



HANDELSHÖGSKOLAN
UMEÅ UNIVERSITET

När lönar det sig att valutasäkra?

En kvantitativ studie om sambandet mellan
makrofaktorer och valutaderivat

Josefin Adolfsson, Linnéa Hettemark

Enheten för företagsekonomi
Civilekonomprogrammet
Examensarbete, 30 hp, 2023
Handledare: Jörgen Hellström

Sammanfattning

I takt med den alltmer ökade globaliseringen och svenska företag som intar internationella marknader har även riskerna för valutaexponeringar ökat. Företag som har in- och utgående transaktioner i utländsk valuta utsätts för transaktionsexponeringar då växelkurserna kan fluktuera i ogynnsam riktning mellan tidpunkten avtalet ingås tills att det ska regleras. Detta har lett till ett ökat behov av att använda sig av olika typer av valutaderivat för att skydda sig mot dessa fluktuationer. Däremot kan användningen av derivat leda till en valutakursvinst- eller förlust, då den låsta kursen kan vara högre eller lägre än den faktiska kursen.

Denna studie undersöker huruvida det lönar sig för svenska internationella företag att använda sig av valutaderivat i form av valutaterminer, det vill säga att terminssäkring genererar en valutakursvinst. Vidare undersöker studien om det finns stadier i det makroekonomiska klimatet där behovet av att valutasäkra är större, för att på så vis kunna ge vägledning till de företag med begränsade kunskaper kring ämnet. De makrofaktorer som har inkluderats i studien är Sveriges BNP, inflation och konjunkturcykel. Då riskexponeringen mot olika typer av valutor skiljer sig åt har även transaktionsspecifika egenskaper inkluderats i studien för att på så vis undersöka huruvida olika typer av transaktioner har ett större behov av att säkras än andra. Vår intention med studien är således att bidra med kunskap till svenska internationella företag kring när och hur en valutasäkring anses nödvändig för att undvika förluster i framtida kassaflöden på grund av valutakursförluster. Då tidigare forskning kring vilka faktorer som påverkar effektiviteten hos derivaten kan anses som bristfällig anser vi att studiens resultat öppnar upp för ytterligare forskning kring ämnet.

Valutaterminerna testades i samband med historisk data på växelkurser och makrofaktorer under åren 2002-2022. Sammanlagt testades 729 transaktioner vilket inkluderade terminer på valutorna euro, brittiska pund och US dollar, med löptiderna tre, sex och 12 månader. Studiens empiriska resultat indikerar att det generellt sett lönar sig för svenska företag att använda sig av valutaterminer på utgående transaktioner i utländsk valuta och att sannolikheten för att terminerna visar sig lönsamma har ett visst samband med i vilket stadie konjunkturen befinner sig i. Vidare fann studiens resultat att behovet av valutasäkringar mot valutorna euro och brittiska pund är större än mot US dollar.

Studiens resultat bidrar med en inblick i hur företagens makromiljö påverkar effektiviteten hos valutaderivaten. Eftersom makromiljön är något som påverkar företagets förutsättningar på kort och lång sikt är det av vikt att ha insikt kring vilka faktorer som påverkar vad, så att företagen kan agera utefter det. Tidigare forskning har primärt fokuserat på företagsspecifika faktorer kring användandet av valutaderivat, varpå vi anser att vår studie öppnar upp för en ny infallsvinkel till forskningsområdet.

Nyckelord: *Hedging, Valutaexponering, Valutaderivat, BNP, Inflation, Konjunktur*

Förord

Vi skulle vilja rikta ett stort tack till vår handledare Jörgen Hellström för allt stöd, inputs och konstruktiva synpunkter som har hjälpt oss att utforma denna studie. Din hjälp har varit otroligt värdefull och vi är väldigt tacksamma för all tid du har lagt ner på att hjälpa oss.

Vi vill även tacka alla opponenter som har läst och gett värdefulla insikter genom uppsatsens gång, er feedback har hjälpt oss utveckla uppsatsen ytterligare. Sist men inte minst vill vi tacka varandra för allt hårt arbete och för ett fantastiskt samarbete.

Umeå 2023-05-19

Josefin Adolfsson

Linnéa Hettemark

Innehållsförteckning

1. Introduktion	1
1.1 Problembakgrund	1
1.2 Problematisering	2
1.3 Syfte	4
1.4 Problemformulering	4
1.5 Teoretiskt och praktiskt bidrag	4
1.6 Avgränsningar	4
1.7 Uppsatsens disposition	6
2. Metodik	7
2.1 Ämnesval	7
2.2 Förförståelse	7
2.3 Forskningsparadigm	7
2.4 Epistemologi	8
2.5 Ontologi	8
2.6 Angreppssätt	9
2.7 Forskningsstrategi	9
2.8 Litteratursökning	10
2.9 Källkritik	10
2.10 Etiska aspekter	11
3. Teoretisk referensram	12
3.1 Växelkursteori	12
3.2 Makrofaktorer	13
3.2.1 Inflation	14
3.2.2 BNP	14
3.2.3 Konjunkturyklor	16
3.3 Valutaexponering	17
3.3.1 Transaktionsexponering	18
3.3.2 Omräkningsexponering	18
3.3.3 Ekonomisk exponering	18
3.4 Valutasäkringar	19
3.4.1 Valutaterminer	19
3.4.2 Valutaoptioner	20
3.4.3 Valutaswappar	21
3.5 Tidigare forskning	21
3.5.1 Kring valutasäkringar med derivat	21
3.5.2 Kring makrofaktorer	23
3.6 Utveckling av hypoteser	24
4. Praktisk Metod	25
4.1 Urval och datainsamling	25
4.2 Bearbetning av data	25
4.3 Regressionsanalys	26
4.3.1 Beroende variabler	27

4.3.2 Oberoende variabler	27
4.3.3 Intressevariabler	27
4.3.4 Kontrollvariabler	28
4.3.5 Statistiska tester	28
5. Resultat	31
5.1 Statistiska tolkningar	31
5.2 Deskriptiv statistik	32
5.3 Regressionsanalys	37
5.4 Känslighetsanalys	41
5.4.1 Robust klustesering	42
5.4.2 Logistisk regression	43
5.4.3 Probit regression	43
6. Analys & Diskussion	45
6.1 Lönsamhet i valutasäkringar	45
6.2 Makrofaktorernas påverkan	46
6.3 Transaktions specifika egenskaper	47
7. Slutsats	50
7.1 Studiens slutsatser	50
7.2 Studiens begränsningar	51
7.3 Praktiska och teoretiska bidrag	52
7.4 Samhälleliga implikationer och etiska aspekter	52
7.5 Förslag till fortsatt forskning	53
8. Sanningskriterier	55
8.1 Reliabilitet	55
8.2 Validitet	55
8.3 Replikerbarhet	56
Referenslista	57

Tabellförteckning

Tabell 1: Antal observationer
Tabell 2: Deskriptiv statistik
Tabell 3: Korrelationsmatris
Tabell 4: VIF-test
Tabell 5: Översikt lönsamhet
Tabell 6: Valutakursvinster
Tabell 7: Regressionsanalys
Tabell 8: Regression med kontinuerlig beroende variabel
Tabell 9: Regressionsanalys med konventionella standardfel
Tabell 10: Regressionsanalys med robust standardfel
Tabell 11: Logistisk Regression
Tabell 12: Probit Regression
Tabell 13: Studiens hypoteser och resultat

Figurförteckning

Figur 1: Historisk inflation
Figur 2: Konjunkturcykel
Figur 3: Historiska växelkurser

1. Introduktion

I det inledande kapitlet kommer läsaren bli introducerad till bakgrunden till studiens ämnesval. Avsnittet inleds med en problembakgrund där den ökade globaliseringen beskrivs och vilka konsekvenser det har haft för svenska import- och exportföretag. Vidare mynnar problembakgrunden ut i en fördjupad problemdiskussion, som följs av studiens syfte och problemformulering. Avslutningsvis presenteras det praktiska och teoretiska bidraget samt nödvändiga avgränsningar som har gjorts.

1.1 Problembakgrund

Världshandeln har sedan 1990 ökat markant och exportandelen står i dagsläget för 30% av världens totala bruttonationalprodukt, även kallad BNP (Ekonomifakta, 2023). Perioden mellan 1980 och 2010 definieras som globaliseringsperioden, då den internationella handeln successivt blev mer global. Fler länder välkomnade utlandshandel genom att minska handelshinder och införa inhemska reformer för att främja utbytet av tjänster och varor över landsgränser, exempelvis genom handel med utländska valutor (Erixon, 2018, s.4). Handelssektorn, som definieras som ett lands totala handel inom både export och import, har mer än fördubblats i relation till bruttonationalprodukten. I Sverige var handelssektorn cirka 85% av BNP år 2016 (Erixon, 2018, s.5).

Sverige är ett land vars ekonomi är beroende av utlandshandel och kan därför beskrivas som ett exportland. Sedan 1980-talet har Sverige tjänat mer på export än import, då exporten har uppgått till större volymer (SCBa, 2022). År 2021 exporterade Sverige varor och tjänster för 2 507 miljarder kronor och importerade för motsvarande 2 270 miljarder kronor. Detta är en ökning med 12% sedan föregående år, vilket kan vara en följd av den minskade exporten under 2020 på grund av covid-19 pandemin (SCBb, 2022). Dock har exporten historiskt sett ökat inom svensk handel, exempelvis ökade exporten hela 150% under ett decennium på 1990-talet (Karpaty & Kneller, 2011, s.110).

1995 gick Sverige med som en av medlemsnationerna i Europeiska unionen (EU) vilket medförde fri rörlighet för varor och tjänster utan tull eller andra handelshinder (Sveriges riksdag, 2019). Detta medförde en drastisk ökning av internationell handel och allt fler svenska företag valde att expandera till utländska marknader för möjligheter till ökad tillväxt och skalfördelar. Med skalfördelar menas att företag kan, genom att producera mer produkter, minska deras kostnader per producerad enhet (Morris, 2008, s.332). Däremot är Sverige idag ett av sju länder inom EU som inte är medlemmar i den ekonomiska och monetära unionen (EMU) och därför inte använder den gemensamma valutan euro (Europeiska unionen, 2022). Ett införande av en unionsvaluta som euron har enligt forskning resulterat i ökad bilateral handel. Motiveringen bakom euron var att eliminera växelkursrisker, så att osäkerheten kring relativa prisförändringar på grund av växelkursförändringar skulle upphöra för företag inom unionen (Dominguez & Tesar, 2005, s.189; Frankel & Rose, 2002). Efter en folkomröstning 2003 slogs det däremot fast att det svenska folket ville behålla den svenska kronan som inhemsk valuta och därav stå utanför EMU (Valmyndigheten, 2023). Detta innebär att svenska internationella företag har ökat sin utrikeshandel i och med inträdet i den Europeiska unionen, men exponeras för valutarisker även när de handlar inom euroområdet.

Den svenska kronan har sedan 1993 haft en rörlig växelkurs, vilket innebär att växelkursens värde bestäms fritt på marknaden (Riksbanken, 2019, s.37). Under 2022 försvagades den

svenska kronan mot ett flertal valutor och Riksbanken förutspår att så länge det råder osäkerhet på den finansiella marknaden kommer kronkursen fortsätta att vara volatil (Riksbanken, 2022, s.55). Volatilitet är ett begrepp som avser graden av fluktuation eller variation i ett finansiellt instruments värde över tid, exempelvis en valuta. Valutor med högre volatilitet präglas därför av större variation i värde och anses därför mer osäkra, medan valutor med lägre volatilitet istället anses vara mer förutsägbara och stabila (Hull, 2012, s.303).

Den svaga svenska kronan ger en fördel till företag som exporterar varor producerade på inhemska komponenter, alternativt med få importerade komponenter. Deras produkter blir då mer konkurrenskraftiga prismsårigt på utländska marknader och således ökar deras export. Importerar företagen däremot sina insatsvaror bidrar en försvagad svensk krona till dyrare import (Karlsson, 2019). Detta innebär att företagen som importerar från utlandet påverkas negativt när kronkursen faller.

I takt med den ökade globaliseringen och den fluktuerande svenska kronan har valutarisker blivit ett allt större problem för svenska internationella företag. Valutarisker uppkommer när företag har transaktioner i utländsk valuta och innebär att de riskerar en förlust i kassaflöden och nettointäkter till följd av ogynnsamma fluktuationer i växelkurserna (van der Laan Smith, 2013, s.182). Valutarisker kan delas upp i tre kategorier, transaktionsexponeringar, omräkningsexponeringar samt ekonomiska exponeringar (Larsson, 2008, s.417). Denna studie kommer avgränsas till transaktionsexponeringar, som kan definieras som vinster eller förluster som uppstår vid reglering av utestående finansiella förpliktelser i utländsk valuta där köpeskillingen fastslogs innan en eventuell växelkursförändring. Transaktionsexponeringar uppkommer främst när det finns en tidsförskjutning mellan tidpunkten när företaget ingår i ett finansiellt avtal och tidpunkten när den ekonomiska förpliktelsen ska regleras. Detta eftersom oväntade förändringar i växelkurserna kan innebära att köpeskillingen beräknad i den inhemska valutan kan skilja sig från dagen den uppkom till förfallodatumet (Arcelus et al., 2012, s.552).

1.2 Problematisering

Problematiken med den ökade globaliseringen och den rörliga växelkursen samt riskerna som medförts har lett till ett ökat behov för svenska internationella företag att använda sig av olika typer av valutasäkringar. Detta för att skydda sig mot förluster till följd av ogynnsamma fluktuationer i växelkurserna. Valutasäkringar kan implementeras genom interna och externa metoder, varpå denna studie kommer fokusera på de externa metoderna.

Den mest frekvent använda externa metoden för att säkra sig mot valutarisker är terminskontrakt. Ett terminskontrakt utfärdas vanligtvis mellan ett företag och en bank och förflyttar således valutarisken från företaget till banken. Kontraktet fastställer en valutakurs för en framtida transaktion, genom att specificera växelkurs, ett belopp som ska växlas samt ett datum då utbytet kommer att äga rum (Berk & DeMarzo, 2014, s.1000). Vidare är även valutaoptioner en välkänd och ofta använd metod för att hantera valutarisker. En valutaoption ger företaget en rättighet att växla en valuta till en förbestämd växelkurs i framtiden. Skillnaden mot ett terminskontrakt är att företaget nu inte har en skyldighet att fullfölja kontraktet (Berk & DeMarzo, 2014, s.1005). Avslutningsvis finns även valutaswappar som ett alternativ vid extern valutasäkring. En valutaswap tar form genom ett avtal om byte mellan två valutor under en förbestämd tidsperiod. Priset på swappen sätts baserat på den ränteskillnad som existerar mellan valutorna när avtalet ingås (Zahng et al., 2019, s.15).

Att använda sig av externa valutasäkringar är däremot en metod som inte kommer utan en kostnad. Banker och andra finansiella institutioner är vanligtvis utfärdare av terminskontrakt och valutaoptioner, därav tar de ut en transaktionsavgift vid varje avtal. Detta innebär att företagen kan göra förlust på ett sådant avtal om vinstmarginalen är mindre än transaktionskostnaden. Ett terminskontrakt kan även som tidigare nämnt innebära en valutakursförlust, om valutan har rört sig i fel riktning. Alanzi (2020, s.1501) fann i sin studie att transaktionskostnaderna vid valutaaffärer har en negativ påverkan på lönsamheten och kan i vissa fall leda till att det blir en förlustaffär.

