten kan i et slikt tilfelle kjøpe en salgsoptjon på svenske kroner, utstedt i norske kroner. Opsjonens løpetid er en måned og selve utøvelsesprisen er 0,9 SEK/NOK. I praksis betyr dette at virksomheten har tilegnet seg rettigheten til å selge svenske kroner i bytte mot norske til kursen 0,9. Avtalen er ikke en plikt, men derimot en mulighet virksomheten kan benytte seg av.

Hvis selev spotkursen på tidspunkt for oppgjør er lavere, kan man definere opsjonen som «in the money» (Norges Bank, 2018). Utøvelse av opsjonen gitt omstendighetene beskrevet over vil selskapet motta en gevinst tilsvarende utøvelseskursen fratrukket spotkursen. Hvis situasjonen er omvendt, at spotkursen er høyere enn utøvelseskursen har vi det man kaller for «out of the money». I en slik situasjon vil man ikke utøve opsjonen. Virksomheten utnytter da at valutakursen til SEK har økt og blir sittende igjen med en gevinst fratrukket opsjonspremien. En strategi som denne blir ofte omtalt som å «legge gulv» (Sparebank1) da den forsikrer en mot en mulig nedside i tillegg til at den gir rom til en mulig oppside. Selskapet vil derimot være nødt til å betale en opsjonspremie som vi kan anta er 0,07 SEK/NOK.

## Swapper

Valutawapper eller valutabytteavtaler «avtaler partene å bytte spesifiserte beløp av to ulike valutaer til dagens kurs (spotkursen), som så skal byttes tilbake til en på forhånd avtalt kurs (terminkursen) ved avtalens forfall»<sup>13</sup>. Dette kan foregå over flere intervaller eller på et avtalt tidspunkt. En virksomhet kan selge norsk valuta mot for svensk valuta til dagens kurs samtidig som man avtaler å kjøpe valutaen tilbake til en forhåndsbestemt pris og tidspunkt. For å forklare metodikken vil jeg ta for meg et eksempel.

En virksomhet i Norge (A) ønsker å tilegne seg et lån på 10 millioner svenske kroner i fire år og en svensk virksomhet (B) ønsker et like stort lån i norske kroner. Lånerenten er henholdsvis

---

<sup>13</sup> Norges Bank, «Det norske finansielle systemet» i *Norges Banks rapporter*: [https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs\\_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf](https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf). (Publisert 22 Juni 2018, lastet ned 12 Mars 2019)

4% og 7% i Norge og Sverige. Selskapene opplever at lån i utlandet innebærer dårligere betingelser og ønsker derfor å bytte kontantstrømmene. Avtalen innebærer at den svenske virksomheten mottar 10 millioner norske kroner og den norske motparten mottar tilsvarende i svenske, gitt at kursen NOK/Sek er 1,00. For hvert år som går betaler de rentene på hverandres lån. Virksomhet B betaler for lånet i norske kroner, mens virksomhet A betaler for lånet i svenske kroner. Etter fire år bytter de tilbake og vi får følgende kontantstrøm:

Ved å inngå en avtale som illustrert overfor vil den norske virksomheten kunne redusere noe av risikoen forbundet med å ha en mulig kontantstrøm i svenske kroner. Hvis verdien på svensk krone faller vil det påvirke inntektene negativt, men utgiftene forbundet med renten vil påvirkes positivt. Swapper som denne foregår vanligvis slik at en finansinstitusjon fungerer som et mellomledd. Det er en rekke fordeler ved å ha et slikt mellomledd. Institusjonen vil legge ting til rette samtidig som virksomheten vil kunne redusere kredittrisikoen.

### 2.7.2 Strategisk tilnærming til sikring

Slike strategiske tilnærminger defineres i faglitteraturen også som operasjonell sikring. Operasjonell sikring er en måte å redusere eller balansere eksponering ved å implementere motvektstiltak i virksomhetens interne organisering (Van Mieghem, 2003). Begrepet operasjonell sikring, blir stadig oftere forsket på i finansiell litteraturen, men blir også studert i en rekke andre fagfelt. I denne kategorien har jeg også inkludert det som i enkelte studier omtales «naturlige» sikringsformer (Børsum & Ødegaard, 2005) (Korsvold, 2000). Kort fortalt er dette de tiltak som samkjører inntektene og kostnadene slik at de utligner hverandre. I finansiell litteraturen diskuteres operasjonell sikring ofte i lys av sin motpart, nemlig finansiell sikring (Bodnar et al., 1999). Et av formålene med operasjonelle sikringsmetoder er å minimere, og samtidig finne korrekt respons på de totale effektene av fremtidige endringer i de valutakurser virksomheten er eksponert mot (Hommel, 2003). Fleksibilitet og diversifisering er to sentrale begreper innen operasjonell sikring (Pantzalis et al., 2001). Dette kan for eksempel være dynamiske substitutter, eller å flytte produksjon mellom ulike typer kapital, lokasjoner eller underleverandører.

### **Matching**

En form for naturlig sikring innebærer at både inntektene og kostnadene er i samme valuta (Korsvold, 2000). Dette impliserer at endringer i valutakursen vil påvirke både kostnader og inntekter, og den totale effekten vil være uendret. En samlebetegnelse for slike metoder blir

ofte omtalt som «matching» da det finnes mange muligheter. Et godt eksempel er en norsk virksomhet som har eiendeler i svenske kroner. I dette tilfelle kan virksomheten påta seg gjeld i svenske kroner. Dermed vil svingninger i valutakursen ha tilsvarende effekt på begge sider av balanseregnskapet og den totale effekten på resultatregnskapet vil kunne reduseres.

En rekke banker tilbyr også såkalte valutakontoer til selskaper som opererer med inntekter og kostnader i samme utenlandske valuta. Fordelen ved en valutakonto er at man eliminerer eksponering mot utenlandsk valuta. Vekslingskursen kan enten avtales med banken på forhånd eller bestemmes av markedet (spotkurs) (Sparebank 1). Dermed har man også anledning til å avvente vekslingskursen er mer fordelaktig.

### **Valutalån**

En annen tilnærming er å sikre kostnader og inntekter i pengemarkedet. Et av betingelsene for at en slik tilnærming skal anses som en komplett sikringsmetode er at det ikke eksisterer noen arbitrasjemuligheter. I boka «Corporate Finance» fra 2017 definerer Berk & DeMarzo den samme strategien som «cash-and-carry» mens Eiteman, Stonehill & Moffet (2013) definerer dette som en form for «matching». Strategien består av tre ulike transaksjoner som utføres samtidig. Jeg tar utgangspunkt i det samme selskapet som beskrevet tidligere, med et teoretisk eksempel forklart av de sistnevnte forfatterne.

1. Ta opp et lån i svenske kroner som tilsvarer nåverdien av inntekten som mottas om en måned og renten er 2% :  
 $10.000.000 \times (1 + 0,02/12) = 10.016.666 \text{ SEK}$
2. Deretter veksle de svenske kronene om til norske til spotkursen på 0,6:  
 $10.016.666 \times 0,6 = 6.009.999 \text{ NOK}$
3. Investere de norske kronene gitt et rentenivå på 4% :  
 $6.009.999 \times (1 + (0,04/12)) = 6.030.032 \text{ NOK}$

En måned senere mottas betaling fra den svenske kunden og beløpet benyttes til å tilbakebetale det svenske lånet samt renter. Utbetalingen fra cash and carry strategien har samme verdi som

ved terminkontrakten. Til tross for at begge siktingsmetodene er sidestilte, benyttes forward i mye større grad<sup>14</sup>.

## **Diversifisering**

Geografisk diversifisering er en mer omfattende matchingstrategi (Korsvold, 2000). Den går ut på at man tilpasser kostnadene og inntektene på en slik måte at de er eksponert for samme risiko. Virksomheter som selger varer i utlandet kan sørge for at produksjonskostnadene og salgsinntektene foregår i samme valuta ved å for eksempel åpne produksjonsfasiliteter i disse markedene. I motsetning til operasjonell fleksibilitet sier virksomheten fra seg en mulig oppside i form av deprimert valuta (må lare produksjonskostnader). Alt i alt reduserer derfor geografisk diversifisering den totale variasjonen i kontantstrømmene.

## **Operasjonell fleksibilitet**

Operasjonell fleksibilitet er en virksomhets evne til å forutse og håndtere markedsendringer ved å inneha ulike former for fleksibilitet i operasjonene (Hommel, 2002). En realopsjon er muligheten en virksomhet har til å utvide, endre eller redusere aktiviteter på basis av endringer i markeds eller økonomiske forhold (Tvedt, 2000) & (Kjærland, 2005) (Triantis, 2000). I motsetning til finansielle opsjoner involverer realopsjoner materielle eiendeler og operasjonelle aktiviteter. Selv i en risikonøytral setting vil realopsjoner i eksisterende investeringer øke verdien som følge av fleksibilitet i beslutningsprosessene.

For å forklare konseptet med et eksempel kan vi se for oss virksomhet som opererer på tvers av flere land. Virksomheten avgjør å flytte produksjonen til ny lokalisering, men velger å utsette avgjørelsen knyttet til hvor stort kvantum man skal produsere til etter de har fått bedre oversikt over etterspørselen og utviklingen i valutakursene. Som følge av dette argumenteres det for at realopsjoner har verdiøkende effekter under usikkerhet (Carter et al., 2003). De definerer videre operasjonell fleksibilitet som evnen til å bytte mellom ulike strategier når det kommer til produksjonsopsjoner.

## **Valutaklausul**

Valutaklausuler er et alternativ for håndtering av langsiktig eksponering (Eiteman et al., 2013). Slike avtaler involverer en enighet mellom to parter om å dele risikoen. Avtaler om risikodeling er spesielt vanlige mellom virksomheter som har langsiktige kjøps- og salgssavtaler. De bygger

---

<sup>14</sup> Berk & Demarzo, Corporate Finance, 2017, s.1069

på kontraktsfestede avtaler om å dele eller splitte virkningene valutasingninger har for begge parter. Formålet med slike avtaler er å redusere virkningene av de volatile kursendringene begge bedriftene er utsatt for.

I den empiriske forskningen av risikostyring er operasjonelle sikringsstrategier alltid studert i lys av finansielle derivater. I all hovedsak har det blitt studert hvorvidt det eksisterer substituerbarhet eller komplementaritet mellom operasjonelle og finansielle sikringsstrategier (Kim et al., 2005) (Pantzalis et al., 2001). Geografisk diversifisering og operasjonell fleksibilitet er sikringsstrategier som blir iverksatt ved hjelp av ulike operasjonelle beslutninger. Sammenlignet med finansielle sikringsstrategier krever operasjonelle strategier for sikring høyere kapitalbinding samt et langsiktig fokus på sikringshorisonten. Til gjengjeld har den fordeler ved at metoden gir mer langsiktige sikringseffekter.

### 3 Teoretisk rammeverk

I denne delen av oppgaven vil jeg belyse eksisterende litteratur og forskning jeg har lest meg opp på. Dette inkluderer en kort oppsummering av styrker og svakheter i eksisterende litteratur og tilslutt en plassering av mitt bidrag i relevant kontekst.

#### 3.1 Finansiell sikring

Tidlig forskning på dette området fokuserte i stor grad på å klargjøre hvorvidt endringer i valutakurser påvirker en virksomhets finansielle verdi. I Amerika utførte Jorion i 1986 en undersøkelse for å kartlegge sammenhengen mellom aksjeavkastning og valutakurser blant amerikanske virksomheter. Han forskning la grunnlaget for å påstå at forholdet mellom aksjeavkastning og valutakurser varierte stort på tvers av virksomheter. Graden av valutaeksponering var positivt relatert til andelen av virksomhetens utenlands operasjoner. Funnene til Jorion har i senere bitt støttet opp av studier utført av Bodnar & Gentry i 1993 og Choi & Prasad i 1995.

I en studie utført av Shin & Soenen (1998) ble det undersøkt hvorvidt amerikanske multinasjonale virksomheter er eksponert for valutarisiko. Videre undersøkte de også om det er forskjeller i valutaeksponering mellom store og små virksomheter og om industrispesifikke karakteristikk er signifikante forklaringsvariabler. De fant empiriske bevis på at verdien av amerikanske multinasjonale selskap var signifikant korrelert med endringer i verdien på dollar.



De fant også ut i sin studie at hovedtyngden av virksomheter som var eksponert for valutarisiko kunne inndeles i noen få industrier (elektronikk og primærmetaller).

Ettersom forskere ble mer og mer oppmerksomme på hvordan valutarisiko påvirker verdien på en virksomhet, dreide forskningen seg mer over på å håndtere denne risikoen, hovedsakelig i form av derivater. Allayannis og Ofek var i 1997 noen av de første til å undersøke hvorvidt utenlandske virksomheter bruker derivater for sikrings eller spekulative formål. Studien fant, i likhet med en studie utført av **Carter i 2003**, at virksomheter anvender derivater for sikring samt redusere den totale valutaeksponeringen de står overfor.

Andre studier har også fokusert på finansiell hedning blant virksomheter. Et av de tidligste og mest siterte bidragene er Wharton undersøkelsen utført av Bodnar m fler. over en periode på flere år(1995-1998). De fant at amerikanske ikke-finansielle foretak som oftest bruker utenlandsk derivater, etterfulgt av rente-, råvare-, og egenkapitalderivater. Studiene bekreftet også at virksomheter anvender derivater hovedsakelig for å redusere volatilitet i kontantstrømmene.