För att eliminera eller reducera risk samt förluster på grund av valutakursutvecklingar har företag och investerare börjat använda sig av hedging som investeringsstrategi. Detta är en strategi som vuxit sig allt starkare på valutamarknaden (Walker, 2008, s.657). Målet är att investeringarna på sikt kommer ta ut varandra, vid vinst- och förlustaffärer, vilket exempelvis kan genomföras med hjälp av handel med derivat (Hagelin & Pramborg, 2004, s.1). Handel med derivat är en strategi för att hantera sin risk, då det är möjligt att anpassa den riskexponering som man utsätts för (Rao, 2012, s.55). Chen (2019, s.1) menar däremot att många investerare idag väljer att inte använda sig av valutasäkringar på grund av de höga transaktionskostnaderna. Investerare väljer istället att se valutaexponeringen som en risk som går att diversifiera bort. Detta trots att forskning visar att det generellt sett lönar sig på lång sikt att valutasäkra, då det ger avkastning med lägre volatilitet. Vivel Búa et al. (2013, s.941) fann i sin studie att volymen av valutasäkringar med derivat hade en positiv påverkan på de studerade företagens värde. Trots detta väljer inte alla företag att valutasäkra och ett flertal studier har kommit fram till att små företag valutasäkras med derivat i mindre utsträckning än stora företag på grund av brist på resurser och kompetens (Westlund et al., 2000, s.2; Alanzi, 2020, s.122).

Den avgörande faktorn huruvida en valutasäkring kommer leda till en valutakursvinst eller förlust är hur växelkurserna har rört sig från tidpunkten handelsavtalet ingicks till tidpunkten då köpeskillingen ska betalas. Transaktionsspecifika egenskaper kan då spela roll i huruvida valutasäkringar kommer löna sig, exempelvis löptiden, storleken på beloppet eller vilken utländsk valuta som fakturan avser. Problematiken med valutasäkringar idag är att det är svårt att avgöra när avtalet ingås om resultatet kommer att leda till en vinst- eller förlustaffär.

Rörliga växelkurser som den svenska kronan påverkas av en rad olika makrofaktorer som har olika påverkan på kort och lång sikt. Faktorer av strukturell karaktär som exempelvis produktivitetsutvecklingen i Sverige eller förändringar i bytesbalansen påverkar växelkursen på lång sikt och sker vanligtvis gradvis, vilket innebär att de inte ger upphov till snabba och mer omfattande förändringar i växelkursen (Riksbanken, 2018, s.30). På kort sikt däremot har faktorer såsom inflationstakt eller ökad volatilitet på den finansiella marknaden en avgörande inverkan på den svenska växelkursen och kan därför göra att kronkursen fluktuerar både upp och ner under en relativt kort tidsperiod (Riksbanken, 2018, s.30). Detta kan då leda till att svenska företag med utestående transaktioner i utländsk valuta utsätts för omfattande valutarisker.

Sammanfattningsvis har ett forskningsgap identifierats angående vilka makrofaktorer som påverkar när det lönar sig att använda valutasäkringar vid handel med utländska valutor, samt om specifika typer av transaktioner har ett större behov av att säkras. Att valutakursrisker existerar är ett faktum, men svårigheten uppstår i att förutspå om en valutasäkring kommer generera valutakursvinster eller förluster. För företag med begränsade resurser eller kunskap

kan detta innebära att man avstår valutasäkringar helt, vilket kan påverka det finansiella resultatet negativt.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka om det lönar sig att använda valutasäkringar för svenska internationella bolag samt vilka makrofaktorer som kan påverka utfallet. Huruvida transaktionsspecifika egenskaper påverkar utfallet kommer även att undersökas, med syfte att se vilka typer av transaktioner som kan ha ett behov av att valutasäkras.

1.4 Problemformulering

Denna studie avser att besvara följande forskningsfrågor:

- *Lönar det sig för svenska internationella företag att använda sig av valutasäkringar?*
- *Har makrofaktorer någon påverkan på lönsamheten i att använda sig av valutasäkringar?*
- *Har transaktionsspecifika egenskaper någon påverkan på lönsamheten i att använda sig av valutasäkringar?*

1.5 Teoretiskt och praktiskt bidrag

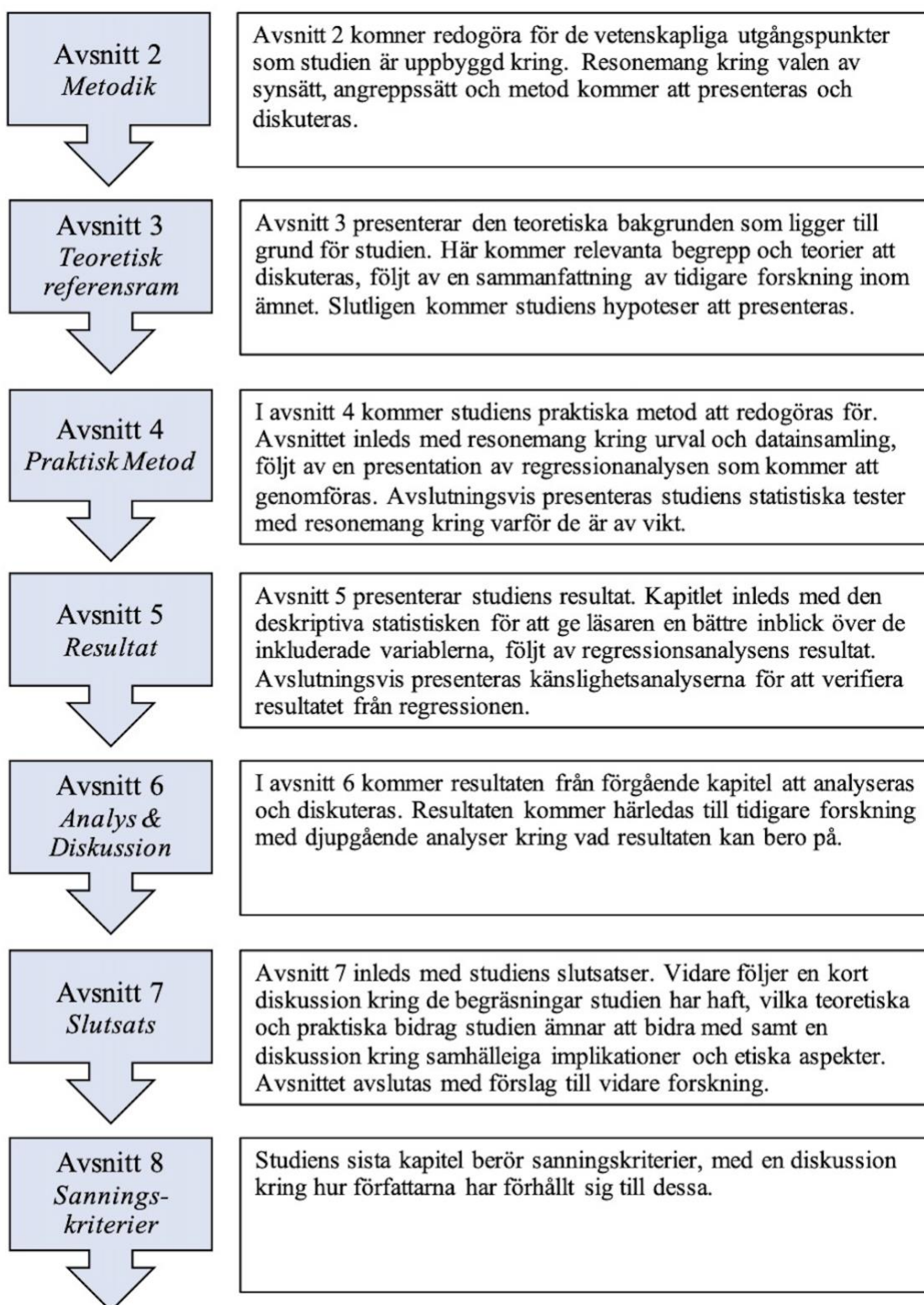
Tidigare forskning kring valutasäkringar har fokuserat mycket på vilka företagspecifika faktorer som påverkar valet av att använda valutasäkringar samt hur det implementeras. Däremot saknas som tidigare nämnt forskning kring vilka makrofaktorer som kan påverka utfallet av att använda sig av valutasäkringar och huruvida transaktionsspecifika egenskaper påverkar utfallet. Det teoretiska bidraget denna studie avser att bidra med är således kunskap och insikt om vilka makrofaktorer som påverkar lönsamheten av att valutasäkra samt vilka typer av transaktioner som det finns behov av att säkra.

Studiens praktiska bidrag syftar till att ge ökad förståelse samt rekommendationer för svenska internationella företag med transaktioner i utländsk valuta när det lönar sig att använda sig av valutasäkringar. Tidigare forskning har visat att små och medelstora företag generellt sett inte använder sig av valutasäkringar i samma utsträckning som stora företag på grund av brist på resurser eller kompetens. Resultaten av denna studie kan då vägleda dessa företag i en analys kring när det kommer löna sig att använda sig av valutasäkringar, det vill säga när derivatet genererar en valutakursvinst snarare än en valutakursförlust.

1.6 Avgränsningar

För att studien ska vara genomförbar har ett antal avgränsningar gjorts. Studien avser att analysera utgående transaktioner som skall betalas i valutorna euro, US dollar och brittiska pund. Dessa transaktioner kommer antas göras en gång per kvartal och analyseras i samband med de faktiska makrofaktorerna och dess värden vid vardera tidpunkt. Den valutasäkringsmetod som kommer undersökas är terminskontrakt med olika löptider. Vidare är studiens resultat avgränsat till svenska internationella företag som har den svenska kronan som redovisningsvaluta, då derivaten kommer baseras på den svenska kronan som inhemsk valuta. Transaktionerna som skall analyseras kommer att ha ägt rum under åren 2002 till 2022. Slutligen är studien avgränsad till transaktionsexponeringar, vilket innebär att den exkluderar omräkningsexponering och ekonomisk exponering.

1.7 Uppsatsens disposition



2. Metodik

Följande kapitel kommer redogöra för studiens ämnesval och författarnas förkunskap relaterat till ämnesområdet. Vidare kommer studiens vetenskapliga utgångspunkter presenteras, inkluderande kunskapssyn och forskningssätt. Avslutningsvis kommer litteratursökningsprocessen beskrivas samt hur författarna har tagit källkritik i beaktning.

2.1 Ämnesval

Valet av ämne har vuxit fram till följd av författarnas gemensamma intresse för finans, samt en strävan efter ökad kunskap inom området. Finans är en betydande del av företagsekonomi, varför vi anser att ytterligare kunskap är av stor vikt. En av författarna har sedan tidigare arbetslivserfarenhet från bank, vilket innebär erfarenhet av praktiskt arbete med valutakonton. Den andra författaren har arbetserfarenhet inom inside sales, vilket är en tjänst som innefattar mycket arbete kring import och export i olika valutor. Att kunna kombinera dessa olika kunskaper inom samma ämne har legat till grund för vårt ämnesval.

Med en snabbt ökande globalisering exponeras företag för risker på ett annat sätt än tidigare till följd av handel med olika valutor. Företag får nu hantera valutaexponeringar till följd av fluktuationer i växelkurserna, vilket kan leda till valutaförluster för företagen. För att minska dessa risker finns det olika tillvägagångssätt för företag att välja i form av valutasäkringsmetoder. Att kunna använda sig av valutasäkringsmetoder på ett framgångsrikt sätt skulle kunna bespara företag valutaförluster och istället generera valutakursvinster. Detta är en anledning till varför vi anser att ytterligare forskning inom valutaterminer är nödvändigt och är därför en anledning till vårt val av ämne.

2.2 Förförståelse

Författarna till denna studie har en akademisk bakgrund som civilekonomstudenter via Handelshögskolan vid Umeå Universitet. Under studietiden har grundläggande kurser inom nationalekonomi, statistik och handelsrätt studerats såväl som redovisning och finans på kandidat respektive avancerad nivå. Finans D lästes på 30 hp och delades in i fyra delmoment, bestående av Avancerad finansiell analys och värdering, Avancerad Företagsfinansiering, Investeringar och Riskhantering. Under kursens gång introducerades begreppen valutasäkringar och derivat, vilket medgav en god förförståelse för ämnet hos författarna. Vidare har författarna även studerat vetenskaplig metod, vilket medförde viktiga förkunskaper för att kunna strukturera upp studien.

Bryman & Bell (2017, s.27) menar att författarnas utbildningar och värderingar kan ha en inverkan på val av forskningsområde, frågor samt metod vid företagsekonomisk forskning. Att presentera författarnas förförståelse är däremot mer relevant vid kvalitativa studier än kvantitativa, då kvalitativa studier är mer benägna för den subjektiva bedömningen (Olsson & Sörensen, 2011, s.101).

2.3 Forskningsparadigm

Forskningsparadigm är ett filosofiskt ramverk som utgör riktlinjer för hur vetenskaplig forskning bör utformas och genomföras. Detta ramverk är baserat på människors ideologier

samt deras antaganden om kunskap och världen. Det finns huvudsakligen två olika forskningsparadigmer inom vetenskaplig forskning, vilka är positivism och interpretivism (Collis & Hussey, 2021, s.39). Positivismen har vuxit fram inom naturvetenskapen och bygger på antagandet om att verkligheten är objektiv och singulär. Ett ytterligare antagande som finns är att forskaren ska vara oberoende från det ämne som studeras, vilket medför att forskningen är värderingsfri och opartisk. Vidare inom positivismen så antas kunskap vara vetenskapligt verifierbar och ska kunna förklaras med logiska och matematiska metoder (Collis & Hussey, 2021, s.40).

Från kritiken mot positivism har den andra forskningsparadigmen vuxit fram, det vill säga interpretivism. Denna består av andra antaganden som skiljer de olika paradigmen åt och grundar sig mer inom idealismen. Inom interpretivismen anses verkligheten vara subjektiv, vilket gör att det inte går att skilja mellan forskare och forskningsfråga. Interpretivismen används huvudsakligen för att undersöka och analysera kvalitativa data, då vanligtvis komplexiteten av sociala sammanhang (Bonache, 2019, s.38).

Ett positivistiskt forskningsparadigm är normalt förekommande vid studier som avser att undersöka kvantitativa data med hjälp av statistiska och kvantitativa analysmetoder, varför denna studie kommer att utgå från ett positivistiskt forskningsparadigm.

2.4 Epistemologi

Epistemologi är läran om kunskap och berör vad som accepteras som kunskap inom olika ämnesområden (Saunders et al., 2012, s.132). Det innebär att undersöka relationen mellan forskare och forskningsämnen. Forskare som antar det positivistiska synsättet anser att kunskap endast kommer från fenomen som är observerbara samt mätbara. Vidare upprätthåller de en objektiv och oberoende hållning till forskningsämnet. Interpretivism antar ett motsatt synsätt, där man istället försöker minska avståndet mellan forskaren och forskningsämnet (Park et al., 2020, s.691).

Denna studie kommer ta sig an ett positivistiskt synsätt till kunskapen. Studien avser att mäta samband mellan makrofaktorer och lönsamheten i att använda sig av valutasäkringar. Detta kommer att undersökas genom primär- samt sekundärdata som kommer att samlas in från fiktiva kontotransaktioner samt databaser. Datan som kommer att samlas in och sedan analyseras är observerbar samt mätbar, vilket är karaktäristiskt för ett positivistiskt synsätt på kunskap.

2.5 Ontologi

Ontologin kommer från den antika grekiskan och innebär synsättet på vetenskap, alltså hur verklighetens natur uppfattas (Collis & Hussey, 2021, s.43). Ontologi delas huvudsakligen upp i två olika synsätt som skiljer på hur forskaren antar att världen uppfattas, objektivism och subjektivism. Det objektiva synsättet präglas av ett antagande om att verkligheten är objektiv och oberoende av samhällsaktörer (Saunders et al., 2012, s.131). Collis & Hussey (2021, s.43) menar att den sociala verkligheten därmed är utomstående och helt objektiv gentemot forskaren. Det finns därför endast en verklighet och forskning som präglas av detta synsätt antar att alla individer har samma uppfattning om sin omgivning. Subjektivismen däremot antar att verkligheten skapas från varje individs sociala uppfattningar och handlingar och är därmed subjektiv. Var person har en individuell upplevelse och således finns det flera verkligheter (Collis & Hussey, 2021, s.43).

Denna studie avser att undersöka ett samband mellan valutasäkringar och externa marknadsfaktorer och kommer därför inte att ta individens beteenden eller tankar i beaktning. Studien baseras på numerisk data som analyseras statistiskt genom regressionsanalyser och lämnar därför inget rum till subjektiva åsikter. Sociala aktörer har således ingen inverkan på varken variablerna som skall undersökas eller resultatet som kommer presenteras. Därav präglas studien av ett objektiva synsätt på vetenskapen.

2.6 Angreppssätt

För att beskriva förhållandet mellan teorin och praktiken i samhällsvetenskaplig forskning finns det huvudsakligen två angreppssätt, det induktiva och det deduktiva (Collis & Hussey, 2021, s.7). Det induktiva angreppssättet karaktäriseras av teorier som formas baserade på empiriska observationer, där allmänna slutsatser kan dras från specifika fall. Induktiv forskning skapar generella sensorer kring fenomen utifrån individuella djupgående observationer, vilket således innebär att lärdomen flyttas från det särskilda till det allmänna. Det deduktiva angreppssättet däremot kan ses som det motsatta, då forskare skapar hypoteser baserade på redan befintliga teorier (Collis & Hussey, 2021, s.8). Deduktiv forskning är universalt känt som en form av test och verifierings-teori, då forskningen ofta går ut på att testa hypoteser som emanerar från en viss teori för att på sådant vis kunna verifiera eller förkasta teorin (Bahari, 2010, s.21).

Denna studie kommer karaktäriseras av ett deduktiva angreppssätt, då befintliga teorier och studier ligger till grund för uppbyggnaden av hypoteserna. Vidare kommer studiens resultat att bearbetas via statistiska metoder och därmed statistiskt säkerställas med en viss signifikansnivå. Studien kommer genomgående karaktäriseras av objektivitet. Tidigare studier kring ämnet har genomgående av ett deduktiva angreppssätt, vilket ligger till grund för val av förhållande mellan teori och praktik.

2.7 Forskningsstrategi

Inom den samhällsvetenskapliga forskningen finns det två huvudsakliga forskningsstrategier, kvalitativ och kvantitativ. Vad som avgör vilken strategi som är bäst lämpad är bland annat sambandet mellan forskningen och den teori den bygger på, vilka ontologiska antaganden som studien präglas av samt hur forskarna ser på kunskap (Bryman & Bell, 2017, s.58). Forskningsstrategin avgör hur insamlingen av data går till samt hur den sedan analyseras och tolkas.

Kvalitativ forskning karaktäriseras av insamling av icke-numerisk data, vilket kan ta form i exempelvis intervjuer eller observationer. Här ligger fokus på att få en djupgående förståelse för exempelvis sociala fenomen, där generella slutsatser kan dras från specifika fall (Collis & Hussey, 2021, s.6). Forskningen tar sig an ett mer subjektivt förhållningssätt och fokus ligger på teoriuppbyggnad från olika tolkningar av verkligheten och analyser av individuella observationer (Bryman & Bell, 2017, s.393). Bearbetningen och resultaten från kvalitativ data är ofta förknippad med en hög grad av validitet, vilket innebär att studien har mätt det som är avsett att mätas och de resultat som tas fram återspeglar fenomenet som studerats (Collis & Hussey, 2021, s.117).

Kvantitativ forskning däremot fokuserar på det motsatta, det vill säga numerisk data som sedan kan bearbetas med hjälp av statistiska metoder. Vid kvantitativa studier kan forskaren finna

statistiska samband som sedan kan generaliseras mot målpopulationen (Bahari, 2010, s.26). Kvantitativ data är mer exakt än kvalitativ data och kan ofta insamlas vid olika sammanhang eller tidpunkter utan att resultatet blir annorlunda. Detta leder till att bearbetningen och resultaten från kvantitativ data anses besitta hög reliabilitet, vilket syftar till en hög akkuratess och precision (Collis & Hussey, 2021, s.117).

Tidigare forskning kring valutasäkringar med derivat har präglats av kvantitativa metoder, vilket tyder på att det är den mest lämpade metoden att använda vid denna typ av forskning. Vid litteratursökningen inför denna studie påträffades inga kvalitativa studier rörande valutasäkringar med derivat, där syftet var att undersöka just derivaten. Däremot påträffades en del kvalitativa studier rörande incitamenten till att valutasäkra, vilket anses vara irrelevant till denna studie.

För att kunna besvara forskningsfrågan i denna studie och kunna testa de framtagna hypoteserna behöver numerisk data samlas in och bearbetas. Detta leder till att studien kommer ta sig an en kvantitativ metod, med syfte att kunna identifiera statistiska samband som i sin tur kan generaliseras mot populationen. Hade studien ämnat att undersöka varför företag valutasäkrar eller vilka underliggande faktorer som påverkar valet av valutasäkringar hade en kvalitativ metod varit att föredra.

2.8 Litteratursökning

För att skapa en grund till studien har en omfattande litteratursökning genomförts. Litteratursökningar görs i syfte att undersöka den befintliga kunskapsmassan kring ett ämne med ett kritiskt öga för att sedan finna vägledning in i den nya forskningen (Collis & Hussey, 2021, s.10). Inom såväl kvalitativ som kvantitativ forskning är litteratursökningen en viktig del i forskningsprocessen eftersom den vägleder forskaren i uppbyggnaden av ämne, problem och hypotes (Nenty, 2009, s.25). Under det inledande avsnittet har litteratur använts för att styrka de forskningsgap som har identifierats och förtydliga problematiken kring ämnet. Under den vetenskapliga metoden har sökningen avgränsats till litteratur som vägleder strukturen av studien och de centrala val som har gjorts rörande kunskapssyn och forskningsmetod. Till den teoretiska referensramen har litteratursökningen fokuserat på tidigare forskning kring ämnet som ger stöd till studien, samt litteratur och forskning kring relevanta externa faktorer.

Syftet med litteratursökningen var att identifiera och sortera ut relevant och tillförlitlig litteratur samt tidigare forskning. Sökningen har genomförts primärt via Google Scholar och Umeå Universitetsbiblioteks sökfunktion. Vid litteratursökningen avgränsas resultaten till enbart de vetenskapliga artiklar som har blivit referentgranskade, detta för att säkerställa tillförlitligheten av fakten. Även tillförlitliga böcker samt webbsidor har funnits i sökningen, där källkritiken har varit en väsentlig del i valet av litteratur. Nyckelord såsom *currency hedging*, *futures and forwards*, *valutasäkringar*, *derivat* och *valutarisk* har använts för att finna relevant litteratur.

2.9 Källkritik

För att säkerställa att studiens teoretiska grund är av hög kredibilitet är det viktigt att vara källkritisk vid insamlingen av information. Thurén & Werner (2019, s.12) menar att det finns fyra kriterier att beakta vid insamlingen av data och information för att försäkra sig om att källan är tillförlitlig. Dessa är äkthet, tidssamband, oberoende och tendensfrihet.

Äkthet handlar om att källan inte ska vara förfalskad. Med detta menas att det ska kunna stärkas att källan är vad den utger sig för att vara (Thurén & Werner, 2019, s.12). Insamlingen av information till studiens inledning har delvis skett via svenska och europeiska myndigheter, vilket anses vara trovärdiga källor då det enligt 17 kap. 16 § Brottsbalken är olagligt att utge sig för att vara en myndighet om sådant inte är fallet. Vidare har vetenskapliga artiklar använts för att belysa tidigare forskning, varpå dessa har varit expertgranskade av branschkollegor för att styrka att forskningen är sanningsenlig. För att förklara diverse begrepp och fenomen har vissa webbsidor använts, huvudsakligen från olika finansiella institutioner vilket bör anses uppfylla äkthetskriteriet. Tidssambandet syftar till att desto större tidsspannet är från tiden då händelsen inträffade och den berättas, desto starkare skäl finns det att betvivla den (Thurén & Werner, 2019, s.12). Detta har tagits i beaktning genom att söka efter senare forskning, utöver undantagsfall där de allra första studierna varit relevanta.

De sista två kriterierna Thurén & Werner (2019, s.12) belyser är oberoende och tendensfrihet. Att källan ska vara oberoende syftar till att den inte ska referera till en annan källa, vilket har tagits i beaktning genom att primärt finna information genom förstahandskällor. Slutligen syftar tendensfrihet till att källan ska vara fri från politiska, ekonomiska och personliga incitament. Detta kriterium anses även vara uppfyllt då de vetenskapliga artiklarna som har använts har publicerats av etablerade forskare och har som tidigare nämnt blivit kritiskt granskade av branschkollegor. Detta styrker att källorna karaktäriseras av viss objektivitet och bör därför anses vara opartiska.

2.10 Etiska aspekter

Forskningsetik syftar till vikten av att forskningen följer etiska normer och relevanta regelverk, samt att forskningen utfärdas på ett professionellt sätt (Collis & Hussey, 2021, s.27). All European Academies beskriver i sin utgåva "Den europeiska kodexen för forskningens integritet" att det finns fyra principer att förhålla sig till för att säkerställa god forskningssed vid genomförandet av sin studie. Dessa är tillförlitlighet, ärlighet, respekt och ansvarighet (Allea, 2018, s.6). Tillförlitligheten berör huruvida författarna säkerställer kvaliteten på forskningen i mån av design, metod och analys. Detta har tagits i beaktning genom att noga överväga valen kring faktorerna för att säkerställa att det är det mest lämpade. Ärligheten syftar till hur forskningens resultat rapporteras på ett rättvist, fullständigt samt objektivt sätt, vilket kommer säkerställas genom ett transparent resultat och analyskapitel. Respekt bör finnas för forskningsdeltagare, ekosystem, samhälle och miljö, vilket inte blir aktuellt i denna studie då den baseras på sekundärdata samt inte har någon negativ effekt på varken ekosystem, samhälle eller miljö. Slutligen är den sista principen att förhålla sig till ansvarighet, vilket innebär att författarna tar ansvar för sin forskning efter publicering.

Vidare finns det många etiska aspekter att ta hänsyn till vid forskning som inkluderar respondenter, vilket blir irrelevant i denna studie då all data som bearbetas i analysen är sekundärdata som kommer från offentliga databaser.

3. Teoretisk referensram

I följande avsnitt kommer de teorier som ligger till grund för studien att presenteras. Teorier kring hur växelkurser betar sig kommer att beskrivas ingående där köpkraftsparitet spelar en central roll. Därefter kommer de olika makrofaktorer som ska undersökas att beskrivas samt de olika typerna av valutaexponeringar. Vidare kommer även de olika derivaten för att skydda sig mot valutarisker att förklaras mer djupgående. Avslutningsvis kommer ett avsnitt kring tidigare forskning runt ämnet.

3.1 Växelkursteori

Det finns många olika teorier som förklarar hur reala växelkurser betar sig, varpå en av de första introducerades av den svenske nationalekonomen Gustav Cassel redan år 1918. Cassel (1918, s.413) fann i sin studie att det primärt är förhållandet mellan den interna köpkraften och varorna i vardera land som sätter växelkurserna mellan två länder. Detta är något som kallas köpkraftsparitet. Teorin menar att på en effektiv marknad är prisnivån i ett land densamma som prisnivån i ett annat land tillsammans med den nominella växelkursen mellan ländernas två valutor (Lothian & McCarthy, 2002, s.230). Alltså betraktas växelkursen i köpkraftspariteten som nivån på den nominella växelkursen, vilket innebär att ett lands valutaenhet bör ha en exakt lika stark köpkraft i en utländsk ekonomi som i sin inhemska, när den växlas till den utländska valutan (Taylor, 2003, s.437).

Däremot råder det delade meningar kring huruvida köpkraftspariteten faktiskt är tillämpbar i verkliga sammanhang. Stockman (1980, s.673) menar att växelkurserna de facto är mer volatila än inflationstakt och de relativa prisnivåerna, vilket innebär att teorin om köpkraftsparitet inte längre håller. Lothian & McCarthy (2002, s.230) menar att växelkurserna på kort sikt snarare förändrades på grund av slumpmässiga variabler och att köpkraftspariteten var mer applicerbar på längre sikt. Valutarisker och transaktionsexponeringar är något som beaktas ur ett kortsiktigt perspektiv. Därför anser författarna Kinnwall & Norman (1994, s.132) att det är av vikt för företagen att ta valutasäkringar i beaktning när de gör affärer i utländska valutor då fluktuationerna i växelkurserna kan ha negativa effekter på framtida kassaflöden.

Den monetära växelkursmodellen är ytterligare en teori kring växelkursbeteenden, som menar att det är nationernas relativa grad av produktion samt penningmängd som avgör de nominella växelkurserna mellan valutorna. Trots att detta är en väletablerad teori som har fått mer uppmärksamhet på senare år finns det begränsade bevis på att teorin faktiskt har visat sig framgångsrik (Basher & Westerlund, 2008, s.506). Vidare menar portföljbalansmodellen att växelkurser avgörs genom en värdering av utbud och efterfrågan på ländernas tillgångar tillsammans med en riskpremie i ränteparitetsvillkoret. Värderingen görs eftersom ländernas tillgångar inte är perfekta substitut mot varandra och denna teori antar inte köpkraftsparitetsvillkoret (Cushman, 2006, s.306).

En fast växelkurs innebär att ett land binder sin inhemska valuta mot ett annat lands valuta, exempelvis euron eller dollarn. Vissa länder har valt att fixera sin växelkurs mot en fast nivå av annan typ av värdemätare, vanligtvis guld (Chen & Ward, 2019, s.158). Trots sitt namn så kan förändringar i en fast växelkurs ske via politiska beslut, däremot är det inte så vanligt förekommande. En höjning av en fast växelkurs kallas revalvering och motsvarande kallas en sänkning för devalvering (Adeyemi & Ajibola, 2019, s.181). Med rörlig växelkurs menas att

den inhemska valutan rör sig oberoende av andra valutor, det som bestämmer växelkursen är utbud och efterfrågan på marknaden (Helpman & Razin, 1982, s.729). En höjning av en rörlig växelkurs kallas appreciering och en sänkning kallas depreciering (Bahmani-Oskooee & Bahmani, 2015, s.1).

Fördelarna med fast växelkurs visar sig främst vid osäkra marknadsförhållanden och ekonomisk ovisshet. Däremot så begränsar en fast växelkurs centralbanker från att föra penningpolitik, vilket kan leda till svårigheter att dämpa konjunkturcykler (Calmfors et al., 2015, s.275). Vidare menar författarna (2015, s.275) att en rörlig växelkurs överlag är att föredra, då centralbanken kan använda penningpolitisk stimulans för att påverka det ekonomiska läget på kort sikt. Argumentet mot flytande växelkurs är att den kan fluktuera kraftigt under perioder, vilket är en osäkerhet för de aktörer som ägnar sig åt internationell handel (Calmfors et al., 2015, s.275).