Basert på en spørreundersøkelse, presenterer Bodnar og Gebhardt(1998) svarene på derivatbruk blant amerikanske og tyske ikke-finansielle foretak. De undersøkte tre typer derivatsikring; valutarisiko, renterisiko og råvarerisiko. Firmaer i begge lang bruker derivater i utenlandsk valuta mest hyppig, tett etterfulgt av rentederivater og helt tilslutt råvarederivater. Studien fant også at sannsynligheten for å bruke derivater til å håndtere risikoer var større blant tyske virksomheter enn amerikanske. En forklaring på dette er at Tyskland er en mindre, og mer åpen økonomi, og dermed også mer utsatt for økonomiske prisrisikoer og spesielt valutakurser. Derivatbruken ser ellers ut til å være ganske sammenlignbar mellom landene med tanke på ulike industrier og volum. Dette bekrefter at derivatbruk ikke er et resultat av landsspesifikke faktorer. En annen viktig poeng er at bruken av derivater øker med størrelsen på virksomheten. Dette gjelder begge landene. Når det kommer til sikringshorisonten viser det seg at virksomheter i større grad sikrer seg mot kortsiktige (mindre enn ett år) transaksjoner i motsetning til mer langsiktig sikring. I følge forfatterne kan dette tyde på at virksomheter sikrer langsiktig valutarisiko med operasjonelle tiltak og kortsiktig valutarisiko med derivater og at metodene er komplementære risikostyringsstrategier. Argumentet har i senere tid fått støtte også fra andre forskere som mener at finansiell og operasjonelle sikringsmetoder er komplementære.

Enkelte studier har også blitt utført for å kartlegge hvorvidt virksomheter er klar over valutarisikoen de står overfor. I en studie utført av Loderer og Pichler(2000) kartla de valutarisikohåndtering blant sveitsiske industrivirksomheter i form av en spørreundersøkelse. Hovedformålet var å granske hvorvidt virksomhetene kvantifiserer sin risikoprofil og i hvilken grad de sikrer seg mot svingninger i valutamarkedet. Deres hovedkonklusjon er at virksomhetene i veldig liten grad har en aktiv evaluering av valutaeksponering og i stor grad er naturlig sikret. Dette er en motsetning til hva de først trodde; at virksomhetene estimerer sin risikoeksponering for deretter å sikre denne ved hjelp av derivater. I følge deres konklusjon tror virksomheter at de ikke trenger å vite dette. Det kan oppfattes som forvirrende, da kjennskap til ens eksponering gir et godt grunnlag for å forbedre sine metoder for risikostyring. På et generelt grunnlag finner de at virksomheter ikke evner å forstå hvorfor valutarisiko reduserer en virksomhets verdi og at enkelte til og med sikrer seg mot eksponering når dette er unødvendig. De foreslår at videre forskning burde fokusere på virksomheters overordnede tilnærming til risikostyring og dele denne inn i to underkategorier. Reduksjon av valutaeksponering på lang sikt burde ses i sammenheng med operasjonell hedging og når man vurderer mer kortsiktig risiko som transaksjonsrisiko burde finansiell hedgingsinstrumenter som derivater anvendes.

### 3.2 Operasjonell sikring

De siste årene har finansiellitteraturen i stadig større grad benyttet begrepet «operasjonell sikring» (Boyabatli, & Taktay, 2004). Begrepet beskriver de aktivitetene som sikrer en bedrifts risikoeksponering ved hjelp av ikke-finansielle verktøy, men gjennom operasjonelle aktiviteter (Boyabatli, & Taktay, 2004). I likhet med litteratur fra andre fagområder, blir operasjonell fleksibilitet ansett som den viktigste operasjonelle sikringsstrategien. Forskningen underbygger de verdiøkende egenskapene ved denne formen for fleksibilitet ved å henviser til dens realopsjonsegenskaper. Da de fleste studiene omhandler multinasjonale selskap, legges det særlig stor vekt på omstillinger i produksjonslinjen og sourcing av lokasjoner.

Hommel(2002) har fastslått matematisk at operasjonell sikring i form av etablering av operativ fleksibilitet representerer et strategisk komplement til enhver variansminimerende finansiell sikringsmetode. Hommel belyser at det eksisterer strategisk komplementaritet mellom finansiell og realopsjonsbasert operasjonell sikring. Gitt denne informasjonen kan det forventes at virksomheter anvender både finansielle og operasjonelle metoder for sikring. Empirisk støtte for dette argumentet ble fremsatt av Carter et al (2003), noe som tyder på at operasjonelle og finansielle sikringsmetoder er komplementære risikostyringsstrategier

Hommel(2000) vurderer geografisk diversifisering og «operativ» fleksibilitet som to separate operasjonelle sikringsstrategier. Han undersøker insentivene for valutasikring med finansielle og operative metoder i en multinasjonal kontekst. Han argumenterer for at operasjonell fleksibilitet er ansett som en strategi for sikring når volatiliteten i valutakurser og etterspørselen er tilstrekkelig stor. Med tilstrekkelig stor mener han at risikoen svekker oppnåelsen av et minimumskrav for profitt.

I tillegg til operasjonell fleksibilitet diskuteres geografisk diversifikasjon som en annen operativ sikringsstrategi for multinasjonale virksomheter (Fok et al., 1997). Metodens formål baseres på å tilpasse inntektene og kostnadene slik at de utsettes for den samme risikoen. Et godt eksempel er virksomheter som har salgsvirksomhet i utenlandske markeder. Slike virksomheter kan åpne produksjonsanlegg i disse markedene og dermed sikre at produksjonskostnadene og salgsinntektene blir utsatt for samme valutaeksponering. Geografisk diversifisering bidrar til at virksomheter eliminerer den negative effekten ved appresiering av lokal valuta (mao høyere produksjonskostnader) og den positive effekten ved depresiering av valuta (mao lavere produksjonskostnader). Et resultat av dette er at geografisk diversifisering reduserer den totale variasjonen i kontantstrømmene.

Chowdhry & Howe (1999) differensierer ikke mellom geografisk diversifisering og operasjonell fleksibilitet, men anser det å flytte produksjon til utenlandske markeder som den operative sikringsstrategien for multinasjonale virksomheter. De analyserer de forholdene som skaper grunnlaget for finansiell og operasjonell sikring av valutaeksponering, men også etterspørselsrisiko. De understreker at ved å ha produksjonsanlegg i flere markeder, kan multinasjonale virksomheter tilpasse kostnadene og inntektene i tillegg til å skifte produksjon mellom disse lokasjonene. De argumenterer videre for at det å flytte produksjon kun blir ansett som en operasjonell sikringsstrategi når det bakenforliggende formålet er å redusere variasjonen i driftsresultatet.

Pantzalis et al., (2001) eksaminerer sammenhengen mellom operasjonellsikring og valutaeksponering blant amerikanske multinasjonale virksomheter. De måler eksponeringen som forholdet mellom endringer i verdien på dollaren og aksjeavkastningen ved hjelp av en tidsserie-regresjon kontrollert for den overordnede retningen i markedet.

Operasjonell sikring måles ved hjelp av «breadth» og «depth»(Billington et al., 2003). «breadth» er definert som antall utenlandske land hvor firmaet har datterselskaper og «depth» identifiseres som antall utenlandske datterselskaper i de to største landene. De finner sterke

indikasjoner for at virksomheter hvor de utenlandske operasjonene er konsentrert i få land («low depth») er mer utsatt for valutarisiko. Dette mener de har bakgrunn i at de da i mindre grad er diversifiserte (Pantzalis et al., 2001). På den andre siden har en virksomhet som er spredt over mange land («high breadth»), evnen til å redusere eksponeringen da de er i en bedre posisjon til å strukturere sine operasjoner slik at de ulike landsspesifikke eksponeringene nuller hverandre ut. Virksomhetens evne til å konstruere operasjonelle sikringsmetoder reduserer valutaeksponeringen på en effektiv måte. Dette impliserer at multinasjonale virksomheter med store, diversifiserte nettverk vil lykkes med å effektivt styre eksponeringen de står overfor.

En av de nye studiene som fokuserer på operasjonellsikring er en masterutredning av Hansen(2009). Hansen undersøkte danske mellomlistede ikke-finansielle, ikke-børsnoterte selskaper for å finne forholdet mellom operasjonell og finansiell sikring. Hun analyserte resultatene ved hjelp av regresjonsanalyse for å finne variabler som påvirker valutasikringsaktivitetene. Hennes funn støtter hypotesen om at operasjonelle og finansielle sikringsmetoder er komplementære. Forfatteren fant også ut at selskapsspesifikke faktorer som multinasjonalitet og utenlandskeksponeringen var avgjørende for å forklare betydningen og anvendelsen av sikringsstrategier. Studien viste også at det var en sammenheng mellom virksomhetenes størrelse og i hvor stor grad de benyttet seg av finansielle sikringsprodukter. En forklaring på dette kan være at de store bedriftene i større grad besitter ressurser og faglig kunnskap inhouse og at terskelen for å anvende finansielle instrumenter dermed er lav.

I norsk sammenheng er litteraturen forståelig nok noe mer begrenset. Børsum og Ødegaards studie er definitivt et av bidragene av størst betydning. Studien ble utrettet på vegne av Norges Bank og publisert i bladet «Penger og kreditt», første utgave (2005). De gjennomførte da en større spørreundersøkelse hvor utvalget bestod av norske virksomheter.

Hovedfokuset var å kartlegge bruken av finansielle instrumenter blant norske ikke-finansielle virksomheter i deres valutasikringspraksis. Studien gir også noen svar på bruken av operasjonelle og naturlige metoder for sikring av valutaeksponering.

Når det kommer til derivatbruk identifiserer studien til Børsum og Ødegaard de mest vanlige anvendte instrumentene, nemlig forward kontrakter. Det minst brukte instrumentet er options. Det fremkommer også at virksomhetene fokuserer på å bruke disse instrumentene i forbindelse med transaksjoner. Et annet interessant funn er at bruken av finansielle instrumenter minsker jo lenger tidshorizonten er og at størrelsen på virksomhetene har sammenheng med hvor ofte de

benytter slike produkter. Sistnevnte funn er i samsvar med konklusjonene fra tidligere studier som Hansen(2009).

Forholdet mellom inntekter og kostnader i utenlandsk valuta ble også identifisert som forklaringsvariabel. Over en tredje del av virksomhetene i undersøkelsen hadde omtrent like store kostnader som inntekter i utenlandsk valuta. Dette kan være en indikasjon på at norske bedrifter stor grad benytter seg naturlige sikringsmetoder.

En rekke studentppgaver har tatt utgangspunkt i studien til Børsum & Ødegaard(Eriksen&Wedøe, 2010)(Mehn&Silberg 2012),(**Klausen&Ytreland, 2011**). Oppgavene skiller seg ut ved at de har vinklet oppgaven i en spesifikk retning. Førstnevnte fokuserer på motiver, metoder og hvor i organisasjonen valutastrategien er forankret. Undersøkelsen dems tyder på at majoriteten av norske ikke-finansielle bedrifter har strategien forankret på ledelsesnivå og at de i stor grad benytter naturlige sikringer. I studien til Mehn&Silberg ble det også inkludert svenske ikke-finansielle selskap med den hensikt å utforske om det eksisterer særnorske effekter.

### 3.3 Valutastrategienes forankring på styrenivå og transparens

I forhold til studiens problemstilling har jeg utforsket litteratur som kan forklare sammenhengen med styrets ansvar med tanke på sikringspraksisen. Jeg har deretter sett nærmere på konsekvenser ved å offentliggjøre valutastrategier. Sammenhengen mellom valutasikringspraksisens forankring på toppnivå og selskapsverdi har blitt studert. I en studie(Allayiannis., et al 2009) ble det funnet solide bevis for at involvering av styre i forbindelse med sikring er verdiskapende. I tillegg fant de ut at bedrifter hvor det forekommer sterk eierstyring er priset til en premie.

I tillegg til markeds imperfeksjonene beskrevet under forrige kapittel, er en annen årsak for risikostyring i bedriften at aksjonærer knapt holder godt diversifiserte porteføljer. Derfor er de avhengige av at risikostyring forankres på bedriftsnivå. Et godt eksempel er familieeide bedrifter. Selvom de har godt diversifiserte porteføljer kan de foretrekke at bedriftene håndterer sin egen risikoeksponering for å unngå at de må korrigere egen portefølje ofte(Fite & Pflleiderer 1995).

Flere rammeverk for risikostyring underbygger styrets ansvar og forpliktelse i forbindelse med risikostyringen i en bedrift(Froot., et al 1994)(NUES)(Turnbull 1999, gjengitt av Law 2016). Det er enighet om at mange av de tekniske aspektene ved finansiell handel bør overlates til

ansatte med nødvendig faglig kunnskap, men ledelsen og styre må forstå hvordan de finansielle instrumentene henger sammen med den overordnede riskostyringsstrategien. Dermed kan ikke sikringspraksisen overlates fullstendig til den ansatte. En slik tilnærming kan føre til en lite konsistent og samkjørt overordnet strategi i tillegg til lite autonomi i derivatbruken. Noe som igjen kan ha negative konsekvenser for selskapets verdi. COSO rammeverket for helhetlig risikostyring, også definert som «Enterprise Risk Management», underbygger også styrets sentrale rolle (Chapman, 2003).