På medellång sikt har inte valet mellan fast och rörlig växelkurs någon betydelse, då den reala växelkursen blir desamma oavsett vilket växelkurssystem som tillämpas (Armelius, 2023). På kort sikt har det däremot en påverkan, vilket innebär att svenska företag måste ta hänsyn till andra valutor när de handlar utanför rikets gränser då den svenska kronan är en rörlig växelkurs. Ogynnsamma fluktuationer i den svenska kronkursen kan leda till reala förluster i företagets kassaflöden, vilket innebär att valutasäkringar kan vara ett nödvändigt verktyg för att skydda sig mot dessa typer av förluster (Kinnwall & Norman, 1994, s.132).

Adler & Dumas (1984, s.42) menar däremot att en valuta inte är riskabel på grund av att devalvering är trolig att inträffa. Är storleken samt tidpunkten för devalveringen känd sedan innan hade det inte utgjort en riskfaktor alls och en svag valuta kan därför vara mindre riskabel än en stark valuta. Riskerna uppkommer i samband med osäkerheten kring växelkursförändringar, där företagen har en ovisshet kring huruvida den framtida skulden eller fordringen i utländsk valuta kommer skilja sig åt från det förväntade ursprungliga värdet.

Sammanfattningsvis utgör volatilitet i inhemska och utländska växelkurser en risk för svenska internationella bolag, i synnerhet eftersom den svenska kronkursen präglas av en rörlig växelkurs. Detta innebär att företagen som bedriver internationell handel utsätts för valutaexponering, vilket kommer att förklaras mer ingående i följande avsnitt.

3.2 Makrofaktorer

Då studien avser att undersöka huruvida det finns ett samband mellan lönsamheten hos valutaterminer och externa marknadsfaktorer, kommer dessa presenteras nedan. Ekonomiska makrofaktorer utgör det som kallas makromiljön och kan beskrivas som mer omfattande samhällsliga faktorer som påverkar företags förutsättningar på kort och lång sikt. Dessa faktorer har företaget ingen påverkan på och får således anpassa sig efter. Makromiljön kan bestå av exempelvis ekonomiska, politiska eller legala faktorer (Kotler & Armstrong, 2018, s.92).

De makrofaktorer som har valts ut inför studien är inflation, BNP samt konjunkturcykel. Valet bakom dessa faktorer grundar sig i PESTEL-ramverket, vilket består av politiska, ekonomiska, sociala, teknologiska, ekologiska och legala faktorer som påverkar den externa affärsmiljön som företagen befinner sig i. Detta ramverk används för att förstå makromiljön och således kunna ta vara på möjligheter och reducera risker (Issa et al., 2010, s.3). Den ekonomiska

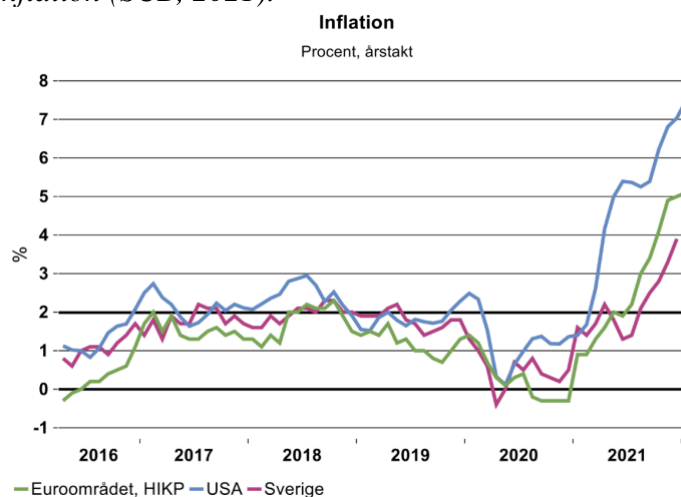
makromiljön består till stor del av dessa utvalda faktorer, varpå de har valts att inkluderas i studien.

3.2.1 Inflation

Inflation inträffar när allmänna prisökningar sker i ett land, vilket resulterar i att samhället inte längre har samma köpkraft. Konsumenter och företag får således färre varor och tjänster i sin varukorg för samma mängd pengar (SCB, 2023a). Höjs priset på enskilda varor eller tjänster sker relativa prisförändringar, vilket inte räknas in i inflationsmättet. Däremot kan relativa prisförändringar leda till allmänna prisförändringar, exempelvis genom ökade energi- eller drivmedelspriser. Relativa prishöjningar i exempelvis energi ökar kostnaderna för företagen som i sin tur behöver höja priserna på sina varor och tjänster och således har en allmän prisökning inträffat (Riksbanken, 2022). Monetära myndigheter har under de senare decennierna implementerat en penningpolitisk innovation kallad inflationsmålet. Inflationsmålet syftar till en uppskattning av inflationstakt som centralbankerna offentliggör och sedan aktivt arbetar med hjälp av olika monetära verktyg för att styra den faktiska inflationen mot (Lin & Ye, 2012, s.1202).

Inflation och växelkurs har ett visst samband. I länder som använder en valuta med en rörlig växelkurs tenderar de monetära myndigheterna, exempelvis centralbanker, att svara på valutarörelser när de är så pass omfattande att de påverkar inflationen (Ha et al., 2020, s.2). Förespråkare för den monetära växelkursmodellen som beskrevs tidigare menar att inflationen inrikes och de nominella växelkursförändringarna är så pass förenade med varandra att stabilitet i en av faktorerna därför innebär stabilitet i den andra likväl (Kara & Nelson, 2003, s.605). Nedan visar Figur 1 hur inflationen har förändrats procentuellt över tid i Sverige, Euroområdet samt USA.

Figur 1: Historisk inflation (SCB, 2021).



3.2.2 BNP

Bruttonationalprodukten (BNP) är ett samhällsekonomiskt mått som används för att mäta ett lands ekonomiska aktivitet under en specifik tidsperiod. Syftet är med andra ord att mäta storleken på länders ekonomier, samt att kunna jämföra ekonomisk tillväxt över ett tidsintervall

(SCB, 2022). BNP består av olika komponenter, varav den första är privat konsumtion. Denna del motsvarar de produkter och tjänster som hushållen köper. Denna del utgör den största komponenten av BNP (Calmfors et al., 2015, s.30). Nästa del av BNP är bruttoinvesteringar, vilket är företagsinvesteringar i nya anläggningar och inventarier. Avslutningsvis är den sista delen den offentliga sektorns konsumtion. Slutligen så måste import dras av från totala konsumtionen, då det är handel av varor och tjänster från andra länder, sedan ska export adderas då det är utländsk konsumtion av inhemska varor och tjänster. Skillnaden mellan export och import kallas för nettoexport eller handelsbalans (Lismana et al., 2022, s.681).

Under det fjärde kvartalet 2022 uppmättes handelsbalansen i Sverige till 85 miljarder kronor. Det var en markant ökning av både import och export jämfört med motsvarande kvartal 2021. Ökningen var likvärdig mellan export och import, vilket medför ett handelsöverskott som är ungefär på samma nivå som föregående års kvartal, vilket uppgick till 86,5 miljarder kronor (SCB, 2023b).

Sett över tid har det skett en ökning av bruttonationalprodukten, men en stor del av ökningen kan förklaras av prisökningar snarare än ökad produktion och större kvantitet av varor och tjänster. För att tydligare kunna skilja på de bakomliggande faktorerna finns det olika sätt att beräkna BNP. Nominell BNP är summan av slutförbrukning av samtliga varor och tjänster som producerats multiplicerat med deras löpande priser. Nominell BNP ökar således över tid till följd av att produktionen historiskt sett också brukar öka, samt att även priser brukar stiga med tiden. Till skillnad från nominell BNP så beräknas real BNP mot fasta priser, sett till ett referensår. Detta för att kunna urskilja förändringar i produktion bortsett från prisförändringar (Calmfors et al., 2015, s.13).

Vidare finns ett ytterligare BNP-mått som beräknas vid maximalt resursutnyttjande vad gäller arbete och kapital vid stabil inflationsnivå, detta mått kallas potentiell BNP. Huvudsakligen används potentiell BNP som en måttstock för det faktiska BNP, där avvikelser ger en direkt indikation på var i konjunkturcykeln som ekonomin befinner sig i. Avvikelsen kallas BNP-gap och i de fall där den faktiska BNP-nivån överträffar den potentiella BNP-nivån rör det sig om en högkonjunktur och det motsatta gäller för en lågkonjunktur (Orphanides & van Norden, 2002, s.569). I denna studie kommer nominell BNP att användas eftersom det utgör den faktiska BNP, jämfört med potentiell BNP som visar den nivå som produktionen skulle uppnått om de tillgängliga produktionsfaktorerna skulle varit fullt utnyttjande.

Den största skillnaden mellan inflation och BNP är att inflationen mäter förändringar i prisnivån på varor och tjänster, medan BNP mäter förändringar i kvantitet och värde av producerade varor och tjänster. Även om båda måtten är viktiga för att förstå hur en ekonomi presterar, tillhandahåller de olika typer av information och används för olika ändamål. Hög inflation kan leda till minskad köpkraft och minska det reala värdet av BNP, medan en växande BNP kan bidra till att minska inflationstrycket i en ekonomi (Hasanov & Omay, 2011, s.17).

Huruvida BNP och växelkurser har ett samband finns det divergerande uppfattningar om i tidigare forskning, detta tros vara en följd av att tidigare studier har genomförts i ekonomier som saknar likhet med varandra. Dikkaya & Donar (2017, s.97) fann i sin studie kring sambanden mellan oljepriser, BNP och växelkursen i Azerbajdzjan & Kazakstan att en kausalitet fanns mellan växelkurs och BNP i båda länderna. Kausaliteten var däremot enkelriktad från BNP till växelkurs i Azerbajdzjan och från växelkurs till BNP i Kazakstan. Skillnaden på de två länderna var att Azerbajdzjan har en fast växelkurs medan Kazakstan har en rörlig växelkurs.

3.2.3 Konjunkturcykler

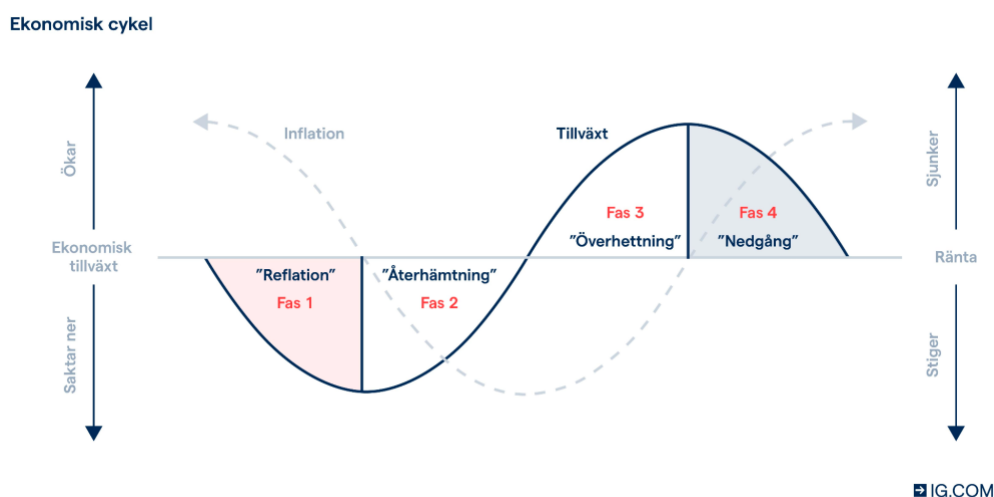
Det sker hela tiden förändringar i den ekonomiska aktiviteten i samhället. BNP:s avvikelse från jämviktsnivån på potentiell BNP beskriver i vilken fas av konjunkturcykeln ekonomin befinner sig. Perioden som det tar för ekonomin att genomgå en högkonjunktur och en lågkonjunktur kallas för konjunkturcykel (Orlova et al., 2020, s.171). Det beräknas ta ungefär fem till åtta år för en ekonomi att ta sig igenom en konjunkturcykel (Pagan, 1997, s.10).

En högkonjunktur kännetecknas av snabbt ökande ekonomisk aktivitet, till följd av en stor efterfrågan på varor och tjänster samt låg arbetslöshet. Den höga sysselsättningen ger en stark köpkraft hos hushållen, vilket resulterar i en stigande konsumtion av varor och tjänster. Dock finns det även ett flertal negativa konsekvenser med en högkonjunktur. Exempelvis kan företag få svårigheter att producera tillräckligt med varor för att mätta efterfrågan, vilket kan leda till brist på kompetent personal och andra resursbrister. Det kan även leda till en högre prisnivå till följd av en förhöjd efterfrågan vilket på sikt kan höja inflationen i ett land (Tsen, 2010, s.625).

En lågkonjunktur innebär en avtagande efterfrågan på varor och tjänster, vilket leder till minskad konsumtion. Detta i sin tur leder till att företagen producerar mindre och deras intäkter minskar, som konsekvens ökar arbetslösheten och staten får in mindre i skatteintäkter. Lågkonjunkturer kan orsakas av chocker i ekonomin som i sin tur påverkar den aggregerade efterfrågan (Crucini et al., 2011, s.173).

Både högkonjunkturer och lågkonjunkturer delas in i två faser vardera. Dessa kallas konjunkturuppgång samt konjunkturavmattning (Samuelsson, u.å). I Figur 2 visas hur konjunkturer går igenom två faser i låg- och högkonjunktur. Dessa faser avgörs beroende på om den faktiska BNP växer snabbare eller långsammare jämförelsevis med potentiell BNP (Nilsson, 2018, s.76). En lågkonjunktur kan delas in i deflation och återhämtning. Deflation karakteriseras av en konjunkturbedgång, vilket innebär att den faktiska BNP är lägre och har en långsammare tillväxttakt än den potentiella BNP. Den andra fasen av en lågkonjunktur kallas för återhämtning och beskriver det tillstånd i ekonomin där den faktiska BNP är lägre än den potentiella men har en snabbare tillväxttakt. Vidare menar Nilsson (2018, s.76) att en högkonjunktur delas in i faserna överhettning och nedgång. Med överhettning menas att den rådande efterfrågan ökar i en kraftig takt och produktionsidan har svårigheter att tillgodose behoven. Det innebär således att den faktiska BNP växer snabbare. När tillväxttakten på faktiskt BNP börjar avta och understiger den potentiella BNP:s tillväxttakt, befinner sig ekonomin i en nedgångsfas. Vilket medför att resursutnyttjandet och efterfrågan kommer att dämpas (Nilsson, 2018, s.77).

Figur 2: Konjunkturcykel. (IG, 2023).



Relationen mellan konjunkturcykler och växelkurser kan beskrivas som komplex, men teorier visar på att det finns ett samband mellan rörelser i växelkurser som orsakas av chocker som driver konjunkturen. Teorierna menar att en reducering av det aggregerade utbudet bör leda till en appreciering i växelkursen medan en autonom nedgång i den aggregerade efterfrågan leder till en depreciering (Chadha & Prasad, 1997, s.328). Chadha & Prasad genomförde en studie i Japan där resultatet visade att de reala växelkursförändringarna drivs av nominella chocker och förändringar i efterfrågan, medan förändringar i utbud spelade en mindre roll (1997, s.350). Den japanska valutan yen präglas likt den svenska kronan av en rörlig växelkurs.

Sammanfattningsvis utgör dessa tre makrofaktorer som tidigare nämnt en del av makromiljön som de svenska företagen befinner sig i. Makromiljön består av faktorer som är utanför företagens egen kontroll men som i allra högsta grad påverkar företagens förutsättningar på kort och lång sikt. Dessa inkluderas i studien för att undersöka huruvida vissa marknadsförhållanden är mer gynnsamma att valutasäkra i, så att företagen på så vis kan uppskatta vilka tidpunkter en valutasäkring kan vara nödvändig.

3.3 Valutaexponering

För företag som handlar med utländska valutor uppstår risker på grund av volatiliteten i den inhemska eller utländska växelkursen. Företagen står således inför valutaexponeringar som kan resultera i positiva eller negativa effekter på framtida kassaflöden, lönsamhet eller marknadsvärde (Dumitrescu, 2009, s.359). Valutaexponeringar kan delas upp i tre övergripande kategorier, transaktionsexponering, omräkningsexponering och ekonomisk exponering (Larsson, 2008, s.417). Följande avsnitt kommer att beskriva exponeringarna mer ingående med fokus på transaktionsexponeringar då dessa har inkluderats i studien.

3.3.1 Transaktionsexponering

Transaktionsexponering är den valutarisk som uppstår när det finns en fördröjning mellan tidpunkten då det finansiella åtagandet ingås och tidpunkten då den ska regleras. Risken uppkommer då det kan ske förändringar i den utländska växelkursen under löptiden, vilket

innebär att köpeskillingen räknad i inhemsk valuta kan skiljas åt på betalningsdagen (Arcelus et al., 2012, s.552).

McCarthy (2000, s.52) menar att ett företag som står inför transaktionsexponeringar har två val, att skydda sig mot risken eller att vara fortsatt osäkrade. Att välja att inte skydda sig mot riskerna alls finns det stöd för inom ett flertal väletablerade teorier såsom köpkraftsparitet eller Capital Asset Pricing Model (CAPM). Köpkraftspariteten menar som tidigare nämnt att växelkurserna och inflationen automatiskt anpassar sig efter varandra och CAPM menar att valutarisker klassas som osystematiska och kan därför diversifieras bort. Däremot har de potentiella konsekvenserna från transaktionsexponeringar en direkt påverkan på företagets finansiella resultat, eftersom de påverkar storleken på framtida in- och utbetalningar (Larsson, 2008, s.417). Resultaten av de kontrakterade förpliktelseerna får en påverkan på framtida kassaflöden och det är därför viktigt för företag att uppskatta storleken på exponeringen och sedan anpassa valutasäkringsmetoden för att minimera valutarisken (Dumitrescu, 2009, s.359).

Børsum & Ødegaard (2005, s.143) fann i sin studie kring valutasäkringar bland norska icke-finansiella bolag att de företagen som valde att inte valutasäkra mot transaktionsexponeringar var bland annat större företag som var tillräckligt finansiellt stabila för att kunna klara av de konsekvenserna valutafluktuationerna kunde ha på företagets kassaflöden. Däremot fann Alanzi (2020, s.122) att små företag inte valutasäkrar mot transaktionsexponeringar på grund av brist på resurser eller kompetenser.

Alla transaktionsexponeringar leder däremot inte till förluster. Har ett företag skulder i utländsk valuta så kommer detta redovisas som en vinst om den utländska valutan försvagas och företaget har således tjänat på att inte valutasäkra transaktionen (Larsen & Freeman, 1996, s.67). Sammanfattningsvis är det därför svårt för företag att veta när en säkring mot en transaktionsexponering kommer att löna sig. Vad gäller bolag med begränsade resurser eller kunskaper kan det leda till att valutasäkringar uteblir helt då säkringen kan leda till en förlust likväl som en vinst.

3.3.2 Omräkningsexponering

Omräkningsexponering uppstår när en koncern har utländska dotterbolag som redovisar i annan valuta än moderbolaget. Exponeringen sker när moderbolaget ska upprätta bokslut för koncernen och således behöver räkna om dotterbolagens räkenskaper till den inhemska valutan (Larsson, 2008, s.417). Däremot menar Hagelin (2003, s.56) att den allmänna rekommendationen från tidigare litteratur inom ämnet är att säkringar mot denna typ av exponering inte är nödvändig. Argumentet bakom detta grundar sig i att omräkningsvinsterna eller förlusterna som kan uppstå tenderar att ha liten påverkan på kassaflödet och kan ofta vara en dålig estimation på hur de påverkar reala förändringar i företagets värde.

3.3.3 Ekonomisk exponering

Den sista typen av valutaexponering benämns som ekonomisk exponering, vilket kan definieras som till vilken grad oförutsedda fluktuationer i valutakurser påverkar framtida kassaflöden för företagen. Till skillnad från transaktionsexponeringen som uppstår när företag har fordringar eller skulder i utländsk valuta syftar denna typ av exponering på hur framtida växelkursen påverkar företagets konkurrensposition (Sikawar & Gupta, 2018, s.967). Författarna menar att den ekonomiska exponeringen påverkar företagets operativa kassaflöden och marknadsvärde, då växelkurserna får en inverkan på import och export. Blir den inhemska

växelkursen svagare påverkar detta lokala företag eftersom de internationella företagen kan importera billigare och således får en mer konkurrenskraftig position.

3.4 Valutasäkringar

När företagen ställs inför valutarisker kan de ingå i olika externa avtal med en tredje part för att således överlåta risken mot betalning (Wramsby & Österlund, 1993, s.284). Vilket typ av avtal samt typ av instrument som är bäst lämpat är däremot situationsberoende och behöver övervägas mot faktorer såsom storleken på företaget, dess riskprofil eller grad av exponering (DeMaskey, 1995, s.40). Det finns olika typer av interna valutasäkringar som företag kan använda sig av. En av dessa metoder är matchning vilket går ut på att företag balanserar samtliga av sina fordringar och skulder i samma valuta (Harasztosi & Kátay, 2020, s.1). Ett annat alternativ som företag kan använda sig av är valutakonton, vilket innebär att företag har olika konton för varje valuta som de använder sig av. Detta är en vanligt förekommande strategi för företag som återkommande har in- och utbetalningar i samma valuta (Ong, 2017, s.1235). Avslutningsvis finns det även en intern metod som kallas netting. Netting kan beskrivas som en process där man kvitterar befintliga in- och utbetalningar i syfte att minska det totala antalet transaktioner. Detta kan även minska den totala exponeringen samt den systematiska risken (Garratt & Zimmerman, 2020, s.1). De interna valutasäkringarna kommer inte att behandlas i denna studie.

Utöver de interna metoderna så finns det även externa valutasäkringar. Externa valutasäkringar tar ofta form i derivat, vilket innebär en tillgång vars värde bestäms av en underliggande tillgångs värde (Chisholm, 2010, s.1). Nedan kommer de vanligast förekommande derivaten beskrivas mer ingående.

3.4.1 Valutaterminer

Terminskontrakt är ett av de vanligaste derivaten när det kommer till externa valutasäkringar. Ett terminskontrakt ingås mellan två parter och innebär ett avtal om att köpa eller sälja en tillgång vid ett kommande tillfälle till ett förutbestämt pris (Brooks et al., 2001, s.31). När företag använder terminskontrakt i utländsk valuta innebär det att de intar en lång position i kontraktet och går då med på att köpa valutan till en förbestämd växelkurs vid ett framtida datum. Motparten, som ofta är en bank eller annan finansiell institution, intar en kort position och går då med på att sälja valutan till den bestämda växelkursen (Bodie et al., 2014, s.771). Syftet med valutaterminer är att minska valutariskerna som medförs vid handel med utländska valutor genom att säkra framtida kassaflöden till en känd växelkurs och på så sätt ha kännedom om den verkliga framtida kostnaden eller intäkten (Allayannis et al., 2012, s.65). Broll (1997, s.475) menar att det är av vikt för internationella firmor som har intresse för verksamhetens lönsamhet och riskexponering att balansera en avistamarknadsposition med en konträr lång position i ett valutaterminskontrakt.

Vid ett terminskontrakt är bägge parterna förpliktade att fullfölja valutaaffären då kontrakten är lagligt bindande, vilket innebär att kontraktet kan leda till en valutavinst eller förlust för företaget då den faktiska växelkursen kan skilja sig från den kontrakterade terminskursen (Jarrow & Oldfield, 1981, s.374). Växelkurserna i terminskontrakten bestäms genom ränteparitet, det vill säga skillnaden i räntenivå mellan de två aktuella valutorna. Terminskurserna anges som sälj- och köpkurser, således blir differensen mellan terminskurs och spotkurs en eventuell vinst eller förlust för säljaren och omvänt för köparen (McCarthy, 2000, s.53). Prissättningen för en valutatermin bestäms av följande ekvation:

$$f = M + \frac{M \times (R1 - R2) \times D}{(360 \times 100)}$$

Där:

f = Terminspriset

M = Den aktuella spotkursen

$(R1 - R2)$ = Ränteskillnaden mellan de två valutorna

D = Kontraktets löptid

I det engelska språket benämns terminer som futures och forwards, vilket innebär två olika typer av terminskontrakt. Den svenska översättningen är däremot terminer för båda typerna av kontrakt, varpå de kommer att benämnas som futures och forwards i följande del. Den största skillnaden på dessa två typer av terminskontrakt är när vinsten eller förlusten för valutaaffären realiserar. Med ett forwardkontrakt realiserar detta i samband med förfallodagen på kontraktet. Vid ett futureskontrakt däremot realiserar vinsten eller förlusten vid stängningen av varje handelsdag hos mäklarhuset där kontraktet har ingåtts (Chow et al., 2000, s.216). Denna studie kommer att uteslutande behandla forwardkontrakt.

Vidare finns ytterligare en variant på terminskontrakt, så kallade Non-Deliverable Forward (NDF). Dessa terminer används till icke-konvertibla valutor som omfattas av restriktioner. Det som skiljer terminerna åt är primärt hur likvideringen sker när kontraktet har löpt ut, då en NDF avvecklas via en kontantavräkning snarare än en traditionell utväxling av de berörda valutorna (Wang et al., 2014, s.116). Då de utvalda valutorna till denna studie inte omfattas av restriktioner och således är konvertibla valutor, kommer traditionella valutaterminer användas i undersökningen.

3.4.2 Valutaoptioner

En valutaoption är ett finansiellt instrument som för innehavaren av optionen innebär en rätt, men inte en skyldighet, att köpa eller sälja en valuta för en förutbestämd kurs vid ett framtida datum. Valutaoptioner används som en säkerhet mot stora svängningar i valutakurser, för vilka man betalar en premie. Det som särskiljer en valutaoption från ett terminskontrakt är valmöjligheten för innehavaren att nyttja optionen eller inte (Bodie et al., 2014, s.679). Däremot har optioner, likt terminer, en rad villkor som måste fullföljas vid ett eventuellt avtal. Optionen måste utnyttjas vid ett förutbestämt datum, till ett visst premiepris. Huruvida optionen går att utnyttja innan sitt förfallodatum eller inte beror på om det är en så kallad amerikansk eller europeisk option. Europeiska optioner går enbart att utnyttja på sitt förfallodatum, medan amerikanska optioner kan utnyttjas på valfritt datum fram till och med förfallodagen (McCarthy, 2000, s.54).

Chisholm (2010, s.111) menar att valutaoptioner har flera användningsområden och kan användas i syfte att hantera valutarisk genom att säkra framtida kassaflöden i utländsk valuta men även för spekulation i vinstsyfte. Valutaoptioner kan användas i vinstsyfte genom att spekulera på framtida rörelser i den aktuella växelkursen, såväl som de kan användas till att förbättra avkastningen på placerat kapital i utländsk valuta. I riskhanterings syfte däremot används optionerna för att minska eventuella förluster i framtida kassaflöden på grund av oväntade eller ogynnsamma fluktuationer i endera växelkurs (Chisholm, 2010, s.112).

Fördelarna med valutaoptioner gentemot terminskontrakt är att kostnaden för att använda derivatet aldrig kommer överstiga premien, samtidigt som företaget kan ha fördel i att växelkursen rör sig i en gynnsam riktning. Rör sig växelkurserna ofördelaktigt har köparen av optionen valet att avstå utnyttjandet av optionen och har således endast förlorat den förbetalda premien. Ett terminskontrakt innebär att parterna förpliktar sig till en förutbestämd växelkurs som skall gälla vid en framtida transaktion, medan en option snarare fungerar som en försäkring mot en eventuell förlust på grund av växelkursförändringar (Brooks et al., 2001, s.30). Premiekostnaden för en valutaoption brukar däremot överstiga transaktionskostnaderna som uppkommer vid ett terminskontrakt (Kinnevall & Norman, 1994, s.124).

Med tanke på studiens omfattning har detta derivat exkluderats. För att kunna inkludera optioner i studien behöver antaganden göras om vilken typ av option som ska undersökas samt hur optionerna ska prissättas. Sammanfattningsvis är optionerna något för komplexa för denna typ av studie.

3.4.3 Valutaswappar

Swappar är ett relativt nytt derivat och kan beskrivas som en portfölj av terminer. Swappen är ett långsiktigt avtal mellan två parter, där de kommer överens om att utväxla specificerade kassaflöden vid ett förutbestämt framtida datum (Ross et al., 2003, s.793). En valutaswap innebär att två företag kommer överens om att utbyta två valutor vid ett framtida datum och involverar ofta ett utbyte av räntor och kapital i en valuta mot motsvarande i en annan. Detta är ett fördelaktigt derivat för företag som bedriver verksamhet utomlands och därför gynnas av att finansiera detta i den lokala valutan. Swapparna tillåter således företaget att kunna belåna sig till förmånliga räntor i den lokala valutan och därmed minska kostnader för valutaväxlingar samt valutarisker. På motsatt sida av valutaswapen står ett utländskt företag som hade gynnats av belåning i det andra företags inhemska valuta, därav gynnas bägge parterna av kontraktet (Baba et al., 2008, s.75).

Då valutaswappar kräver en motpart som är villig att byta valuta vid ett specificerat tillfälle har detta derivat valts att exkluderas ur studien.

3.5 Tidigare forskning

3.5.1 Kring valutasäkringar med derivat

Valutaexponeringar och de risker som tillkommer har kommit att bli ett relativt välutforskat område sedan den internationella handeln tog fart och forskningen är numera omfattande. Forskare har tagit sig an många olika infallsvinklar kring ämnet och undersökt företagsspecifika faktorer och strategiska incitament till att använda sig av valutasäkringar såväl som de mer tekniska aspekterna kring derivaten som används vid valutasäkringar. Géczy et al. (1997, s.1350) undersökte i sin studie vilka bestämmande faktorer som påverkade företag att använda sig av valutasäkringar, varpå studiens resultat indikerar att en kombination av goda tillväxtmöjligheter och sämre tillgänglighet till både intern och extern finansiering hade en stark korrelation med sannolikheten att använda valutaderivat som säkringsstrategi. Vidare fann författarna att företagen som använder sig av säkringar generellt sett är större än icke-användare, samt att dessa företag karaktäriseras av större institutionellt ägande.