Strategien for risikostyringen bør både defineres og utføres på styrenivå (Loderer & Pichler 2000). Dette begrunnes med at det som oftest kun er styre og øverste ledelse som besitter en helhetlig oversikt over det totale risikobildet. På denne måten vil man oppnå en optimal risikostyring, men samtidig unngå uenigheter og komplikasjoner nedover i hierarkiet. Moody (2004), et ratingselskap, vektlegger også hvorvidt styret er direkte involvert i risikostyringen (gjengitt av Flaskerud & Roland 2013).

Viktig å utdye er at COSO rammeverket for enterprise risk management også har utfordringer (Kaarbøe., et al, 2013). En av de sentrale utfordringene har vært at rammeverket medfører reaktivitet. Det argumenteres for at ERM kun omhandler objektive enheter og at det også må taes hensyn til subjektive enheter i tillegg til at det har et reaktivt preg. Dette fører til at det i for stor grad fokuseres på kvantitative forhold. Forfatterne mener at rammeverket også må ta hensyn til usikkerhetsmomenter som ikke kan måles kvantitativt.

En rekke av de store skandalene i internasjonale bedrifter kan knyttes til svakheter i styrings og kontrollsystemene (Lem, 2015). En gjennomgående svakhet var ifølge Lem (2015) at det manglet en helhetlig oversikt over risikohåndteringen. Som følge av dette har ingen hatt et overordnet ansvar og man har dermed ikke iverksatt nødvendige tiltak når det har vært behov for det. «Ingen fremstår proaktive» konstateres det.

For å se nærmere på hva slags informasjon tilknyttet valutastrategien som bedrifter i USA og England offentliggjør, ble det utført en undersøkelse av Weetman & Marshall (2007). Den komparative studien indikerer at bedrifter i typiske produktmarkeder med intensiv konkurranse i mindre grad offentliggjør informasjon om deres valutastrategi. En annen studie har gått nærmere inn på nytteeffektene ved offentliggjøring av risikoopplysninger (Chiu., et al 2018). En viktig konklusjon fra denne studien er at offentliggjøring i form av selskapsrapport er nyttig for investorers evne til å forstå og vurdere risikoen i et selskap.

### 3.4 Forskningsspørsmål

*Hvordan sikrer norske importvirksomheter sin valutaeksponering, og hvilke konsekvenser har det for den praktiske implementeringen at valutastrategien forankres på styrenivå?*

Forskingsspørsmål:

- Hva oppfattes som de mest tungtveiende motivene for sikring?
- Hvilke former for sikring benyttes i størst grad?
- Hva er praksisen og holdningene omkring en overordnet valutastrategi?
  - o Forankring av strategi
  - o innhold
  - o betydning for utførelse
  - o Transparen

## 4. Metode

I denne delen av oppgaven vil jeg beskrive og redegjøre for datamaterialet og forskningsmetoden som ligger til grunn for min masteroppgave. Jeg vil belyse sentrale aspekter som er karakteristisk ved kvalitativ forskningsmetode. Så følger en beskrivelse av hvordan jeg har innhentet, bearbeidet og analysert datamaterialet. Jeg vil underveis begrunne mine valg og tilslutt ta for meg faktorer som er av betydning for oppgavens troverdighet og reliabilitet. Aller først følger et kort sammendrag av hovedpunktene i min fremgangsmåte.

For å besvare oppgavens problemstilling har jeg benyttet kvalitativ metodikk med et eksplorerende design. For å innhente relevant data har jeg benyttet meg av intervjumetoden. Under intervjuene har jeg valgt en semistrukturert tilnærming og tatt utgangspunkt i en intervjuguide. Fellesnevneren for intervjuobjektene mine er at de besitter faglig kunnskap og praktisk erfaring relatert til valutasikring og valutarisiko.

I etterkant av intervjuene har jeg transkribert dataen for så å organisere materialet i ulike kategorier. I forbindelse med organisering av datamaterialet er kategoriseringen basert på temaene i forskningsspørsmålene. Tilnærmingen har vært nødvendig for å identifisere sammenhenger, argumenter og oppfatninger i den videre analysen på en systematisk og oversiktlig måte. Helt tilslutt har jeg tolket resultatene i lys av eksisterende litteratur og plassert mine funn i en større kontekst.

## 4.1 Forskningsdesign

Forskningsmetode inndeles hovedsakelig i to underkategorier. Kvantitative og kvalitative metoder (Johannessen et al., 2004). Hvilken forskningsmetode som er mest passende avhenger av oppgavens tema og problemstilling. Man skiller mellom disse metodene basert på hvordan datamaterialet registreres og analyseres (Johannessen et al., 2004). For å besvare oppgavens problemstilling har jeg valgt en kvalitativ tilnærming.

Ved kvantitativ forskning benytter man seg av tall, tabeller og grafer i forsøket på å beskrive virkeligheten. Man systematiserer og estimerer konkrete tallverdier ved hjelp av statistiske verktøy, før man fortolker tallene. Fortolkningen er en nødvendighet ettersom tallverdier ikke sier så mye i seg selv.

Kvalitative metoder benyttes ofte når man ønsker dypere innsikt eller forståelse av et fenomen og vektlegger tekstlige skildringer. Disse metodene egner seg spesielt godt i studier hvor man tilstreber en mer dyptgående innsikt. Metoden anses også å være fleksibel og åpen, noe som gir rom for å foreta endringer og korreksjoner basert ny informasjon.

Til tross for at det finnes et hav av forskning på tvers av ulike fagområder, foreligger det en enighet om at det må defineres et design for undersøkelsen (Johannessen et al., 2004).

Forskningsdesign avklarer det overordnede temaet for undersøkelsen, og hvilke metodiske tilnærminger som skal anvendes. Forskningsdesign omhandler alt som har å gjøre med undersøkelsen og avklarer den praktiske gjennomføringen. De kvalitative forskningsdesignene har i motsetning til de kvantitative, mye mindre grad av formaliserte fremgangsmåter. Det eksisterer et bredt spekter av tilnærminger til design og gjennomføring.

Casedesign kjennetegnes ved at det innhentes mye informasjon gjennom en ekstensiv datainnsamling hvor oppmerksomheten rettes mot det som definerer casen. Et annet kjennetegn er at man har et ønske om en dyptgående presentasjon av casen (Yin, 2007). Problemstillingen i slike studier inneholder ofte ord som «hva», «hvorfor» eller «hvordan» og handler om forståelse av noe.

Et casestudiedesign vil være mest passende da jeg prøver å belyse personlige og til tider sensitive aspekter ved en virksomhets tilnærming til valutarisiko. Denne type eksplorativ tilnærming gir også mulighet til at man kan foreta endringer og korrigeringer i problemstilling i situasjoner hvor man oppdager nye innfallsvinkler og kunnskap.



## 4.2 Metode for datainnsamling

En nødvendig egenskap ved studier innen den akademiske forskningen er data som har grunnlag i det som skal studeres (Johannessen et al., 2004). Hvilken metode for innsamling som er mest hensiktsmessig avhenger av problemstillingen. I min studie vil datainnsamlingen foregå ved hjelp av intervjuer. Jeg vil først identifisere de ulike fremgangsmåtene for datainnsamling og deretter beskrive de ulike aspektene ved intervjumetoden. Tilslutt vil jeg beskrive positive og negative aspekter ved min tilnærming.

Teknikkene for datainnsamling innen kvalitativ metode er intervju, dokumentanalyse og observasjoner (Johannessen et al., 2004). Førstnevnte er den mest utbredte og benyttes i studier hvor man ønsker å undersøke individers oppfatninger, meninger og tolkninger. Observasjon er en metode hvor man ønsker å tilegne seg objektive vurderinger av individer, prosesser eller enheter. Ved dokumentanalyse tar man utgangspunkt i sekundærdata for å innhente informasjon. Sekundærdata beskriver data som er innsamlet av andre enn forskeren.

Det er mulig å inndele intervjuer i flere underkategorier. Noen av disse er formelle, og uformelle intervjuer. Også definert som strukturerte eller ustrukturerte (Johannessen et al., 2004). Sistnevnte kategori kan identifiseres som et intervju hvor man har en åpen tilnærming og former spørsmålene basert på intervjukonteksten. Formelle intervju har et sett med forhåndsdefinerte spørsmål og rekkefølge. En fordel ved ustrukturerte intervjuer er at intervjueren enklere kan improvisere underveis og tilpasse intervjuet til objektet. En blanding av disse metodene defineres av Johannessen som et semistrukturert intervju. Denne formen tar utgangspunkt i en intervjuguide. Guiden består av de overordnede temaene man vil utforske og generelle spørsmål.

Man kan også dele intervjuer inn i kategori ut i fra hvor mange som blir intervjuet på ett tidspunkt (gruppe- og individuelle intervjuer). En annen sentral kategorisering foregår basert på intervjuobjektens bakgrunn, nemlig respondent-, og informantintervjuer. Disse type intervjukategoriseringene har som formål å inndele objektene utifra kunnskap og erfaring.

Fordelen ved dybdeintervju er først og fremst at det gir intervjuobjektene anledning til å snakke fritt om sin oppfatning uten å være utsatt for noen form for ekstern press. For eksempel av sine overordnede. Videre skaper intervjuet rom for at objektet i større grad kan konsentrere seg og dermed avgi informasjon/data av høyere kvalitet. Dette medfører også at intervjueren kan få

dypere innsikt i tematikken og dermed identifisere holdninger og informasjon av mer sensitiv karakter.

I tillegg gir en intervjuer meg som forsker muligheten til å komme tettere inn på mine intervjuobjekter og dermed tilgang til informasjon jeg ellers ikke ville fått. Det gir tilgang til dybdekunnskap, subjektive meninger, argumenter og foretrekket praksis. Metoden egner seg godt i de situasjoner hvor man ønsker innsyn i oppfatninger og erfaringer (Johannessen et al., 2004). Intervjumetoden passer dermed godt da jeg ønsker innsikt i nettopp intervjuobjektene forståelse og oppfattelse. Ved å benytte meg av intervjuer får jeg anledning til å belyse informantenes virkelighetsoppfattelse på en måte som ellers ikke ville vært mulig.

Datagrunnlaget vil være langt mer innholdsrikt enn ved andre metoder for innsamling.

Et av ulempene ved dybdeintervjuene er at de er utrolig tidskrevende. Alt fra å avtale intervjuet til analysearbeidet. Selve analysearbeidet og bearbeiding av transkripsjonene kan være mer tidkrevende enn andre metoder innen kvalitativ metode. I tillegg er det flere fallgruver under selve intervjuet som kan svekke datagrunnlagets troverdighet. Noen av disse kan være at man stiller ledende eller lukkede spørsmål og dermed får objektet til å svare noe de ellers ikke ville ha gjort.

#### 4.2.1 Utvelgelse av intervjuobjekter

Hvem og hvordan utvelgelse av intervjuobjekter finner sted er av høy betydning for studiens troverdighet. Som følge av dette er det viktig å vurdere intervjuobjektene motivasjon for deltagelse og dermed deres pålitelighet. Noen spørsmål som kan stilles er hvorvidt objektet kan ha motiver til å svare uriktig eller feil.

Det finnes ulike tilnærminger til utvelgelse av intervjuobjekter. Kriteriebestemt utvelgelse som går ut på at man velger ut intervjuobjekter som oppfyller gitte kriterier (Patton 1990). En annen tilnærming omtales som variasjonsutvelgelse. Denne utvelgelsesmetoden går ut på at man prøver å kartlegge ulike aspekter, perspektiver, oppfatninger og meninger. Andre metoder er snøballutvelgelse og bekvemmelighetsutvelgelse.

Gitt min problemstilling, ønsket jeg å utrede praksis og metoder som blir benyttet blant norske importvirksomheter. Dette innebærer at intervjuobjektene har blitt valgt ut basert på deres kvalifikasjoner og erfaring innen fagfeltet risiko og sikring. Videre hadde jeg et ønske om at objektene skulle gjenspeile bredden av ekspertise og kunnskap innen fagområdet. Utvelgelse av objekter har derfor også hatt et preg av det som tidligere har blitt definert som

variasjonsutvelgelse. Etersom jeg ønsker å identifisere om det eksisterer noen særegen «norsk» praksis, anså jeg det som relevant at utvalget besto av både de ansatte, men også individer i ledelsen. Jeg har prøvd å inkludere objekter med både høy og lav autoritet i virksomheten de arbeider i. Videre har jeg også informanter som i sitt daglige arbeid utfører rådgivningstjenester innen risikostying og compliance opp mot norske virksomheter. Ved å inkludere informanter med rådgivningsbakgrunn vil datagrunnlaget i større grad representere meningsmangfoldet og problemstillingen for øvrig.

I forkant drøftet jeg tanken om å prøve å fokusere oppgaven mot norske importører med min veileder. Jeg tok derfor i første omgang kontakt med individer i ledelsen til noen norske importbedrifter. Enkelte stilte seg positive til deltagelse mens andre var skeptiske som følge av frykt for å avsløre bedriftshemmeligheter. Via nettverk fikk jeg kontakt med intervjuobjekter som arbeider med risikorådgivning, og ble i noen tilfeller henvist til mer aktuelle kandidater av disse.