Forskarna Allayannis & Weston (2001, s.273) fann i sin studie på 720 large cap företag i USA att användning av derivat vid valutariskhantering hade en positiv korrelation med företagsvärdet. Studiens resultat visar att bland urvalsföretagen hade de företag som exponeras mot valutarisker och använde sig av valutaderivat som säkringsstrategi ett 4,87% högre företagsvärde än de företag som avstod från användandet av valutaderivat och bestod osäkrade. Författarna Lou & Wang (2018, s.129) fann även de i sin studie att kinesiska företag som använder sig av derivat som hedgingstrategi generellt har ett högre företagsvärde. Sambandet var starkare när ekonomin blomstrade eller när växelkursen deprecierades. I kristider var sambandet svagare. Korrelationen mellan derivatanvändning och företagsvärde visade sig även stämma för företag i Malaysia, även om användningen av derivat i den marknaden inte är lika utbrett (Pyeman et al., 2019, s.313).

Hill & Schneeweis (1982, s.103) undersökte effektiviteten hos terminskontrakt när verktyget var relativt nytt inom finansvärlden. Författarna fann att valutaterminerna lönade sig på tre av fem valutor samt att vid en längre löptid mellan skapandet av kontraktet och förfallodatum bidrog terminerna med en större riskreducering än vid kortare tidshorisonter. Resultaten från Hill & Schneeweis studie har dels legat till grund i utvecklandet av hypoteser, då även denna studie har för avsikt att undersöka transaktionsspecifika egenskaper såsom storlek, valuta och löptid. Varför det anses relevant att undersöka igen grundar sig i att studien genomfördes för över 40 år sedan, varpå en stark utveckling i både penningpolitik och riskhantering har skett sedan dess, vilket kan ha förändrat förutsättningarna för att använda sig av valutaterminer. Till skillnad från Hill & Schneeweis fann författarna Morey & Simpson (2001, s.222) när de enbart tittade på valutaterminernas lönsamhet i samband med olika löptider att det i samtliga fall visade sig mer effektivt att vara helt osäkrade än att använda sig av terminer. Vidare har även senare forskning visat att vissa valutor har ett större behov av att säkras än andra. Författarna Clark & Mefteh (2011, s.27) menar att det finns ett större behov av att säkra mot den amerikanska dollarn när den deprecierar medan andra valutor än dollarn har behov av att säkras både om växelkursen i frågan apprecierar eller deprecierar.

Författarna George & Schroth (1991, s.116) tog en annan infallsvinkel till hanteringen av valutaexponeringar och menar på att implementeringen av en strategi för valutariskhantering är nödvändig på grund av två primära anledningar. Dels för att fluktuationer i utländska valutor har en stor påverkan på vinstmarginal, kassaflöden, marknadsandelar samt aktieägarvärde. Men även för att hanteringen av valutaexponeringar kan ge konkurrensfördelar vid en effektiv strategi. Författarna understryker även att detta inte indikerar på att företagen bör använda valutafluktuationer som en spekulationsstrategi för att spekulera på framtida växelkurser, utan att det är ett nödvändigt verktyg för att hantera risker kopplade till handel med utländska valutor (George & Schroth, 1991, s.116). Detta är förenligt med Strongin & Petsch (1999, s.27) studie som menar att riskhantering generellt sätt kan användas för att skapa konkurrensfördelar, vilket även stöds av Merkert & Swidan (2019). Merkert & Swidan visar på att internationella bolag bör använda sig av en integrerad riskhanteringsstrategi kring valutarisker för att vinna och underhålla konkurrensfördelar (2019, s.218). Vidare fann även Aggarwall & Harper (2010, s.1635) i sin studie utförd i USA att inhemska nationella företag med liten eller ingen handel med utlandet också utsätts för riskerna kopplade till växelkursförändringar. Argumentationen bakom detta grundar sig i att företagen som använder sig av valutasäkringar även får konkurrensfördelar vilket sätter press på de nationella företagen som inte använder sig av derivaten.

Trots att många studier har funnit positiva effekter av att använda sig av valutaderivat mot valutarisker, finns det även studier som visar på brister i derivatens effektivitet att hantera

valutaexponeringar (Bae et al., 2017, s.446). Bali et al. (2007, s.1078) fann i deras studie på icke-finansiella företags användande av valutaderivat att sambandet mellan riskexponeringen som företagen står inför och användandet av derivat var mycket vagt. Därför var säkringar med hjälp av derivat oviktigt för framtida avkastning. Varför dessa studier har fått så olika resultat kan bero på olika faktorer, vilket belyser forskningsgapet som identifierats inför denna studie. Det saknas idag forskning kring vilka faktorer som påverkar när valutasäkringar med derivat visar sig effektiva, vilket kan vara av vikt för företag som är känsliga för valutakursförluster alternativt har begränsade resurser att allokera till kostnaderna som medförs vid valutasäkringar.

3.5.2 Kring makrofaktorer

Tidigare forskning inom området har avsett att undersöka hur olika makrofaktorer påverkar en rörlig växelkurs. Den mängd forskning som gjorts har utformats på varierande sätt, med olika makrofaktorer som jämförs med olika länders valutakurser. Mirchandani (2013, s.171) undersökte varför den indiska växelkursen deprecierade gentemot andra dominerande valutor i världen och vilka makrofaktorer som skulle kunna påverka valutans volatilitet. De undersökta faktorerna var inflation, ränta, utländska investeringar och BNP-tillväxt. Studien fann en korrelation mellan inflation och växelkurs. Vidare upptäcktes också ett svagt positivt samband mellan BNP och växelkurs, men denna faktor påverkar genom ett flertal olika indirekta kanaler via exempelvis import och export. Ytterligare forskning av Saeed et al. (2013, s.185) avsåg också att undersöka korrelationer mellan makrofaktorer och en rörlig växelkurs, denna studie upptäckte ingen nämnvärd korrelation mellan BNP och växelkurs.

Vad gäller sambandet mellan inflation och rörlig växelkurs har det även där gjorts en del studier. Chiaraah & Kwame Nkegbe (2014, s.84) studerade hur penningpolitik, BNP-tillväxt och växelkurs påverkade inflationen i Ghana. Resultatet av studien visade att på lång sikt har den inhemska penningpolitiken, i form av penningmängd, betydande påverkan på inflationen. På kort sikt visade sig sambandet vara svagt. Författarna redovisar även att studiens resultat inte kunde bekräfta något långsiktigt samband mellan växelkurs och inflation. Detta samband har även undersökts i Storbritannien av Kara & Nelson (2003, s.605), även denna studie upptäckte ett svagt samband mellan inflation och växelkurs.

Fluktuationer i växelkurser har en påverkan på valutaderivat i och med att växelkursen utgör den underliggande tillgången i derivatet. Detta ligger till grund för den genomgång av tidigare forskning som gjorts. Utöver koppling till växelkurs har ett flertal studier gjorts i syfte att finna ett samband mellan makrofaktorerna och derivat. Derivat har visat sig ha ett positivt samband med ekonomisk tillväxt, alltså BNP (Lema & Grandes, 2020, s.45). Vidare fann Oaikhenan & Osunde (2006, s.41) att inflationen visade sig ha en påverkan på efterfrågan av finansiella derivat och således fann de en koppling mellan de två.

Slutligen genomförde Ngerebo & Ibe (2013, s.47) en studie i Nigeria där resultaten visade på ett orsakssamband mellan makrofaktorer såsom BNP och inflation och förändringar i växelkursen. Sammanfattningsvis har tidigare forskning kring dessa faktorer påverkan genomförts i länder vars ekonomiska situation samt penningpolitik skiljer sig från Sverige, vilket kan ha en påverkan på resultatet.

3.6 Utveckling av hypoteser

Givet den teoretiska referensramen och tidigare forskning har två hypoteser arbetats fram, varpå denna studie ämnar att förkasta eller icke förkasta nollhypoteserna. Den första hypotesen grundar sig i växelkursteorierna som menar att det finns många olika faktorer som påverkar hur växelkurserna rör sig på kort och lång sikt, vilket i sin tur påverkar utfallet av att använda sig av valutaderivat.

Studiens andra hypotes grundar sig i huruvida transaktionsspecifika egenskaper har en påverkan på utfallet vid användning av valutaderivat. Då löptiden på avtal kan skilja sig från en månad till ett år ska studien testa om utfallet blir annorlunda baserat på om det är en kortare eller längre tidshorisont. De löptider som kommer att testas är tre, sex och 12 månader. Detta är baserat på de makroekonomiska variabler som inkluderats i studien uppdateras på kvartalsvis basis. Vidare kommer även tre olika valutor att testas i samband med derivaten för att se om specifika valutor är mer lönsamma att säkra sig mot vid transaktioner i utländska valutor.

Hypotes 1

H₀: Det finns inget samband mellan lönsamhet i valutasäkringar och makrofaktorer

H₁: Det finns ett samband mellan lönsamhet i valutasäkringar och makrofaktorer

Hypotes 2

H₀: Det finns inget samband mellan lönsamhet i valutasäkringar och transaktionsspecifika egenskaper

H₁: Det finns ett samband mellan lönsamhet i valutasäkringar och transaktionsspecifika egenskaper

4. Praktisk Metod

Detta avsnitt ämnar ge läsaren en inblick i hur den praktiska metoden för studien har gått till. Urvalet och datainsamlingen inför analysen presenteras samt hur den insamlade datan har bearbetats. Vidare följer en beskrivning hur regressionsanalysen kommer användas samt en argumentation för valda beroende samt oberoende variabler. Slutligen kommer studiens statistiska tester att presenteras för att ge läsaren förståelse för hur analysen har genomförts.

4.1 Urval och datainsamling

Målpopulationen som studien avser att undersöka är svenska internationella bolag som har svenska kronor som redovisningsvaluta. Utländska bolag och svenska bolag som har andra valutor än den svenska kronan exkluderas då slutsatserna kommer att dras på huruvida valutasäkringar gynnar sig för företag som använder den svenska kronan som redovisningsvaluta. Detta kommer att undersökas i ett urval, vilket vanligen används inom kvantitativ forskning för att kunna dra slutsatser om helheten (Moore et al., 2016, s.126).

Datan som kommer att användas i studien kommer primärt från Statistiska Centralbyrån, där datan rörande BNP, inflation samt konjunkturcykler har hämtats. Växelkurserna för varje datum kommer att hämtas från Europeiska centralbanken samt Forex. Sammanlagt kommer 729 transaktioner över ett tidsspänn på 20 år att testas i samband med derivaten för att se i vilka makroekonomiska miljöer som derivaten lönar sig att användas. Under dessa år testas terminerna kvartalsvis, det vill säga att i början av varje kvartal testas transaktioner i valutorna euro, brittiska pund och US dollar med löptiderna tre, sex och 12 månader.

För att kunna genomföra studien behöver även historiska terminspriser inkluderas. Denna data har importerats från den finansiella analysdatabasen Eikon. Terminskurser från år 2002 till år 2022 har hämtats för att göra storleken på stickprovet så omfattande som möjligt. Ytterligare en anledning till ett längre tidsspänn på stickprovet beror på makrofaktorernas natur, då exempelvis konjunkturcykler sträcker sig mellan fem och åtta år. För att få en så bra bild som möjligt över de olika faserna som makromiljön går igenom har beslut tagits att göra ett förlängt stickprov på två decennier. Terminerna avser kontrakt för svenska kronor mot euro, US dollar samt brittiska pund, med löptiderna tre, sex och 12 månader. Löptiderna har valts ut eftersom terminskontrakt som utfärdas i Sverige vanligtvis har relativt korta löptider. Enligt en studie som Riksbanken gjort visade det sig att över 90% av alla valutakontrakt hade en löptid på under ett år (Levander et al., 2021, s.20). Varför dessa löptider har ansetts vara lämpliga att undersöka. Studien visade även att den svenska kronan, amerikanska dollarn och euron är de vanligaste förekommande valutorna på derivatmarknaden i Sverige. Vidare kommer även pund inkluderas i denna studie då den innehar en stor del av derivatmarknaden i EU (Levander et al., 2021, s.21). Terminspriserna som har inkluderats är stängningspriserna för vardera tillfälle och inkluderar således alla transaktionskostnader kopplade till kontraktet.

4.2 Bearbetning av data

Bearbetningen av data i denna studie har primärt skett i det statistiska programmet STATA, i samband med kalkyl och datahanteringsprogrammet Excel. Databearbetningen inleddes med hantering av terminskurserna, där terminskurs jämfördes med den historiska växelkursen för det aktuella datumet. Genom detta skapades dummyvariabler, vilket beskrivs som en dikotom

kvantitativ variabel som kodas som 1 om karaktärsdraget finns där och 0 om karaktärsdraget saknas (Collis & Hussey, 2021, s.189). I detta sammanhang gavs terminerna av lönsam karaktär således kod 1 och terminerna som var av icke-lönsam karaktär 0. Terminerna kommer sedan användas som beroendevariabler i studiens regressionsanalys som kommer att förklaras mer ingående i följande avsnitt. Vidare skapades även dummyvariabler för valutorna samt löptiderna som terminerna besitter. Vilket innebär att 1 gavs till terminer som karaktäriserades av den valuta samt löptiden som dummyvariabeln avsåg och således 0 om den inte gjorde det.

Ovanstående bearbetning av datan kommer att ge information huruvida terminerna generellt sett visar sig lönsamma, det vill säga om det är en större andel av transaktionerna som är lönsamma än icke-lönsamma. För att få en överblick kring om derivaten istället genererar en valutakursvinst- eller förlust kommer även skillnaden mellan historisk växelkurs och terminskurs att tas fram. Eftersom växelkurserna fluktuerar i olika omfattning kan resultaten skilja sig åt, då exempelvis flera mindre valutakursförluster kan kompenseras av en större valutakursvinst.

I Tabell 1 visas hur många observationer av varje typ av valutatermin som har inkluderats i studien. Totalt har 243 observationer per valuta samt löptid inkluderats i studien vilket resulterar i en summa på 729 observationer.

Tabell 1 - Antal observationer

Valutatermin	EUR	USD	GBP
3 månader	81	81	81
6 månader	81	81	81
12 månader	81	81	81
Totalt	243	243	243
Summa	729		

Dummyvariablerna för valuta samt löptid bestod av totalt 4320 punkter, vilket sedan importerades till STATA för att ingå i regressionsanalysen.

4.3 Regressionsanalys

En regressionsanalys används för att finna samband mellan variabler, där datan passerar en rät linje som mäter förutsägbarheten på den beroende variabeln baserat på den oberoende variabeln (Zou et al., 2003, s.619). Zou et al. menar att syftet med regressionsanalysen således är att evaluera den oberoende variabelns relativa effekt på den beroende variabeln (2003, s.620). För att skatta dessa regressionslinjer finns ett antal olika metoder, varav den mest frekvent använda kallas Ordinary Least Squares (OLS). Modellen uppskattas genom att identifiera den linje eller kurva som bäst passar datapunkterna, baserat på principen att minimera summan av de kvadratiske skillnaderna mellan de observerade värdena för den beroende variabeln och de predikterade värdena från modellen. Denna metod har nästintill klassats som praxis bland uppskattningstekniker och används som referenspunkt när resultat från andra metoder ska uppskattas (Studenmund, 2017, s.36).

Hur en regressionsanalys tar form är beroende av hur många variabler som ska testas. I en enkel regressionsanalys testas den beroende variabeln endast mot en oberoende variabel, medan en multipel regressionsanalys tillåter flera oberoende variabler att testas mot den beroende variabeln samtidigt. Utfallet från en enkel regressionsanalys antas från den enstaka oberoende variabeln, medan utfallet från den multipla härrör från fler oberoende variabler (Collis & Hussey, 2021, s.262).