Kontakten foregikk hovedsakelig over epost. Jeg sendte ut en epost som inneholdt informasjon om undersøkelsens formål og tema til intervjuobjektene som viste interesse. I brevet ble interessentene også informert om hvorfor akkurat de var aktuelle, samt mulighetene for konfidensialitet og at all sensitiv informasjon ville bli behandlet med høy forsiktighet. De som ønsket deltagelse fikk deretter tilsendt en intervjuguide i forkant av intervjuet.

#### 4.2.2 Beskrivelse av intervjuobjekter

Det første intervjuet mitt var med «Head of Risk Advisory» hos et av marketsmiljøene i Norge. Avdelingen er spesialister innen risikostyring og leverer rådgivningstjenester innen finansiell risiko. Bistand i forbindelse med valutaeksponering anses som et av deres fokusområder. Han har lang fartstid innen fagområdet risiko og har arbeidet mot mange ulike norske virksomheter. De holder på med alt fra kartlegging til kvantifisering av risikomomenter samt rådgivning innen utforming og implementering av risikostrategier. Intervjuet tok omtrent 40 minutter.

Det andre intervjuobjektet jobbet i en norsk bank og hadde tittel som «Senior Cash Management Advisor» før. Objektet har lang erfaring innen rådgivning innen strategisk likviditetsstyring og var ansvarlig for noen av bankens største internasjonale klienter. Objektets kundeportefølje bestod blant annet av klienter med omsetning på opptil 40-50 milliarder norske kroner. Da valuta regnes som et av de viktigste verktøyene innen internasjonal handel og valutasikring er dette noe som går igjen i hans daglige arbeid.

Det tredje intervjuobjektet arbeider som finansdirektør for en importvirksomhet som årlig omsetter for rundt 8-10 milliarder norske kroner. Han besitter lang fartstid innen spesielt råvaresikring, men også valutasikring og innehar en grundig teknisk forståelse av sikring. Direktøren har sin faglige bakgrunn innen revisjon og har derfor også en unik regnskapsmessig forståelse av sikring.

Det siste intervjuobjektet mitt arbeider i samme importvirksomhet under stillingen Senior Treasury Analyst. Han er den i selskapet som faktisk gjennomfører de finansielle sikringshandlene. Fra tidligere arbeid har han også arbeidet med rentesikring og ulike finansielle sikringsmetoder som swapper. Hans nærmeste leder er finansdirektøren som er beskrevet i forrige avsnitt.

#### 4.2.3 Under intervjuet

Før selve intervjuet begynte, forsikret jeg meg om at det var greit at jeg tok lydopptak av samtalen. Deretter ga jeg en kort introduksjon av meg og motivasjonen bak temaet jeg har valgt. Jeg åpnet opp for at intervjuobjektene kunne få svar på det de måtte lure på. Jeg avklarte også en siste gang at deres deltagelse kunne anonymiseres. Videre ble objektene informert om at de kunne avstå å svare på de spørsmål de måtte ønske og at de hadde anledning til å trekke seg underveis.

For å unngå at det i etterkant kunne bli stilt spørsmål ved troverdigheten og kvalitetsnivået på materialet har jeg lagt særlig stor vekt på enkelte kriterier. Intervjuet skulle ikke være en arena for debatt, fokuset var rettet mot intervjuobjektet. Det vil si at intervjuobjektene fikk anledning til å snakke mest mulig mens jeg hadde en mer passiv rolle. Alle intervjuene ble gjennomført på intervjuobjektens arbeidsplass på avlukkede grupperom bortsett fra ett intervju som ble gjennomført over telefon. Intervjuene hadde varighet på et sted mellom 30 – 45 minutter.

Intervjuguiden fungerte som selve fundamentet underveis i intervjuet, men intervjuobjektene fikk anledning til å snakke fritt og guiden ble ikke alltid fulgt punktvis. Samtalene fikk et mer naturlig preg og som følge av dette merket jeg at intervjuobjektene var mer åpne om personlige meninger og holdninger. Noe struktur i spørsmålene var uansett viktig da det gir et mer helhetlig intervju og forenkler sammenlikningen med de andre intervjuene. Jo flere intervjuer jeg gjennomførte desto tryggere følte jeg meg i rollen og har inntrykk av at de siste intervjuene var de mest suksessfulle i form av innsamlet datainnhold.

Jeg oppfatter det slik at jeg fikk innhentet nok datagrunnlag til å besvare oppgavens problemstilling. Opptak av samtale hadde stor betydning i analysearbeidet. Etter intervjuene har jeg gjennomført transkripsjon. Dokumentering av datagrunnlaget er en viktig del av intervjuprosessen (Johannessen et al., 2004). Å ha mulighet til å gå tilbake til innholdet i intervjuene har vært av stor betydning.

### 4.3 Organisering, analyse og fortolkning

Det innsamlede materialet har i etterkant blitt analysert og tolket. Som nevnt tidligere, finnes det en rekke ulike metoder innen kvalitativ forskning. Således er det en rekke alternativer til hvordan man kan angripe analysen og fortolkningen. Viktig å presisere, er at den som har innhentet materialet også utfører fortolkningen og analysen (Silverman 2006). Dette begrunnes med at forfatterens unike innsikt og forståelse for det overordnede temaet er et nødvendig utgangspunkt for analysen. I og med at datamaterialet i form av transkripsjoner er omfattende, er det nødvendig å begynne med organisering av materialet slik at sammenhengene blir mer begripelig. Med andre ord utformes og systematiseres datamaterialet slik at det blir oversiktlig og forståelig.

Mason (2002) definerer tre fremgangsmåter for organisering av datamaterialet i en kvalitativ kontekst. Disse er kategoribasert inndeling, kontekstuell dataorganisering og bruk av visualiseringseffekter som diagrammer og tabeller. Metodene er ikke gjensidig utelukkende til tross for at de bygger på ulike teknikker. Det vanlige er å organisere datamaterialet etter kategorier eller tema (Johannessen et al., 2004).

Kategoribasert inndeling bygger på utarbeidelse av et system for indeksering. Indeksering defineres av Johannessen et al., 2004 som en teknikk hvor «det settes merkelapper på setninger eller avsnitt som gjør det mulig å identifisere og finne igjen spesielle temaer i datamaterialet». I forbindelse med organiseringen har jeg valgt en kategoribasert inndeling av datamaterialet. Kategoriene jeg har valgt å dele datamaterialet inn etter har forankring i forskningsspørsmålene med tilhørende underkategorier. For å forenkle og systematisere materialet ytterligere har jeg utarbeidet noen underkategorier.

Analysen bygger videre på kategoriseringen ved å identifisere sammenhenger, oppfatninger, påstander, argumenter mm. I fortolkningen vurderer forskeren hvilke innvirkninger

konklusjonen og analysen har for problemstillingen. Forskerens resultater vurderes i lys av eksisterende litteratur og funnene plasseres i en større kontekst.

Jeg har valgt å følge analysemetodene beskrevet av Johannessen et al., (2004) som igjen har lagt til grunn teorien fra Robert Yin . Yin (2007) skiller mellom to strategier for analyse. De defineres som «teoristyrte antakelser» og «beskrivende casestudie». Før selve datainnsamlingen har jeg opparbeidet noen antakelser basert på eksisterende teori. En stor del av diskusjonen eller fortolkningen, omhandler dermed å vurdere egne funn opp mot teorigrunnlaget. Robert Yin argumenterer for at dataen må tolkes i lys av eksisterende litteratur. Kort fortalt går dette ut på å ta stilling til hvorvidt funnene er i samsvar med eksisterende teori, om det er grunn til å korrigere den eksisterende teorien, eller om funnene gir grunnlag til å definere helt ny teori.

## 4.4 Evaluering

Hittil i oppgaven har jeg beskrevet og begrunnet forskningsmetode og min overordnede tilnærming. Videre vil jeg vurdere kvaliteten på oppgavens forskningsopplegg. I studier innen forskningslitteraturen er det essensielt at forfatteren gir en vurdering av kvalitetsnivået (Johannessen et al., 2004). En slik vurdering bygger på mulige svakheter og begrensninger ved studien. Reliabilitet, validitet, pålitelighet, troverdighet, overførbarhet og bekreftbarhet er begreper som benyttes som kriterier for kvalitet. Noen av disse kriteriene kan av og til inngå i hverandre (Johannessen et al., 2004). Jeg vil kort redegjøre for de ulike begrepene og deretter belyse potensielle svakheter ved min utredning.

### 4.4.1 Reliabilitet & Pålitelighet

Reliabiliteten er kriteriet som forbindes med studiens datagrunnlag. Det sammenstilles ofte med pålitelighetskriteriet. Begrepet omfatter egenskaper ved datamaterialet, som for eksempel hvordan det er samlet inn og bearbeidet (Johannessen et al., 2004). En detaljert beskrivelse av fremgangsmåten gjør det mulig for andre å reprodusere studien, noe som igjen vil styrke studiens pålitelighet. I min studie har jeg forsøkt å beskrive hele datainnsamlingsprosessen i detalj med det formål å forsterke påliteligheten. Jeg vil også legge til at jeg underveis i intervjuene har forsøkt å innta en så nøytral rolle som mulig. Dette for å unngå at objektene påvirkes av min væremåte. Utvalgsstørrelsen min kunne absolutt bestått av flere intervjuobjekter som jobber i importbedrifter. En eller to bedrifter til ville kunne gjort sammenligningsgrunnlaget og analysen mer innholdsrik. Jeg vil dog legge til at jeg hadde ambisjoner om å intervju flere objekter, men at responsen fra en del av disse uteble. I tillegg

var det enkelte som var skeptiske da de ikke ønsket å avsløre bedriftshemmeligheter av konkurransemessige årsaker. En annen potensiell svakhet jeg har oppdaget i etterkant er at mine spørsmål til objektene kan ha vært førende.

#### 4.4.2 Validitet & Troverdighet

Validitet innen kvalitativ forskning er et kriterium som forteller noe om hvorvidt en studies metodiske fremgangsmåte er hensiktsmessig for den overordnede målsetningen (Johannessen et al., 2004). Det vil si hvorvidt metoden gir en god beskrivelse av virkeligheten og om funnene avspeiler studiens overordnede målsetning. Johannessen et al., (2004) vektlegger spesielt at det gjøres rede for hvilke teknikker man har benyttet for å systematisere og organisere datamaterialet. Ved kvalitative studier er det umulig å unngå intervjueffekten (Johannessen et al., 2004). Intervjueffekten forbindes med de konsekvenser intervjuerens innflytelse har for intervjuobjektet og deres besvarelser.

I min studie har jeg forsøkt å styrke troverdigheten og validiteten ved å inkludere relevant informasjon i vedleggene. En kopi av eposten som ble sendt da jeg kontaktet potensielle intervjuobjekter, intervjuguiden og et utdrag som belyser hvordan jeg har indeksert i forbindelse med kategoriseringen. Ved å kombinere utvelgelse med hensyn til teknikker innen variasjons og strategisk utvelgelse vil man kunne styrke troverdigheten. Dette fordi man får dekket et bredt spekter samtidig som at intervjuobjektene bakgrunn er relevant for det overordnede temaet. Det har vært avgjørende for meg at intervjuobjektene besitter den ekspertisen som er nødvendig for studiens formål. En annen måte å styrke troverdigheten er ved å få presentere resultatene for intervjuobjektene og dermed få bekreftet disse. På grunn av begrenset med tid har dette vært vanskelig å la seg gjøre.

Johannessen et al., (2004) viser til en rekke studier og faglitteratur når de belyser ulike metodefeil. Disse metodefeilene eller skjevhetene omhandler hvordan forskeren påvirker intervjuobjektene og dermed deres besvarelser. Jeg vil kun ta for meg de skjevhetene som jeg oppfatter har innvirkning i denne oppgaven. Intervju effekt er en slik skjevhet som forbindes med de konsekvenser intervjuerens innflytelse har for intervjuobjektet og deres besvarelser. For eksempel gjennom kroppspråk. Det mest utfordrende i denne oppgaven har vært den kognitive skjevheten. Denne formen tar utgangspunkt i forskeren og går blant annet ut på at man tolker og søker ny informasjon på en måte som forsterker egne oppfatninger og forståelse. En annen tendens er at man ekskluderer informasjon eller fortolkninger som strider mot ens egne oppfatninger. I lys av at jeg har valgt casestudiedesign, hvor man i forkant av datainnsamlingen

oppfordres til å gjøre seg opp noen meninger, kan det ha oppstått en skjevhet. Det at jeg har kunnet diskutere oppgaven med min veileder mener jeg reduserer sannsynligheten skjevheter av denne typen. En ærlig innrømmelse er uansett at det er vanskelig å vurdere sitt eget forhold til slike tendenser. Muligheten for at det har forekommet kognitiv skjevhet som igjen har begrenset min studies troverdighet er ikke til å neglisjeres.

I forhold til informantenes tolkning og bedømmelse er det mulighet for at disse har latt seg påvirke av det som beskrives som «cultural bias» (Johannessen et al., 2004). Det kan være at de har tolket og oppgitt meninger som har tatt utgangspunkt i deres personlige kulturelle referanseramme. for eksempel bedriftskulturen eller fagbakgrunnen de besitter har satt føringer for hvordan de oppfatter et gitt spørsmål.



## 5. Analyse & Diskusjon

I dette kapitlet vil jeg redegjøre for resultatene fra intervjuene som ble gjennomført. Jeg vil gjennomgå de viktigste aspektene fra hvert intervju. Resultatene fra intervjuene har blitt kategorisert ved hjelp av mine forskningsspørsmål. Det er totalt tre forskningsspørsmål som samlet sett vil gi svar på problemstillingen. Under følger en oversikt over intervjuobjektene. En grundigere beskrivelse av intervjuobjektene finnes under punkt 4 Metode.

### 5.1 Analyse

Nummer	Stilling	Ansvar	Erfaring	virksomhet
1	Head of Risk Advisory	Rådgivning/bistand Ifb implementering og utarbeidelse av strategi	+15 år	Verdipapirforetak
2	Senior Cash Management Advisor	Rådgivning med ansvar for internasjonale klienter	11 år	Bank
3	Finansdirektør	Overordnet ansvar for implementering av valutastrategi	+10 år	Importbedrift
4	Senior Treasury Analyst	Ansvar for praktisk utførelse av finansielle sikringer	5-10 år	Importbedrift

**Figur 1** intervjuobjekter

### 5.1.1 Intervjuobjekt 1

Sammendrag av standpunkt basert på forskningsspørsmålene

- 1- Stabilitet og forutsigbarhet i kontantstrømmene er hovedbakgrunnen for sikring i en bedrift
- 2- Terminkontrakter og opsjoner er de variantene som brukes mest, men man ser en tydelig kobling mellom import og strategisk sikring.
- 3- Valutastrategi forankret på styrenivå forhindrer en passiv tilnærming til risiko

Begrunnelse for standpunkt 1:

1. Stabilitet og forutsigbarhet i kontantstrømmene er hovedbakgrunnen for sikring i en bedrift

Intervjuobjektet oppfattet transaksjonseksposeringen som den viktigste årsaken for importvirksomheters sikringspraksis. Bedrifter vektlegger stabilitet i kontantstrømmene og intervjuobjektet anser dette som hoved bakgrunnen for sikringsstrategien.

*«i en bedrift eller et foretak er det kontantstrøm som er det viktigste»*

Dette mente han var fordi forutsigbarhet i kontantstrømmene er viktig i forbindelse med betjening av forpliktelser, betaling av renter og avdrag. Å redusere risikoen i kontantstrømmene er et vanlig fokusområde for en bedrift da det også gir grunnlag for mulighetene til nye investeringer og utbetaling av utbytte. En virksomhet vil tåle mer svingninger jo mer solid virksomheten er. Intervjuobjektet forklarte videre at alle aktiviteter som vil bidra til stabilisering av kontantstrømmer er bra og at valutarisiko er en form for risiko som det finnes effektive måter å redusere. Andre betydelige risikoer er det nødvendigvis ikke noe man kan gjøre noe med.

Begrunnelse for standpunkt 2:

2. Terminkontrakter og opsjoner er de variantene som anvendes mest, men man ser en tydelig kobling mellom importører og strategisk sikring.

Intervjuobjektet tydeliggjorde at det ikke var noe poeng i å gjøre det vanskelig. De fleste innehar en god forståelse av terminer og benytter i størst grad enkle produkter utdypet han.

«Her er det jo om å gjøre det enklest mulig. Det er ikke noen grunn til å gjøre det vanskelig. Så det enkleste instrumentet å bruke er jo terminer»

Intervjuobjektet redegjorde deretter for at det finnes settinger hvor det er mer hensiktsmessig å benytte opsjoner. For eksempel ved anbudsprosesser i utenlandsk valuta hvor det er uklart om man får tilslaget. Opsjoner gir virksomhetene økt fleksibilitet og intervjuobjektet mente at dette var et produkt som kanskje burde benyttes mer. En siste variant for sikring som benyttes i en viss grad var gjeld. Dette var særlig aktuelt i situasjoner hvor man har inntekter i utenlandsk valuta. I en slik setting kan man påta seg gjeld i samme valuta. Den siste varianten har derimot innvirkning på egenkapitalen presiserte han.

Han informerte avslutningsvis for koblingen mellom strategiske sikringsmetoder og import. Den finansielle sikringshorisonten vil vanligvis være kortere for en importør enn en eksportør. I en situasjon hvor man for eksempel utarbeider prislister et år frem i tid er det naturlig å benytte seg av finansiell instrumenter for å sikre marginene. Når man deretter skal utarbeide nye prislister har man fleksibilitet til å iverksette strategiske grep.

*«Dette er ting som vi diskuterer mye med kunder og det er viktig. Slik at man ikke sikrer for langt»*

Han forklarte dette med at ved svingninger i kronekursen ville man kunne kjøpe seg tid med finansielle sikringer, men at man på et tidspunkt i fremtiden vil bli nødt til å vurdere en mer strategisk tilnærming. Dette kan for eksempel være å endre kostnadsstrukturen ved å få flere kostnader og inntekter i samme valuta. Ved å kombinere strategiske og finansielle sikringer vil man oppnå en langsiktig god sikringseffekt.

Begrunnelse for standpunkt 3:

### 3. Valutastrategi forankret på styrenivå forhindrer en passiv tilnærming til risiko

Intervjuobjektet hadde en tydelig formening om at valutastrategien bør forankres på styrenivå og at det er tilfellet ved de fleste børsnoterte selskap. Han presiserte at det er store forskjeller mellom bedrifter og at dette er av betydning. Noen virksomheter kan være små og familieeide mens andre kjempestore. Intervjuobjektet omtaler valutastrategi som en «policy». Policyen inneholder flere ting. En analyse av risikoen og dens implikasjoner, hvor mye av risikoen man ønsker å redusere i forhold til tidshorisont, og hvordan dette skal gjøres i praksis.

*«Det er viktig at man har dekning for det man gjør. Veldig viktig»*

En konkret policy forankret i styret innebærer at de som utfører den praktiske sikringen har klare retningslinjer å forholde seg til. I tilfelle hvor det ikke eksisterer noen overordnet policy kan den med ansvar for sikring føle seg utsatt. Dette eksemplifiserer intervjuobjektet med en situasjon hvor sikringen har negativ markedsverdi. Den ansattes overordnede kan i en slik situasjon bli misfornøyd og det oppstår en form for frykt eller redsel hos den ansatte. Dermed er det lett å tenke at man heller skal la vær å foreta sikringer og dermed opptre mer passivt. Derfor er det viktig med en tydelig forankret policy slik at man har legitimitet for det man foretar.

I forhold til transparens oppfatter ikke intervjuobjektet noen grunn til at strategien ikke skal offentliggjøres. En viktig årsak til dette mener han er at sikringspraksisen i en virksomhet er viktig for investorer. Han begrunner dette med at det er fornuftig å være åpen om hva man gjør på sikringsfronten og betryggende for investorer. Dette gjelder også for eksempel ved endringer i basisvaluta. Han meddeler at han ikke ser noen grunn til å ikke offentliggjøre strategien.

*«Jeg ville tenkt at det ville vært positivt for en investor at dette er et selskap som har et aktivt forhold de risikofaktorene de har og gjør noe med det»*

Tilslutt utdyper han at policyen i mange tilfeller er uklar og lite informativ. Dette i form av det er mange fine formuleringer som egentlig ikke sier så mye. Man kan derfor sitte igjen forvirret og usikker på hvorvidt virksomheten ligger helt åpen eller om de har sikret alt.

### 5.1.2 Intervjuobjekt 2

Sammendrag av standpunkt basert på forskningsspørsmålene

1. Langsiktighet og forutsigbarhet i kontantstrømmene er overordnet motivasjon.
2. Produkter som opsjoner, derivater og spothandler er mest dagligdagse
3. Valutastrategien bør ikke forankres på styrenivå.

Begrunnelse for standpunkt 1:

1. Langsiktighet og forutsigbarhet i kontantstrømmene er overordnet motivasjon

Intervjuobjektet begrunner synspunktet med at beslutninger i en bedrift skal baseres på langsiktige betraktninger. Derfor mener han at den strategiske eksponeringen er den viktigste i form av å skjerme seg mot de store svingningene. Han begrunner dette med en rekke underliggende faktorer. Disse kan relateres til kostnadsbildet, langtidsplanleggingen, komparative fortrinn og mindre ekstern finansiering. Spesielt ved internasjonal handel er valuta et av de viktigste verktøyene hevder han.

Begrunnelse for standpunkt 2

2. Produkter som opsjoner, derivater og spothandler er mest dagligdagse

Manglende kompetanse spesielt blant mindre bedrifter setter begrensninger for valg av metoder. Selskapene har som regel kun en økonomiavdeling med lite eller ingen faglig kunnskap innen finans. Disse belager seg derfor i stor grad på bankenes rådgivning som i stor grad vektlegger finansielle produkter. Derfor er bruken av opsjoner, derivater og spothandler størst. Blant større selskap benyttes også spesielt cashpooler. Han fastslår deretter at strategisk sikring stadig blir mer og mer benyttet. Som for eksempel flytting av produksjon til utlandet. Intervjuobjektet konstaterer at strategiske og finansielle former for sikring til en viss grad er komplementære og at det i stor grad avhenger av langsiktigheten i vurderingene.

Begrunnelse for standpunkt 3:

3. Valutastrategien bør ikke forankres på styrenivå.

Intervjuobjektet begrunner standpunktet med at styret skal stake ut den langsiktige retningen med tanke på corporate governance. Involvering av styret i forbindelse med valutastrategien blir en form for micromanagement. Dette til tross for at han er innforstått med at det kan utsette

den ansatte for en viss form for press. Han presiserer at han er enig i at styret bør få vite hva slags overordnet strategi man har, men at det er de faglige vurderingene som bør være styrende. De som i det daglige arbeider med sikring og besitter førstehåndskunnskap bør få nødvendig handlingsrom til å utøve sin rolle i henhold til faglige vurderinger.

*«Jeg har et litt ambivalent forhold til det. Jeg personlig, det kan jo være at hvor man ønsker å sette hatten hvis det går dårlig eller bra»*

Situasjoner hvor følelsesmessige vurderinger blir styrende og trykker i en eller annen retning, i form av at ledelse og styret presser den sikringsansvarlige, oppfatter han som et tegn på svakhet i håndteringen av valutaeksponeringen.

*«følelser har ingenting i valutamarkedet å gjøre»*

Videre er intervjuobjektets vurdering at det ikke er noen ting i veien for å være transparent utad med strategien. Dette ettersom at alle bedrifter har en viss forståelse for dynamikken i markedet og mekanismene bak instrumentene. Dermed er det uansett mulig å kunne forestille seg hvilken strategi en gitt bedrift har. Dessuten vil denne type informasjon bidra til korrekt prising i markedet gitt at de er børsnoterte.

### 5.1.3 Intervjuobjekt 3

Sammendrag av standpunkt basert på forskningsspørsmålene

1. Forutsigbarhet er det overordnede motivet
2. Terminkontrakter og risikodeling med leverandører
3. Valutastrategi med forankring i styret reduserer behovet for subjektive vurderinger og bør ikke offentliggjøres.

Begrunnelse for standpunkt 1:

1. Forutsigbarhet er det overordnede motivet

Selskapet intervjuobjektet arbeider for har vært eid av samme familie i godt over hundre år. Mulighetene for å innhente kapital i krisesituasjoner er dermed begrenset til kun gjeld. Eierne har en ganske risikoavvers tilnærming, noe som kommer til uttrykk i form av en konservativ tilnærming i den overordnede sikringsstrategien. Forutsigbarhet betegnes som det underliggende prinsippet for hele valutapolicyen.

*Greit å bare ha som kontekst at vi er et familieselskap som har vært eid av samme familie i godt over hundre år. Og de er veldig risikoaverse.*

Da bedriften utarbeider prislistene 6-12 måneder frem i tid er det begrenset hvor mye av valutakostnaden som kan videreføres til kunden. De har utelukkende kostnader i utenlandsk valuta. I tillegg bærer selskapet 100% av valutarisikoen i forhold til noen av deres leverandører. Selv om forutsigbarhet er det overordnede svaret handler det til syvende og sist om bedriftens bruttomarginer.

Begrunnelse for standpunkt 2:

## 2. Terminkontrakter og risikodeling med leverandører

Metodene som anvendes begrunnes med et ønske om å holde det så enkelt som mulig.

Mulighetsrommet er ganske begrenset i form av inntektene er i Norske kroner.

Importkontrakter som grunnlag for risikodeling er noe som etterstrebes ved enhver ny avtale, men noe som ikke alltid lar seg gjøre.

*«Jeg vil jo tro at grunnen til at vi har tatt de instrumentene vi har er at det er så enkelt som mulig i forhold til behovet vårt.»*

Begrunnelse for standpunkt 3:

## 3. Valutastrategi med forankring i styret reduserer behovet for subjektive vurderinger og bør ikke offentliggjøres.

En styrebesluttet policy reduserer behovet for subjektive vurderinger hos den sikringsansvarlige. Intervjuobjektet trekker blant annet frem spenninger i selskapet da mange har uttrykt et ønske om at de i større grad skal kunne spekulere. Dermed er det en form for betryggelse at en styrebesluttet policy kan følges mekanisk. Han beskriver videre situasjonen før jul da Euroen steg til over 10. Den sikringsansvarlige fikk en del pepper, men samtidig hadde han full ryggdekning både hos intervjuobjektet og videre oppover i ledelsen.