4.3.1 Beroende variabler

En variabel vars värde påverkas av en eller flera variabler kallas för beroende variabler (Collis & Hussey, 2021, s.189). I denna studie kommer valutaderivaten utgöra de beroende variablerna, eftersom studien ämnar att undersöka hur dessa derivat påverkas av olika faktorer runt omkring dem. Derivaten kommer att testas under en tidsperiod på 20 år tillbaka i tiden och benämns som 1 vid fall där derivaten var mer lönsam än att bestå osäkrade och 0 i omvänd situation. Dessa kommer sedan att sättas in i enkla samt multipla regressionsanalyser för att se om det finns något orsakssamband med makrofaktorerna samt de transaktionsspecifika egenskaperna som derivaten förknippas med. Resultatet från regressionerna kommer att visa hur mycket förändringar i makrofaktorerna ökar sannolikheten att beroende variabeln antar värde 1, vilket innebär att terminen har varit lönsam.

I studiens andra totala regression kommer beroendevariabeln istället att ta form i en kontinuerlig variabel, vilket kan beskrivas som en kvotvariabel som kan anta vilket värde som helst (Collis & Hussey, 2021, s.188). Detta eftersom variabeln nu utgörs av differensen mellan terminskurs och den historiska växelkursen, vilket kommer att anta ett positivt eller negativt värde beroende på om terminen har genererat en valutakursvinst eller förlust.

4.3.2 Oberoende variabler

Oberoende variabler är variabler som påverkar värdet på beroende variabler (Collis & Hussey, 2021, s.189). I denna studie grundar sig de oberoende variablerna i hypoteserna som arbetades fram under den teoretiska referensramen och består således av inflation, BNP samt konjunkturcykel. Dessa oberoende variabler testas för att se hur de påverkar den beroende variabeln, som i denna studie är valutaderivaten. Vidare utgör terminens karaktärsdrag även oberoende variabler, varpå dummyvariabler för valutorna USD, EUR och GBP samt löptiderna på tre, sex respektive 12 månader har inkluderats. Dummyvariablerna för dessa har benämnts som 1 om terminen har genomförts med den aktuella valutan och löptiden eller 0 om den inte har genomförts med dessa egenskaper. Följande del kommer presentera vilka av de oberoende variablerna som utgör regressionens intressevariabler samt kontrollvariabler.

4.3.3 Intressevariabler

Intressevariabler är de oberoende variabler som är av störst intresse för studien och således förväntas ha den största inverkan på beroendevariabeln. Då denna studie avser att undersöka om det finns stadier i den ekonomiska miljön som det är mer gynnsamt att valutasäkra i, kommer makrofaktorerna att utgöra regressionens intressevariabler.

Studiens första intressevariabel är bruttonationalprodukt, där vi antar ett positivt samband mellan lönsamheten i användningen av terminer och en ökad BNP-tillväxt. Detta grundar sig i att när den svenska kronan blir svagare mot utländska valutor ökar som tidigare nämnt exporten då svenska varor blir billigare utomlands. En ökad export bör i sin tur leda till en ökad BNP-

tillväxt. Detta innebär att när den ekonomiska tillväxten stiger, antar studien att sannolikheten för att valutaterminen kommer att vara lönsam ökar. Tidigare studier (Lou & Wang 2018; Pyeman et al., 2019) som har undersökt sambandet mellan företagsvärde och användningen av valutaderivat som hedgingstrategi mot valutarisker har inkluderat BNP. Sambandet mellan ett högre företagsvärde och valutaderivat ligger till grund för varför ett positivt samband mellan de två variablerna har antagits.

Den andra intressevariabeln som inkluderats är inflation. Här förväntas ett positivt samband, vilket innebär att vi antar att när inflationen stiger så ökar sannolikheten att valutaderivatet är lönsamt. Detta grundar sig i att tidigare studier (Oaikhenan & Osunde, 2006) har sett ett samband mellan en ökad efterfrågan på finansiella derivat och inflation, vilket kan tolkas som att behovet av derivaten ökar i osäkra ekonomiska tider. Slutligen är den sista intressevariabeln som inkluderats i studien konjunkturcykler. Här antar vi ett positivt samband mellan lönsamheten i användningen av terminer och konjunkturfaser. Detta innebär att när konjunkturen rör sig upp i faserna, det vill säga i återhämtning och överhettningssfasen som beskrivs i Figur 2, så antar vi att sannolikheten ökar att terminskontrakten är lönsamma.

Dessa tre variabler ligger till grund för studiens första hypotes, där syftet är att finna ett samband mellan lönsamheten i användningen av terminer och makrofaktorerna.

4.3.4 Kontrollvariabler

Kontrollvariabeln är en variabel i regressionsanalysen som hålls konstant, som inkluderas i modellen för att ta hänsyn till den eventuella påverkan som variabeln kan ha på sambandet mellan den beroende och oberoende variabeln som regressionen har för avsikt att mäta. Syftet med att inkludera denna typ av variabel är att kunna särskilja den oberoende variabelns effekt på den beroende variabel, samtidigt som det enklare går att kontrollera för andra faktorer som kan påverka utfallet. Sambandet mellan den oberoende och beroende variabeln kan tydliggöras genom att inkludera dessa kontrollvariabler, då uppskattningarna blir mer exakta samt att det blir enklare att identifiera irrelevanta variabler som påverkar utfallet av regressionen (Becker et al., 2015, s.157).

Kontrollvariabler bör inkluderas efter noga överväganden och förundersökningar då det är av vikt att variablerna har viss relevans för resultatet. Inkluderas för få kontrollvariabler kan det leda till utelämnad variabel-bias samt inkorrekta uppskattningar av sambanden, medan för många kontrollvariabler kan leda till att dess produktiva kraft minskar till följd av en överanpassning av modellen. I denna studie kommer de transaktionsspecifika egenskaperna att agera som kontrollvariabler i regressionsanalysen. Detta eftersom studiens primära mål är att identifiera huruvida det finns en ideal makroekonomisk miljö att valutasäkra och sekundärt se om transaktionsspecifika egenskaper kan ha en påverkan på resultatet.

4.3.5 Statistiska tester

Den statistiska undersökningen i denna studie inleddes med en korrelationsmatris för samtliga variabler som ska inkluderas i regressionsanalysen. Detta är för att kontrollera att det inte finns någon betydande korrelation mellan de inkluderande variablerna som kan ge missvisande resultat på de oberoende variablernas påverkan på den beroende variabeln. För att vidare utesluta multikollinearitet genomfördes ett VIF-test, som förklaras mer ingående i nästa kapitel.

Vidare fortsatte den statistiska undersökningen med ett flertal enkla regressioner, för att undersöka huruvida det går att statistiskt säkerställa om de oberoende variablerna har en inverkan på den beroende variabeln. Då studien innehar tre oberoende intressevariabler gjordes tre enkla regressioner. Till följd av detta gjordes även fyra multipla regressioner, vars resultat presenteras i Tabell 7.

De första tre enkla regressionerna testade hur BNP, inflation och konjunkturcykel påverkade utfallet av att använda sig av alla typer av terminer som testas i studien, det vill säga tre, sex och 12 månaders kontrakt på valutorna EUR, USD och GBP. Dessa regressioner såg ut som följande:

$$FWX_{i,t} = a_0 + a_1 INTRESSE.V_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Där terminskontrakten förkortas FXW och INTRESSE.V står för intressevariabel, vilket var BNP, Inflation respektive konjunkturcykel i de tre regressionerna. Vidare kommer tre multipla regressioner utfärdas där varje intressevariabel kommer att testas i samband med två av tre kontrollvariabler i vardera kategori. I dessa regressioner agerade USD samt tre månaders löptid referenskategori till övriga kontrollvariabler och ekvationen ges av följande:

$$FWX_{i,t} = a_0 + a_1 INTRESSE.V_{i,t} + a_2 EUR_{i,t} + a_3 GBP_{i,t} + a_4 6m_{i,t} + a_5 12m_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Studies totala regressionsanalys inkluderade samtliga intressevariabler samt två av tre kontrollvariabler i vardera kategori. I denna regression är det fortsatt USD samt tre månaders löptid som agerar referenskategori till övriga kontrollvariabler och ekvationen ges nu av följande:

$$FWX_{i,t} = a_0 + a_1 BNP_{i,t} + a_2 Inflation_{i,t} + a_3 Konjunktur_{i,t} + a_4 EUR_{i,t} + a_5 GBP_{i,t} + a_6 6m_{i,t} + a_7 12m_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Vidare genomfördes ytterligare en total regressionsanalys med samma inkluderade oberoende variabler, men med en förändrad beroendevariabel. Här tar beroendevariabeln form i en kontinuerlig variabel istället för en dikotom och utgörs av differensen mellan terminskurs och historisk växelkurs. Denna regression ges av samma ekvation som ovanstående, då det fortsatt är USD och tre månaders löptid som utgör referenskategori och resultatet presenteras i Tabell 8.

Slutligen genomfördes tre känslighetsanalyser för att testa stabiliteten i studiens resultat. Den första känslighetsanalysen som genomfördes var en robust klusterisering där det robusta standardfelet inkluderades i regressionsmodellen. Vidare genomfördes två ytterligare känslighetsanalyser som tog form i regressioner med binära utfall och tog form i en logit- samt probit regression.

Den andra känslighetsanalysen som genomfördes var en logit-regression. Detta är en statistisk metod som används i syfte att modellera sambandet mellan den dikotoma beroende variabeln och en eller flera oberoende variabler. Den beroende variabeln kan således anta värde 1 eller 0 beroende på om variabeln besitter de efterfrågade egenskaperna eller inte. I detta fall antar den beroende variabeln värde 1 när terminen är av lönsam karaktär och 0 när den inte är det. I logit-regressionen modelleras sannolikheten för de binära utfallet med hjälp av en logitlänkfunktion. Denna funktion omvandlar med hjälp av den naturliga logaritmen de oberoende variablerna till ett log-oddsvärde (Wooldridge, 2012, s.585). Logit-regressionen ges av ekvationen:

$$\text{logit}[P(Y = 1|X)] = \beta_0 + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \dots + \beta_kX_k + \varepsilon$$

Där:

$\text{logit}[P(Y = 1|X)]$ = Log-oddsen att den beroende variabeln antar värde 1

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ = Koefficienterna uppskattade av modellen

X_1, X_2, \dots, X_k = Oberoende variabler

k = Antal oberoende variabler

Den sista känslighetsanalysen som genomfördes var en probit-regression. Detta är en regression som modellerar sannolikheten att den dikotoma beroende variabeln antar värdet 1 som en funktion av de oberoende variablerna. I detta fall modelleras sannolikheten att terminerna är av lönsam karaktär, precis som i de tidigare använda modellerna i studien. Vid en probit-regression används en probitlänkfunktion för att modellerna sannolikheten för de binära utfallet. Probitlänkfunktionen antar ett sannolikhetsvärde genom inversen av den kumulativa fördelningsfunktionen av standardfunktionen (Wooldridge, 2012, s.584). Probit regressionen ges av ekvationen:

$$P(Y = 1|X) = \Phi(\beta_0 + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \dots + \beta_kX_k + \varepsilon)$$

Där:

$P(Y = 1|X)$ = Sannolikheten att den beroende variabeln antar värde 1

$\Phi()$ = Den kumulativa distributionsfunktionen av standardnormalfördelningen

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ = Koefficienter som uppskattas av modellen

X_1, X_2, \dots, X_k = Oberoende variabler

k = Antal oberoende variabler

Dessa två modeller kan tyckas vara lika varandra, då båda regressionerna avser att modellera binära utfall. Skillnaden är däremot vilken länkfunktion som används, hur de olika antaganden och uppskattningarna går till samt hur resultaten tolkas (Chen & Tsurumi, 2011, s.160). Anledningen till att båda modellerna inkluderas i känslighetsanalysen är för att jämföra utfallet med huvudmodellen och på så sätt verifiera resultaten från den huvudsakliga linjära regressionen.

5. Resultat

I följande avsnitt kommer studiens resultat att presenteras. Inledningsvis kommer de statistiska begrepp som används att förklaras, vidare kommer den deskriptiva statistiken att presenteras från de inkluderade variablerna i regressionsanalysen och avslutningsvis kommer regressionsanalysens resultat att redogöras för.

5.1 Statistiska tolkningar

Inledningsvis kommer en beskrivning av relevanta statistiska begrepp som används i avsnittet att beskrivas och definieras. Detta görs i syfte att underlätta för förståelsen inför resultatavsnittet och ska således hjälpa läsaren att följa med i avsnittets resonemang.

Signifikansnivå är ett förbestämt mått som används vid hypotesprövningar och avgör sannolikheten att utfallet är inom det kritiska området, trots att nollhypotesen är sann. Signifikansnivån bestäms vanligtvis till en nivå av 1%, 5% eller 10% och innebär då att det är X% chans att nollhypotesen förkastas givet att den är sann, vilket kallas ett typ I-fel (Moore et al., 2016, s.324).

P-värdet är ett mått som beskriver sannolikhet. I en statistisk undersökning visar detta mått på hur sannolikt det är att resultatet beror på tillfälligheter. Om P-värdet i en studie är mindre än eller lika som signifikansnivån, så kan man säga att datan är statistiskt signifikant på den valda signifikansnivån (Moore et al., 2016, s.324).

T-värdet visar på signifikansen av ett statistiskt samband och används således vid sannolikhetsberäkningar (Moore et al., 2016, s.321). T-värdets kritiska värde beror på vilket konfidensintervall som har angetts för testet. Vid 95 procent konfidensintervall blir testets kritiska värde 1.96 och -1.96, vilket innebär att t-värdet behöver anta ett värde större än 1.96 eller mindre än -1.96 för att sambandet skall anses vara statistiskt signifikant på 95 procent konfidens.

Standardavvikelse är ett statistiskt spridningsmått som förklarar observationernas genomsnittliga avvikelse från variabelns medelvärde (SCB, u.å). I de fall där standardavvikelsen anses vara stor, har en stor spridning mellan observationerna inträffat. Detta kan indikera att skattningen av medelvärdet är felaktig (Moore et al., 2016, s.31).

Standardfel utgör resultatet för standardavvikelsen från uppskattningen av datan (Moore et al., 2016, s.358).

Korrelationen påvisar om ett samband mellan variablerna existerar, varpå graden av korrelation kan beskriva riktningen och styrkan på det existerande sambandet. Korrelationen kan anta ett positivt eller negativt värde, vilket indikerar på hur den förklarande variabelns förändring påverkar responsvariabeln. En positiv korrelation innebär att om den förklarande variabeln ökar så kommer även responsvariabeln att öka, medan ett negativt samband innebär att en ökning i den förklarande variabeln innebär en minskning i responsvariabeln. Korrelationen kan anta värden mellan -1 och 1 (Moore et al., 2016, s.76).

Koefficienten visar till vilken grad den beroende variabeln förändras när den oberoende variabeln ökar med 1 enhet (Wooldridge, 2010, s.739).

Förklaringsgraden i en regressionsanalys utläses som graden av variation i den beroende variabeln som kan förklaras av de oberoende variablerna, vilket således innebär förhållandet mellan den totala variationen och den förklarade variationen. Förklaringsgraden kan anta värden mellan 0 och 1, där 1 syftar till att 100% av variationen i den beroende variabeln kan förklaras av de oberoende variablerna (Wooldridge, 2010, s.38).

Multikollinearitet syftar till en hög grad av korrelation mellan två eller flera oberoende variabler och hänvisar därför till det linjära förhållandet mellan dessa variabler (Alin, 2010, s.370).