*«Det er ikke slik at (den sikringsansvarlige) ikke må tenke, men vi prøver å redusere hvor mye subjektive vurderinger han egentlig behøver å gjøre da»*

Intervjuobjektet ser ingen grunn til å offentliggjøre strategien i privateide selskap. Han uttrykker forståelse for betydningen av transparens i børsnoterte selskap i forhold til aksjonærene. Da selskapet han arbeider for ikke er børsnotert er konteksten annerledes mener han. Han påpeker at importkontraktene også er en form for sikringsinstrument og at man dermed også må inkludere disse ved en eventuell offentliggjøring. Hvis man først skal offentliggjøre må man jo vise hvordan man sikrer totalt mener han. Importkontraktens konkurransefremmende egenskaper rettferdiggjør en konfidensiell valutastrategi.

*«Hadde det vært et børsnotert selskap så hadde det vært noe annet. For da har du aksjonærer og det handler om transparens ut til aksjonærene»*

#### 5.1.4 Intervjuobjekt 4

Sammendrag av standpunkt basert på forskningsspørsmålene

1. Motivet for at vi sikrer er at vi ønsker forutsigbarhet i varekostnadene
2. Terminkontrakter og risikodeling med leverandørene anvendes mest
3. Valutastrategi regulert på styrenivå er betryggende da man har klare retningslinjer.

Begrunnelse for standpunkt 1:

1. Hovedmotivet for sikringspraksisen vår er forutsigbarhet i varekostnadene

Intervjuobjektet begrunner sitt standpunkt med at det er hovedsakelig varekostnaden som er i fremmed valuta. Produktene de selger importeres til Norge og deretter selges på det norske markedet. De har av den grunn kun inntekter i norske kroner og intervjuobjektet fremstiller transaksjonseksposering som den viktigste for deres sikringspraksis. Kombinasjonen av utgifter i fremmed valuta og inntekter i norske kroner

*«Det er jo utelukkende kostnadene våre som er i fremmed valuta. Så det er på en måte ingen naturlige hedginger via inntektene våre. Derfor må vi kjøpe terminer for å ha forutsigbarhet»*



Han presiser at det er snakk om store volum som kontinuerlig strømmer gjennom selskapet. Varekostnadene isolert utgjør 6-7 milliarder norske kroner. Som et resultat av dette tar bedriften mange posisjoner i løpet av en måned.

Begrunnelse for standpunkt 2:

## 2. Terminkontrakter og risikodeling med leverandører

At bedriften utelukkende benytter terminkontrakter rettferdiggjøres ved at de etterstreber en så enkel tilnærming som mulig. Videre i intervjuet meddeler han at dette er noe han selv også har reflektert over da han ikke har vært i selskapet så lenge. Han er klar over fordeler ved terminkontrakter som brukervennlighet, transparens og forutsigbarhet i form av at man vet akkurat hva man får igjen.

*«Da får man kanskje litt mer smykke og omgir subjektive meninger hos meg»*

En annen årsak mener han kan være et ønske om å redusere beslutninger basert subjektive vurderinger hos han. Dette underbygger han ved å vise til at mer kompliserte instrumenter som opsjoner gir større handlingsrom. Man kan velge å innløse dem, selge eller beholde dem. Han konstaterer deretter for at opsjoner er noe han selv reflekterer over som en mulig erstatning for terminkontraktene i framtiden. Spesielt når det er mer dynamikk inne i bildet har de anledning til å benytte opsjoner.

*«Så det er jo noe vi burde vurdere, men akkurat nå er det forutsigbarhet og forståelse av kontraktene som er viktigst»*

Bedriften inngår ofte direkte avtaler med leverandører om å dele valutarisikoen. Dette er en form for naturlig sikring hvor risikoen fordeles over en brøk utdyper han. Slike valutaklausuler er noe som etterstrebes ved alle nye kontraktinngåelser, men ikke alltid oppnåelig. Kontraktene innebærer stort sett at man også gir en oppside. Ergo må kronen appresiere ganske mye for at risikodelingen blir ulønnsom. Risikodelingen gjennom kontraktene kommer inn som et tap eller en gevinst påpekes det. Han tydeliggjør at slike mekanismer er til bedriftens beste. Avslutningsvis innrømmer objektet at de ikke har vurdert andre former for strategiske metoder, men at han oppfattet mulighetsrommet som meget begrenset.

Begrunnelse for standpunkt 3:

### 3. Valutastrategi regulert på styrenivå er en betryggelse i form av klare retningslinjer.

Til å begynne med informeres det om at bedriften har regulert håndteringen av valutarisiko helt opp til styret. Intervjuobjektet begrunner dette med at sikringspraksisen har direkte påvirkning på resultatet i tillegg til at den overordnede filosofien har forankring hos flere av marketsmiljøene. Strategien inneholder konkrete retningslinjer for den praktiske utførelsen.

Den setter klare føringer for hvordan man skal identifisere konsekvensene av risikoen, sikringshorisonten, sikringsgraden og valg av sikringsinstrument. Inntil nylig tilsa policyen en sikringshorisont på inntil to år, noe som har blitt endret da man i praksis aldri sikret lenger enn ett år. Sikringsstrategien beskriver han som dynamisk i den forstand at vekslingskursen setter føringer for hvor mye som skal sikres. Jo høyere vekslingskursen for NOK er, jo større andel av forventede kontantstrømmer sikres.

*«Sikre mer når krona er sterk og sikre mindre når er svak er den enkle oppsummeringen»*

Enhver slutning om at nå er kronen sterk eller svak bedømmes ut i fra et 12 måneders historisk gjennomsnitt. Dette utdypes nærmere ved å vise til at dagens svake kronekurs tilsier en sikringsgrad på 30%, men ved en sterkere krone hadde de sikret mer. Tidligere så har praksisen ikke vært forankret på styrenivå og det redegjøres for at den sikringsansvarlige i større grad tok posisjoner basert på subjektive vurderinger som kanskje ikke hadde støtte ellers i bedriften. Dette ledet derfor til at man etterhvert samarbeidet mer med marketsmiljøene hvor man tilslutt endte opp med en ordentlig policy. Klare og tydelige retningslinjer betyr i praksis at intervjuobjektet har noe å lene seg tilbake på. Spesielt før jul når Euroen var over 10, og inntjeningen svak. Dermed var det noe skepsis i forbindelse med at det fortsatt ble inngått sikringsposisjoner. Å forholde seg til klare retningslinjer i slike tilfeller ble oppfattet som betryggende. Intervjuobjektet mente videre at en klar policy også har teoretisk ankerfeste. Teoretisk kunne kursen fortsatt å stige og det er nettopp denne usikkerheten som er poenget med å ha en policy sier han. Han ser for øvrig et negativt aspekt ved en slik statisk policy.

*«Det kan jo i verste fall føre til at man tar posisjoner som kanskje ikke er de mest gunstige»*

Intervjuobjektet er til en viss grad likegyldig i forhold til offentliggjøring av den finansielle sirkingsstrategien. Derimot presiser han at importkontraktene er en bedriftshemmelighet og ser ingen grunn til at disse skal vises til alle. Spesielt konkurrentene vil ha særlig interesse av innholdet i slike kontrakter legger han til.

## 5.2 Diskusjon

For å få bedre oversikt i forbindelse med diskusjonen har jeg samlet mine antakelser, objektene standpunkt og begrunnelse for disse i tabellform. Diskusjonen er utformet i henhold til teorien om «teoretiske antakelser». Det vil si at jeg først vil redegjøre for min antakelse, etterfulgt av en sammenlikning av intervjuobjektene standpunkt og begrunnelser før jeg tilslutt vil tolke og diskutere mine funn i lys av det teoretiske rammeveket.

### 5.2.1 Funn 1

Objekt	Teoristyrte antakelse	Intervjuobjektets standpunkt	Begrunnelse for standpunkt	Vurdering
1	Forbedring av lønnsomheten	Stabilitet & forutsigbarhet i kontantstrømmene	Viktig mtp betjening av forpliktelser, nye investeringer	I tråd med teori
2		Langsiktighet i kontantstrømmene	Unngå store valutajokk, mindre fremmed finansiering	I tråd med teori
3		Forutsigbarhet	Risikoavers styre	I tråd med teori
4		Stabile varekostnader	inntekter i NOK og utgifter i EUR	I tråd med teori

Tabell 2: Motiver

Min teoretiske antakelse er at det overordnede motivet for sikring er å redusere usikkerheten i avkastning og på den måten forbedrer bedriftens lønnsomhet. Denne antakelsen bygger igjen på en rekke undermotiver som finansiell stabilitet, forutsigbarhet, kostnadene ved ekstern finansiering, og forbedret budsjetteringsgrunnlag. Disse motivene har blitt presentert i den

teoretiske delen av oppgaven og jeg vil av den grunn ikke definere dem igjen (Shin & Soenen ,1998) (Bodnar & Gentryi 1993) (Choi & Prasad i 1995).

En utbredt metode for kalkulering av verdien på en bedrift er nåverdimetoden. Metoden legger til grunn alle fremtidige kontantstrømmer. Det er derfor en naturlig forklaring på besvarelsene jeg mottok i forbindelse med dette temaet. På spørsmål om motiver for sikring nevner alle objektene begrepet kontantstrøm i kombinasjon med ord som forutsigbarhet, stabilitet eller langsiktighet. Disse motivene er sammenfallende med min teoretiske antakelse da de beskriver de underliggende aspektene ved lønnsomhet og verdiøkning. Det innsamlede datamaterialet bekrefter i stor grad resultatene fra tidligere studier og faglig litteratur. Både intervjuobjekt 1 og 2, som har bistått mange ulike bedrifter understreket at dette var noe som varierte med hensyn til størrelse, eierform, industri og grad av utenlandsoperasjoner. Påstanden er forankret i litteraturen(Shin & Soenen ,1998).

Intervjuobjekt 1 begrunner motivet med at stabilitet og forutsigbarhet i kontantstrømmene har betydning for en rekke faktorer. For eksempel betjening av forpliktelse som gjeld, renter og avdrag. Sikrere kontantstrømestimer gir også grunnlag til å iverksette nye investeringer eller å utbetale utbytte. Intervjuobjekt 2 vektlegger i større grad den ikke kvantifiserbare biten av fremtidige kontantstrømmer. Dette oppklarer han videre ved at beslutninger skal baseres på langsiktige betraktninger og når det kommer til valutaeksponering er det de store sjokkene man ønsker å skjerme seg mot. Han definerer deretter en rekke underkategorier som kostnadsbildet, mindre fremmed finansiering og komparative fortrinn som motiver for sikring. Som forklart under oppgavens teoridel, er ekstern finansiering, økte kredittkostnader, finansiell stabilitet og forutsigbarhet motiver som støttes av tidligere studier.(Geczy et al., 1996) (Kloster & Jacobsen, 2005) (Hommel, 2003).

Situasjonsbeskrivelsen til intervjuobjekt 3 og 4 belyser omfanget av eksponeringen de har mot svingninger i valutamarkedet og da spesielt mot Euro. De oppgir bruttomarginer og varekostnaden som to undermotiver for deres valg av sikringspraksis. Deretter trekkes to årsaker frem for å begrunne dette. De har inntekter utelukkende i norske kroner samtidig som produktene i sin helhet importeres fra utlandet og betales for i Euro. Nettoeksponeringen i kombinasjon med det faktum at prislistene utarbeides 6-12 måneder frem i tid tydeliggjør hvor avhengige de er av å sikre. Dermed utfører importbedriften flere sikringer på månedlig basis. Norge er forholdsvis lite markert kombinert med en åpen økonomi er virkningene for norske importører stor.

Bodnar og Gebhardt(1998) fant tilsvarende indikasjoner da de sammenlignet sikringspraksisen mellom amerikanske og tyske bedrifter. De fant at tyske bedrifter i mye større grad benyttet seg av finansiell sikring. En årsak til dette mente de var at Tyskland er en mye mindre marked og mer åpen økonomi.

Intervjuobjekt 1 eksemplifiserte en sammenlignbar situasjon og argumenterte for viktigheten av finansielle sikringsinstrumenter i tilfeller hvor man arbeider med prislister 1-2 år frem i tid. Imidlertid presiserte han også at finansiell sikring i en slik kontekst kun vil «kjøpe» deg tid, og at du før eller siden ville bli innhentet. Det er derfor tungtveiende grunner til å vurdere strategiske grep på lang sikt mente han. At bedrifter benytter seg av en kombinasjon av strategiske sikringer på lang sikt og finansielle på kort sikt støttes av empiriske funn gjort av Bodnar og Gebhardt (1998)(Kim et al., 2005). Intervjuobjekt 1 redegjorde tilslutt for at dette var noe som ble diskutert ofte og mye med deres klienter. Dette er et særlig interessant funn som kommer til syne også videre i diskusjonen av andre funn.

## 5.2.2 Funn 2

Objekt	Teoristyrte antakelse	Intervjuobjektets standpunkt	Begrunnelse for standpunkt	Vurdering
1	Finansielle instrumenter som opsjoner og derivater anvendes mest på kort sikt	Terminkontrakter og opsjoner.	Benyttelse av enkle metoder.	I tråd med teori
2		Kobling mellom strategisk sikring og import	Finansiell sikring kjøper deg tid, men du blir innhentet	
3	Strategiske metoder som matching og valutalån anvendes mest på lang sikt	Terminer, opsjoner og spothandler.	Begrenset kompetanse & ressurser	I tråd med teori
4		Strategisk sikring mer og mer vanlig		
		Terminkontrakter	Velger å gjøre det så enkelt som mulig.	I tråd med teori
		Risikodeling	Begrenset handlingsrom	
		Terminkontrakter	Enkel og transparent.	I tråd med teori
		Risikodeling	Begrenset muligheter mtp naturlig sikring.	

Tabell 3: Metoder for sikring

Den norske undersøkelsen (Børsum & Ødegaard, 2005) kartla sikkingsbruken blant norske ikke-finansielle virksomheter. De fant at terminkontrakter i form av forwards var særlig utbredt i tillegg til indikasjoner på at mange benyttet seg av naturlige sikkinger. De fant også at bruken av finansielle instrumenter minsket jo lenger tidshorisonen er. Det er derfor naturlig for meg å ta utgangspunkt i disse funnene som grunnlaget for mine teoretiske antakelser.

På spørsmål om hvilke former for sikring intervjuobjektene benytter i størst grad vektlegger objektene finansielle instrumenter med særlig fokus på terminkontrakter og deretter opsjoner. Intervjuobjekt 3 og 4 begrunnet benyttelse av terminkontrakter med et ønske om en så enkel som mulig tilnærming til sikring. Terminkontrakter ble videre beskrevet som enkle å forstå, transparente og forutsigbare med tanke på at du vet akkurat hva du får igjen. Denne begrunnelsen er støttet av intervjuobjekt 1 som understreket at det ikke var noe poeng i å gjøre det vanskelig.

Han la videre til at det var en rekke fordeler med opsjoner og at de kanskje burde brukes mer. Deretter beskrev han ulike settinger hvor opsjoner ville være mer fordelaktige. Intervjuobjekt 4 konstaterte at opsjoner var noe han hadde vurdert som en alternativ tilnærming til terminkontrakter. Fordelene ved opsjoner var noe som også ble gitt uttrykk for i rapporten til Børsum & Ødegaard (2005)

En interessant bemerkning kom ifra Intervjuobjekt 3, som argumenterte for at hans erfaring var at små og mellomstore bedrifter ofte belaget seg på bankens rådgivning i forbindelse med sikring. En årsak til dette mente han var at deres inhouse økonomifunksjoner var begrenset og at de manglet nødvendige ressurser og kompetanse innen finans til å ta slike beslutninger selv. Blant de større selskapene observerte han at tilnærmingene var mer mangfoldige. Erfaringene intervjuobjekt 2 beskrev er også støttet fra empiriske studier som har undersøkt sammenhengen mellom selskapsstørrelse og i hvor stor grad de benyttet seg av finansiell sikring (Hansen, 2009) (Geczy et al., 1996)

Alle Intervjuobjektene konstaterte at de var kjent med strategiske former og at disse ble benyttet i noen grad. Noen metoder som gikk igjen var å påta gjeld i utenlandsk valuta og diversifisering i form av flytting av produksjonen. Både Intervjuobjekt 1 og 2, som begge har bakgrunn som rådgivere ga uttrykk for at metodene er komplementære. Intervjuobjekt 1 mente videre at ved å kombinere strategiske og finansielle sikringer ville man kunne oppnå langsiktig gode sikringseffekter. Flere studier underbygger antagelsen om komplementæritet (Hansen 2009). Hommel (2002) fant ved matematiske beregninger at operasjonell fleksibilitet er strategisk komplementær enhver variansminimerende sikringsinstrument.

Intervjuobjektene fra importbedriften redegjorde for at en form for strategisk sikring de benytter seg av er risikodeling med leverandørene. Importkontraktene de har legger til rette for at de splitter valutarisikoen og er et resultat av langvarige leverandørforhold preget av gjensidig tillit. Dette var en praksis de i stor grad vektla ved etablering av nye leverandørforhold. Slike klausuler og forutsetningene er beskrevet av blant annet Eiteman et al., (2013). Produktene de videreselger tilhører et marked med høye barrierer med lite sannsynlighet for nyetablering. Det er isåfall et kost-nytte spørsmål. Funnene samsvarer godt med eksisterende litteratur, men jeg vil poengtere at litteraturen er begrenset og i mindre grad avspeiler situasjonen til importbedriften.

Bortsett fra disse valutaklausulene var oppfatningen at handlingsrommet innen strategiske former var innskrenket. Som beskrevet tidligere har de ingen inntekter i utenlandsk valuta og

mulighetene for å matche inntektene og kostnadene er derfor fraværende. Alternative strategiske grep de kan vurdere er opprettelse av utenlandsk salgsvirksomhet, ved å videreselge produktene direkte til utenlandske marked eller ved andre former for omstrukturering av kostnadene. Tiltakene innebærer stor kapitalbinding og gitt konteksten til bedriften anser jeg ikke dette som aktuelt. Å drøfte dette internt er noe som uansett kan være hensiktsmessig. For øvrig er dette et område jeg mener det bør forskes og studeres mer på. Dette fordi konteksten(inntekter i NOK og utgifter i utenlandsk) er beskrivende for mange norske importører og var noe intervjuobjekt 1 også konstaterte var grunnlag for mye diskusjon med hans klienter.

### 5.2.3 Funn 3

Objekt	Teoristyrte antakelse	Intervjuobjektets standpunkt	Begrunnelse for standpunkt	Vurdering
1	Valutastrategi utformet av styre gir klare og tydelige retningslinjer for håndtering. legitimitet og betryggende for den med praktisk ansvar	Forankring i styre er veldig viktig og det gir dekning for det man gjør	Klare retningslinjer forhindrer passiv tilnærming.	I tråd med teori og anbefalinger
2		Bør ikke forankres på styrenivå	Faglige vurderinger som burde være styrende. Micromanagement.	Noe støtte i litteraturen, men ikke i rammeverk
3		Reduserer behov for subjektive vurderinger	Gir ryggdekning	I tråd med teori og anbefalinger
4		Klare retningslinjer for utførelse regulert helt opp til styre.	Direkte effekt på resultatet er hovedårsaken. Har noe å lene meg tilbake på	I tråd med teori og anbefalinger

Tabell 4: Valutastrategiens forankring i styret



Ulike rammeverk og anbefalinger (NUES, COSO m fler) vektlegger styrets rolle i risikostyringen. Tre av objektene er enige i at forankringen og utformingen bør være styrets ansvar. Intervjuobjekt 4 begrunner sitt standpunkt først og fremst med at valutaeksponeringen i hans bedrift har direkte effekt på resultatet. I tillegg har han noe å lene seg tilbake på i rollen som sikringsansvarlig. Intervjuobjekt 3 informerer videre om at det ikke alltid har vært slik da de tidligere ikke hadde en klart definert valutastrategi med forankring i styret. Dette medførte ifølge han til at den tidligere sikringsansvarlige hadde mindre legitimitet og ryggdekning for sikringene han utførte. Et annet interessant perspektiv belyses av Intervjuobjekt 1 som meddeler at klare og tydelige retningslinjer hindrer en passiv tilnærming. En slik passiv tilnærming kan fort oppstå når det ikke er definert en strategi på overordnet nivå og utførelsen blir gjenstand for uenighet og spenninger innad i bedriften. I et slikt tilfellet er det lett å avstå fra å foreta sikringer i frykt for å bli utsatt for press. Intervjuobjekt 3 argumenterer for at man i mindre grad er avhengig av subjektive vurderinger med en klar valutastrategi. Intervjuobjektene 1,3 og 4 har solid støtte i litteraturen av blant annet Loderer & Pichler 2000 som underbygger dette med at det i mange tilfeller kun er styret som innehar den nødvendige helhetlige oversikten over det totale risikobildet.

Intervjuobjekt 2 stiller seg derimot skeptisk til at strategien skal forankres i styret. Han rettferdiggjør sitt standpunkt med at de faglige vurderingene bør være styrende og at dette blir en form for micromanagement. Han har en viss form for dekning for dette fra teorien hvor blant annet Kaarbøe (2013) understreker at rammeverk som COSO i for stor grad vektlegger objektive vurderinger og kvantifiserbare måltall. Som jeg har redegjort for tidligere i oppgaven, er spesielt den økonomiske eksponeringen vanskelig å kvantifisere. Subjektive vurderinger bør dermed også tas hensyn til.

Et godt eksempel er intervjuobjekt 4 vurdering av opsjoner som et mulig alternativ til terminkontrakter i kombinasjon med intervjuobjekt 1s påstand om at opsjoner burde benyttes i større grad. Det kan tenkes at en slik tilnærming ville vært bedre for importbedriften, men gitt bedriftens fokus på å unngå subjektivitet i beslutningsprosessene kan det forestilles at det er en barriere her. Min oppfatning er at dette eksempelet sett i lys av Intervjuobjekt 2s argument om at de faglige vurderingene bør få være styrende, er en svakhet ved dagens praksis. En valutastrategi, uavhengig forankringsnivå, bør gi rom for endringer og forbedringer basert på faglige vurderinger. Jeg vil understreke at enkelte rammeverk beskrevet tidligere anbefaler at de tekniske og mer praktiske aspektene ved finansiell handel bør overlates til de som innehar nødvendig faglig kunnskap.

## 6 Konklusjon

Hvordan sikrer norske importvirksomheter sin valutaeksponering, og hvilke konsekvenser har det for den praktiske implementeringen at valutastrategien forankres på styrenivå?

Som følge av at Norge er en forholdsvis liten økonomi med en sterk eksportindustri, har svingninger i valutamarkedene stor betydning for lønnsomheten til norske bedrifter. Spesielt utsatt er bedrifter som importerer varer utelukkende for norske forbrukere. Oppgaven har kartlagt at kombinasjonen av utgifter i utenlandsk valuta og inntekter i norske kroner medfører betydelig valutaeksponering. Nettoeksponeringen til importørene begrenser mulighetene for naturlige sikringer og importørens finansielle sikringer er derfor betydelige. Blant de mindre importørene favoriseres enkle produkter som terminkontrakter. Bedriftene er bevisste på strategiske former for sikring og vektlegger disse uavhengig av den finansielle sikringsstrategien. Risikodeling i form av valutaklausuler og valutakontoer er noen strategiske metoder som går igjen.

Forankring av valutastrategi i styre har betydning for den sikringsansvarlige i form av at han har klare og tydelige retningslinjer å forholde seg. Sikringene er i mye mindre grad påvirket av hans subjektive vurderinger samtidig som at han har ryggdekning og legitimitet for det han foretar seg. Under analysen og diskusjonen ble jeg oppmerksom på en mulig utfordring ved å forankre strategien i styret. Det oppstår en form for barriere mellom de faglige vurderingene og beslutningstakerne. Barrieren kan dermed være hemmende for bedriften i form av at valutastrategien ikke optimaliseres i lys av utvikling innen forskning og teori.

# Referanseliste

## Bøker

- BERK, J., & DEMARZO, P. (2017). *Corporate Finance, Global Edition*. Harlow, United Kingdom, Pearson Education Limited. <http://public.eblib.com/choice/publicfullrecord.aspx?p=5187707>.
- EITEMAN, D. K., STONEHILL, A. I., & MOFFETT, M. H. (2013). *Multinational business finance*. Boston, Mass, Pearson Education Ltd.
- KORSVOLD, P. E. (2000). *Valutastyring*. Oslo, Cappelen.
- LEVINSON, M. (2006). *Guide to the Financial Markets*. London, Economist Books. <http://www.SLQ.eblib.com.au/patron/FullRecord.aspx?p=305745>.
- SMITH, C. W., & STULZ, R. M. (1983). *The determinants of firms' hedging policies*. Columbus, Ohio, College of Administrative Science, Ohio State University.
- GRATH, A. (1999). *Företagets utlandsaffärer: betalning, valuta och finansiering*. Stockholm, Exportrådet.
- CARTER, C. A. (2002). *Futures and options markets today*. Harlow, Pearson Education.
- JORION, P. (1986). *The exchange rate exposure of U.S. multinationals*. New York, NY, Graduate School of Business, Columbia University.
- MOELLER, R. R. (2007). *Enterprise risk management Understanding the new integrated ERM framework*. Hoboken, N.J., John Wiley & Sons, Inc.
- LANDSITTEL, D. L. (2013). *Internal control - integrated framework: Executive summary*.
- CHAPMAN, C. (2003). BRINGING ERM INTO FOCUS - A new COSO study gives some much needed clarity and structure to the fluid topic of enterprise risk management. *The Internal Auditor : Journal of the Institute of Internal Auditors*. 60, 30.

## Rapporter

- PAPAIOANNOU, M. G. (2006). *Exchange rate risk measurement and management: issues and approaches for firms*. Washington, D.C., International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets.
- Norges Bank (2018) : Det norske finansielle systemet.
- Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/det-norske-finansielle-systemet/2018/> (lest Mars 2019)
- BIS, «Triennial market survey 2016»

I BIS Statistikk: <https://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>(publisert 11 desember 2016, lastet ned 2.02.18)

BIS, «Triennial market survey 2013»

I BIS Statistikk: <https://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>(publisert September 2013, lastet ned 08.02.18)

Sparebank 1, Valutasikring.

Informasjonsnotat: <https://www.sblmarkets.no/vilkar-og-disclaimer/>

NUES, «Norsk anbefaling: eierstyring og selskapsledelse»

tilgjengelig fra: <http://nues.no/nues-anbefalinger-siden-2004/> (Lest Mai 2018)

COSO, «Helhetlig risikostyring – Sammendrag»

Tilgjengelig fra <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary-Norwegian.pdf> (lest April 2019)

## Masteroppgaver

---

Mehn, S. A & Silberg H. S. (2012). Valutasikring I norske og svenske børsnoterte selskaper. Masteroppgave. NHH. Tilgjengelig fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/169407/Mehn%20og%20Silberg%202012.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (lest 08.03.19)

Hansen, M.A., (2009). An empirical study of strategic approaches to foreign exchange risk management used by Danish medium-sized non-financial companies. Masteroppgave. Aarhus School of Business.

Flaskerud, K & Roland, L. T. (2013). Risikostyring som et ledelsesverktøy. Masteroppgave. NHH

Klausen, I & Ytreland, S. (2011). Valutasikring blant bedrifter i Haugesundsregionen. Masteroppgave. Høgskolen Stord.

Eriksen, K & Wedøe, O. (2010). Foreign exchange risk management. Masteroppgave. NHH.

## Tidsskrifter

ALLAYANNIS, G., & OFEK, E. (1997). *Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives*. New York, N.Y., New York University Salomon Center.

ALLAYANNIS, G., & SIMKO, P. J. (2009). Earnings Smoothing, Analyst Following and Firm Value. *SSRN Electronic Journal*.

ALLAYANNIS, G., IHRIG, J., & WESTON, J. P. (2001). Exchange-Rate Hedging: Financial versus Operational Strategies. *The American Economic Review*. 91, 391-395.

BESSEMBINDER, H. (1991). Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 26, 519.

BESSEMBINDER, H. (1991). Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 26, 519.

- BILLINGTON, C., JOHNSON, B., & TRIANTIS, A. (2003). A REAL OPTIONS PERSPECTIVE ON SUPPLY CHAIN MANAGEMENT IN HIGH TECHNOLOGY. *The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance*. 15, 32.
- BODNAR, G. M., & GEBHARDT, G. (1998). *Derivatives usage in risk management by U.S. and german non-financial firms: a comparative survey*. Cambridge MA, National Bureau of Economic Research.
- BODNAR, G. M., & GEBHARDT, G. (1998). *Derivatives usage in risk management by U.S. and german non-financial firms: a comparative survey*. Cambridge MA, National Bureau of Economic Research.
- BODNAR, G. M., & GENTRY, W. M. (1993). Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan, and the USA. *JOURNAL OF INTERNATIONAL MONEY AND FINANCE*. 12, 29.
- BODNAR, G., HAYT, G., MARSTON, R., & SMITHSON, C. (1995). Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*. 24, 104.
- BOYABATLI, O., & TAKTAY, L. B. (2004). *Operational hedging: a review with discussion*. Fontainebleau, INSEAD. <http://ged.insead.edu/fichiersti/inseadwp2004/2004-12.pdf>.
- Børsum, Ø. G., Ødegaard, B. A (2005). Valutasikring i norske selskaper. Penger&Kreditt
- CARTER, D. A., PANTZALIS, C., & SIMKINS, B. J. (2003). Asymmetric Exposure to Foreign-Exchange Risk: Financial and Real Option Hedges Implemented by U.S. Multinational Corporations. *SSRN Electronic Journal*.
- Chiu, T.-T., Guan, Y., & Kim, J.-B. (2018a). *The effect of risk factor disclosures on the pricing of credit default swaps*. *Contemporary Accounting Research (under utgivelse)*.
- Chiu, T.-T., Kim, J.-B., & Wang, Z. (2018b). *Customers' risk factor disclosures and suppliers' investment efficiency*. *Contemporary Accounting Research (under utgivelse)*.
- CHOWDHRY, B., & HOWE, J. T. B. (1999). Corporate Risk Management for Multinational Corporations: Financial and Operational Hedging Policies. *Review of Finance*. 2, 229-246.
- FITE, D., & PFLEIDERER, P. (1995). Should firms use derivatives to manage risk? *Risk Management : Problems & Solution / William H. Beaver, George Parker, Editors*.
- FOK, R. C. W., CARROLL, C., & CHIOU, M. C. (1997). Determinants of Corporate Hedging and Derivatives: A Revisit. *JOURNAL OF ECONOMICS AND BUSINESS*. 49, 569-586.
- FRODE KJÆRLAND. (2005). Er realopsjoner oppskrytt? *Beta: Scandinavian Journal of Business Research*. 18, 33-45.
- FROOT, K. A., SCHARFSTEIN, D. S., & STEIN, J. C. (1996). Risk management: coordinating corporate investment and financing policies. *Theory of Corporate Finance / Edited by Michael J. Brennan*.
- GÉCZY, C., MINTON, B. A., & SCHRAND, C. (1996). *Why firms use currency derivatives*. Columbus, OH, Fisher College of Business, the Ohio State University.
- HOMMEL, U. (2003). Financial versus operative hedging of currency risk. *GLOBAL FINANCE JOURNAL*. 14, 1-18.
- Jacobsen, D, H., Kloster, T. B(2005). What influences the number of bankruptcies?. Penger&kreditt

JONGMOO JAY CHOI, & MEHRA PRASAD, A. (1995). Exchange Risk Sensitivity and Its Determinants: A Firm and Industry Analysis of U.S. Multinationals. *FINANCIAL MANAGEMENT*. 24, 77.

Kaarboe, K & Meidell, A & Aven, E (2015), Enterprise Risk Management i Statoil, Magma.

L. Aas, «hvorfors strategisk risikostyring» i Magmas nettutgave: <https://www.magma.no/hvorfor-strategisk-risikostyring>

LAW, J. (2016). *Turnbull Report*. Oxford University Press.

Lem, C. H. (2015). Norsk bedriftskultur hindrer effektiv risikostyring. Magma

LODERER, C., & PICHLER, K. (2000). Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results. *Journal of Empirical Finance*. 7, 317-344.

MARSHALL, A., & WEETMAN, P. (2007). Modelling Transparency in Disclosure: The Case of Foreign Exchange Risk Management. *Journal of Business Finance & Accounting*. 34, 705-739.

MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. (1958). The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*. 261-297.

MØRCH, T., MELLEMSETER, S. (2006). Risikostyring i praksis. Magma, 4.

NANCE, D. R., SMITH, C. W., & SMITHSON, C. W. (1997). On the determinants of corporate hedging. *Futures Markets / Edited by A.G. Malliaris*.

NANCE, D. R., SMITH, C. W., & SMITHSON, C. W. (1997). On the determinants of corporate hedging. *Futures Markets / Edited by A.G. Malliaris*.

PANTZALIS, C., SIMKINS, B. J., & LAUX, P. A. (2001). Operational Hedges and the Foreign Exchange Exposure of U.S. Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*. 32, 793-812.

SHIN, H.-H., & SOENEN, L. (1999). Exposure to currency risk by US multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management*. 9, 195-207.

TRIANIS, G. G. (2000). Unforeseen contingencies. Risk allocation in contracts. *Encyclopedia of Law and Economics*. 3, 100.

Tvedt, Jostein. (2000). Realopsjoner – verdien av fleksibilitet. Magma

VAN MIEGHEM, J. A. (2004). Note—Commonality Strategies: Value Drivers and Equivalence with Flexible Capacity and Inventory Substitution. *Management Science*. 50, 419-424.

KIM, Y. S., MATHUR, I., & NAM, J. (2006). Is operational hedging a substitute for or a complement to financial hedging? *JOURNAL OF CORPORATE FINANCE -AMSTERDAM-*. 12, 834-853

## Nyhetsartikler

<https://www.nrk.no/norge/derfor-droppet-norge-valutasikring-av-f-35-1.12736453>

<https://www.innovasjon Norge.no/no/verktoy/eksport-og-internasjonalsatsing/eksportordbok2/valutasikring/>

## VEDLEGG 1

### Intervjuguide

#### Introduksjon

- Beskrivelse av meg og min studiebakgrunn
- Informasjon om tema for oppgaven og min motivasjon
- Kan du fortelle litt om deg selv og din bakgrunn?
  - o Hva slags stilling er du i? Kan du utdype arbeidsoppgavene dine?
  - o Hvor lenge har du arbeidet der?
  - o I hvilken sammenheng har du vært borte i valutarisiko?
  - o I hvilken sammenheng har du vært borte i sikring?
- Kan du fortelle litt om valutarisiko og sikring i din virksomhet?
  - o Er dere selv eksponert for valutarisiko?
    - Evt hvilke valutaer?
  - o Hva er din rolle i dette?
  - o Hvor mange ansatte påvirkes eller kan knyttes til valutarisiko og sikring?
  - o Bistår dere andre virksomheter?

#### Motivasjon for sikring

- Hvilke motiver er viktigst for sikringspraksisen deres?
  - o Hvilke motiver vektlegger kundene deres?
  - o Er det noen motiver som går igjen?
- Hvilke former for eksponering er dere mest opptatt av? å sikre?
  - o Transaksjon? Translasjon? Økonomisk/strategisk?

#### Sikringsmetoder

- Hvor langt frem i tid sikrer dere/deres kunder?
- Hvilke metoder benytter dere for måling og identifisering?
  - o Hvordan er tidsperspektivet?
- Hvilke finansielle instrumenter er de mest attraktive for dere?
- Hvilke finansielle instrumenter brukes?
  - o Hva tror du er årsaken til at dere velger den/disse?
    - Hvordan påvirker kompleksiteten valget?
    - Har dere/du den nødvendige kompetansen til å bruke andre metoder?
    - Har prisen noen gang vært en hindring?
  - o Hvis dere skulle vurdere andre instrumenter, hvilke ville du valgt?
    - Har du vurdert andre metoder?
    - Kjenner du til andre metoder?
- Hvilke operasjonelle/strategiske metoder benytter dere i forbindelse med sikring?
  - o Hvordan vurderer du/dere effekten av disse?
  - o Har dere fokus på naturlige sikring?
  - o Hvor enkelt/vanskelig er det å implementere slike sikringer for dere/deres kunder?
  - o Hvis du skulle vurdere å bytte, er det noen metoder du kunne se for deg?
- Er det naturlig å sammenligne operasjonelle/strategiske med finansielle sikringsformer?
  - o Vurderes disse i sammenheng med hverandre?
  - o Er metodene komplementære? Substitutter? Uavhengige av hverandre?

#### Valutastrategi, transparens og forankring i styret

- Hvor i virksomheten er valutastrategien forankret?
  - o Er den forankret i styre? Ledelsen?
  - o Hvem i virksomheten utformer og definerer retningslinjene for sikring?
  - o Er ledelsen/styre inneforstått med potensielle tap som følge av sikring?
  - o Hva mener du er konsekvensene av dette?
  - o Er det vanlig at strategisk eksponering inngår i den overordnede valutastrategien?
  - o Er det noe du ville vektlagt? Eller gjort annerledes? M
- Er den praktiske sikringspraksisen gjenstand for uenighet?
  - o Er det enighet om valutastrategien?
    - Risikoapetitt?
    - Håndteringen?
    - Sikringsform?
  - o Hvordan påvirker dette den som har det praktiske ansvaret for sikringer?
    - Blir hans arbeidsutførelse støttet?
    - Har han tillit i resten av virksomheten?
    - Har han legitimitet/støtte for det han gjør?
    - Føler du deg utsatt eller presset?
  - o Er dere åpne utad om deres valutastrategi?
    - Hvordan kommuniseres strategien utad?
    - Hvorfor velgere dere å være det?
      - Hvilke positive konsekvenser har det?
    - Hvorfor ikke?
      - Hvilke negative konsekvenser har det?
    - hva burde evt ikke offentliggjøres?



## VEDLEGG 2

Epost sendt til potensielle intervjuobjekter:

Hei,

Jeg er en masterstudent ved Norges miljø- og biovitenskapelige universitet (NMBU) som for tiden arbeider med min avsluttende masterutredning innen profilen Finans. I den forbindelse håper jeg at du har anledning til å delta på et kort intervju om valutaeksponering og valutasikring.

Formålet med oppgaven er å undersøke hvordan norske virksomheter forholder seg til valutaeksponering, og hvilke metoder og strategier som benyttes for valutasikring. Det er begrenset med forskning på fagfeltet i Norge og er derfor interessant å studere ytterligere. Hvis ønskelig kan utredningen i sin helhet gjøres tilgjengelig.

Intervjuet vil ta maksimalt 30-45 minutter og det er mulighet for full konfidensialitet.

Jeg setter stor pris på om du tar deg tid til et intervju. Hvis du har spørsmål er jeg tilgjengelig på både telefon og epost.

Takk på forhånd!

Med vennlig hilsen  
Ahad Khan – [khanahadali@gmail.com](mailto:khanahadali@gmail.com) - 90993687





**Norges miljø- og biovitenskapelige universitet**  
Noregs miljø- og biovitenskapelige universitet  
Norwegian University of Life Sciences

Postboks 5003  
NO-1432 Ås  
Norway