VIF-test är ett statistiskt test som genomförs i syfte att utläsa de oberoende variablernas VIF-värden. VIF är en förkortning för Variance Inflation Factor och mäter hur mycket en förändring i en av de oberoende variablerna påverkar en eller flera av de övriga oberoende variablerna och mäter således multikollinearitet. Detta är av vikt vid en statistisk undersökning då höga VIF-värden gör det svårt att utläsa vilken av de oberoende variablerna som har en påverkan på den beroende variabeln. VIF-värden under 10 anses vara godtagbara och ett värde över 10 indikerar således på ett multikollinearitetsproblem (Wooldridge, 2010, s.98).

5.2 Deskriptiv statistik

Under avsnitt 4.1 framgick att makrofaktorerna som utgör regressionens oberoende intressevariabler, har hämtats 20 år tillbaka i tiden från år 2002 till 2022. Faktorerna har bearbetats kvartalsvis, vilket innebär att det totalt ingår 81 observationer per makrofaktor i studien. I Tabell 2 visas faktorernas medelvärde, standardavvikelse, minimi- och maximivärde.

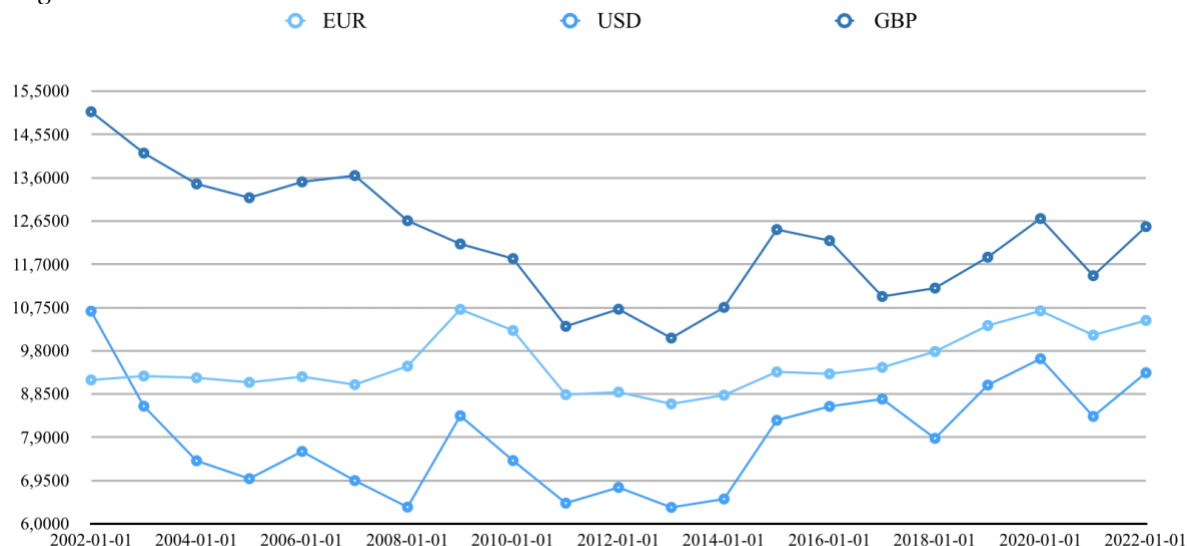
Tabell 2 - Deskriptiv statistik

Variabel	Obs	Medelvärde	Std.av	Min	Max
BNP	81	0.5580247	1.518623	-8.1	7.3
Inflation	81	1.297531	1.201975	-1.8	4.1
Konjunkturcykel	81	100.022	10.8414	60.9	120.2

BNP- och inflationsvariabeln anges i procent, vilket innebär att medelvärdet är 0,558% respektive 1.29%. Standardavvikelsen för dessa två makrofaktorer är 1.518% respektive 1.201%. Konjunkturcykeln anses vara i normalläge när värdet är 100, vilket medför att ett högre värde än 100 indikerar på högkonjunktur och ett lägre värde än 100 indikerar på en lågkonjunktur. Då en konjunkturcykel som tidigare nämnts varar mellan 5 och 8 år har ett flertal cykler ägt rum under tidsperioden på 20 år, varpå medelvärdet blir normalläget. Varför terminskontrakten, valutorna samt löptiderna har exkluderats ur den deskriptiva statistiken beror på att dessa har tagit form i dummyvariabler och tar således endast form i 1 eller 0, varpå deskriptiv statistik inte har varit av nytta.

Nedan i Figur 3 visas hur den svenska kronans växelkurs har fluktuerat mot euron, brittiska pundet och US dollar under åren 2002–2022. Då kronkursen utgör valutaderivatets underliggande tillgång och har därför en direkt påverkan på värdet och effektiviteten hos derivaten är det av vikt att presentera en överblick kring hur den har ställt sig mot de inkluderade valutorna i fråga.

Figur 3: Historiska växelkurser



Figur 3 presenterar hur växelkurserna har rört sig under åren 2002–2022, varpå ett par observationer kan göras. Kronans växelkurs mot brittiska pundet och US dollar förstärktes kraftigt mellan åren 2002–2012 för att sedan återigen försvagas mot valutorerna. Från 2012 till 2022 har växelkurserna mot pundet och dollarn försvagats igen. Däremot uppkommer varken pundet eller dollarn till en så pass svag växelkurs som de hade under år 2002, där kurserna uppgick till 15,0517kr per pund respektive 10,6704kr per dollar. Vidare har växelkursen mot euron varit relativt jämn under dessa år med en viss försvagning från 2014 till 2022. Sammanfattningsvis visar figuren att den svenska kronans växelkurser mot dessa valutor har varit mycket volatila under tidsspannet och således skiftat mycket i värde. Sedan år 2013 har kronans växelkurser mot dessa valutor försvagats gradvis vilket påverkar importerande företag negativt då utländska skulder blir dyrare.

I Tabell 3 presenteras en korrelationsmatris som visar de bivariata korrelationerna mellan alla variabler som har inkluderats i regressionsanalysen. En hög korrelation innebär som tidigare nämnt att de berörda variablerna har en association med varandra och påverkas alltså av en ned- eller uppgång i den andra variabeln. Från tabellen kan man se att korrelationen varierar kraftigt mellan variablerna då somliga inte har någon korrelation alls medan andra visar på en starkare korrelation.

Tabell 3 - Korrelationsmatris

	Terminer	BNP	Inflation	Konjunktur	USD	GBP	EUR	3 månader	6 månader	12 månader
Terminer	1,0000									
BNP	0,0480	1,0000								
Inflation	0,0625	-0,0905	1,0000							
Konjunktur	0,2129	0,3955	0,2360	1,0000						
USD	-0,0951	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000					
GBP	0,0679	0,0000	0,0000	0,0000	-0,5000	1,0000				
EUR	0,0272	0,0000	0,0000	0,0000	-0,5000	-0,5000	1,0000			
3 månader	-0,019	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000		
6 månader	-0,0252	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,5000	1,0000	
12 månader	0,0272	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,5000	-0,5000	1,0000

Starkast korrelation finns mellan de oberoende variablerna BNP och konjunkturcykler, där en positiv korrelation på 0,3955 påvisas. Detta är inte ett oväntat resultat då dessa två variabler har en viss koppling med varandra. I en lågkonjunktur avtar den ekonomiska aktiviteten och således har det en inverkan på BNP-tillväxten. Vidare har konjunkturcykler den starkaste korrelationen med den beroende variabeln, vilket indikerar att det finns en positiv association mellan konjunkturcykler och lönsamheten i terminer. Korrelationen är däremot inte speciellt stark och vidare visar även BNP och inflation på en svag korrelation med terminerna.

För att vidare säkerställa att ingen multikollinearitet finns mellan de oberoende variablerna har ett VIF-test utfärdats som presenteras i Tabell 4 nedan.

Tabell 4: VIF-test

Variabel	VIF	1/VIF
BNP	1,24	0,807793
Konjunkturcykel	1,30	0,769105
Inflation	1,11	0,904236
EUR	1,33	0,750000
GBP	1,33	0,750000
USD	1,33	0,750000
3 månader	1,33	0,750000
6 månader	1,33	0,750000
12 månader	1,33	0,750000
Medelvärde VIF	1,29	

Från Tabell 4 kan resultatet från VIF testet utläsas, som tydligt visar på att det inte finns någon betydande multikollinearitet mellan de oberoende variablerna. Det högsta värdet på VIF-testet uppgår till 1,33 och testet fick ett medelvärde på 1,29. Då VIF-värden som understiger 10 anses godtagbart kan slutsatsen dras att ett multikollinearitetsproblem inte finns närvarande. Resultatet av regressionsanalysen kan således utläsas utan otydligheter och de enskilda oberoende variabelernas påverkan på den beroende variabeln kommer kunna tydas.

Tabell 5 presenterar en översikt kring vilka typer av terminer som visat sig lönsamma procentuellt sett. Här har terminerna testats enskilt beroende på valuta samt löptid, men även samtliga terminer med respektive löptid. Resultaten är baserade på huruvida den låsta terminskursen är högre eller lägre än den aktuella växelkursen vid avräkningsdatumet, för att på så vis kunna avgöra om terminen har resulterat i en valutakursvinst- eller förlust. Eftersom denna studie är baserad på utgående transaktioner i utländsk valuta är terminen endast lönsam om terminskursen är lägre än den faktiska växelkursen vid avräkningen. Är terminskursen lägre än den faktiska växelkursen blir företagets utestående skuld i utländsk valuta billigare i svenska kronor än om transaktionen lämnats osäkrad, vilket innebär att terminen i detta sammanhang anses vara lönsam.

Tabell 5: Översikt lönsamhet

Typ av termin	Observationer	Antal lönsamma	Procentuellt	Lönsam
<i>USD</i>				
3 månader	81	38	46,91%	Nej
6 månader	81	33	40,74%	Nej
12 månader	81	35	43,20%	Nej
Samtliga	243	106	43,62%	Nej
<i>GBP</i>				
3 månader	81	45	55,55%	Ja
6 månader	81	42	51,85%	Ja
12 månader	81	47	58,02%	Ja
Samtliga	243	134	55,14%	Ja
<i>EUR</i>				
3 månader	81	39	48,14%	Nej
6 månader	81	43	53,08%	Ja
12 månader	81	45	55,55%	Ja
Samtliga	243	127	52,26%	Ja
<i>Alla valutor</i>				
3 månader	243	122	50,20%	Ja
6 månader	243	118	48,55%	Nej
12 månader	243	127	52,26%	Ja
Samtliga terminer	729	367	50,34%	Ja

Som kan utläsas från Tabell 5 har det under åren 2002 till och med 2022 inte lönat sig att valutasäkra svenska kronor mot amerikanska dollar. Terminerna har visat sig olönsamma vid samtliga löptider, vilket tyder på att den svenska kronan har rört sig fördelaktigt mot den amerikanska dollarn under denna tidsperiod och således har det inte funnits ett behov av att valutasäkra affärerna. Vidare har terminssäkringar mot brittiska pund visat sig lönsamma på samtliga löptider, vilket tyder på att kronan har varit svag mot pundet under denna tidsperiod. Mot utgående transaktioner i euro var terminerna lönsamma på tre och 12 månaders kontrakt men inte på sex månader. Slutligen gjordes en slutsats kring terminer med samtliga valutor som inkluderats i studien på vardera löptid. Här var det lönsamt på tre och 12 månaders löptid men inte på sex månader, likt euroterminerna.

Avslutningsvis presenterar Tabell 6 huruvida terminerna på de olika valutorna och löptiderna genererar en valutakursvinst eller inte. Likt Tabell 5 har terminerna här testats individuellt per löptid och valuta, men även samtliga valutor med respektive löptider. Här har de historiska

växelkurserna jämförts med terminskursen och sedan summerats för att kunna utläsa om valutakursvinsterna kompenserar för förlusterna. Tabellen utläses som medelvärdet på valutakursvinst- eller förlust per köpt dollar, pund och euro för de olika typerna av terminskontrakt.

Tabell 6 - Valutakursvinster

Typ av termin	Observationer	Medelvärde differens	Valutakursvinst
<i>USD</i>			
3 månader	81	-0.002146	Nej
6 månader	81	0.003977	Ja
12 månader	81	0.053428	Ja
Samtliga	243	0.018417	Ja
<i>GBP</i>			
3 månader	81	0.058041	Ja
6 månader	81	0.048295	Ja
12 månader	81	0.041246	Ja
Samtliga	243	0.049194	Ja
<i>EUR</i>			
3 månader	81	0.011282	Ja
6 månader	81	0.018788	Ja
12 månader	81	0.046902	Ja
Samtliga	243	0.025658	Ja
<i>Alla valutor</i>			
3 månader	243	0.022391	Ja
6 månader	243	0.023687	Ja
12 månader	243	0.047192	Ja
Samtliga terminer	729	0.031090	Ja

Till skillnad från Tabell 5 har nu terminerna mot US dollar visat sig lönsamma på sex och 12 månader och euro på samtliga terminer. Detta innebär att de valutakursförluster som utgjorde 56,38% av fallen var det gällde terminer mot dollarn kompenseras upp av valutakursvinsterna, då dessa var större. Hade transaktionerna exempelvis rört sig om 1 miljon US dollar, så hade den totala valutakursvinsten av att använda sig av valutaterminer blivit 18 417 svenska kronor. Detta är alltså medelvärdet av valutakursvinsterna för samtliga löptider på terminerna mot US dollar.

För samtliga löptider har alltså terminerna under dessa 20 år genererat valutakursvinster om 0.018417 kronor per köpt dollar, 0.049194 kronor per köpt pund och 0.025658 kronor per köpt euro. Studiens resultat visar att valutaterminerna på samtliga valutor och löptider har i genomsnitt genererat vinster om 0.031 kronor per köpt enhet utländsk valuta.

Sammanfattningsvis visade sig valutaterminer överlag vara lönsamma av de valutor och löptider och under det tidsspann som har undersökts i studien. Då dessa resultat inte går att

statistiskt säkerställa kommer ett flertal regressionsanalyser presenteras i följande del. Detta med syfte att undersöka om det finns några signifikanta samband mellan studiens intressevariabler och lönsamheten i terminskontrakten, samt på vilken signifikansnivå dessa i sådana fall påvisas.

5.3 Regressionsanalys

I Tabell 7 presenteras resultaten av regressionsanalysen som beskrivs under avsnitt 4.3, där analysens t-värden presenteras med stjärnor som indikerar på om ett signifikant samband har upptäckts samt med vilken signifikansnivå sambandet har påvisats. Värdet inom parentes-tecknet kännetecknar koefficienten för variabeln i regressionen.

Koefficienterna i denna regression symboliserar sannolikheten att beroendevariabeln antar värde 1, vilket i detta sammanhang innebär att terminskontraktet var lönsamt. En positiv koefficient innebär således i detta sammanhang att en ökning i den oberoende variabeln ökar sannolikheten för den beroende variabeln att anta värde 1, medan en negativ koefficient innebär att en minskning i den oberoende variabeln ökar sannolikheten att den beroende variabeln antar värde 1.

Denna regressionsanalys innehåller som tidigare nämnt sex stycken dummyvariabler i två kategorier, valuta och löptid på kontrakten. Detta innebär att en dummyvariabel från varje kategori måste uteslutas i regressionen och på så vis agera referenskategori. Variablerna som har uteslutits i denna regression och därmed fungerar som referenskategori mot de kvarvarande variablerna är tre-månaders löptid samt transaktioner i valutan US dollar. Resultatet från dummyvariablerna ska därför tolkas som sannolikheten att exempelvis en termin mot euro kommer vara mer lönsam än en termin mot US dollar, då dollar agerar referenskategori. Hade regressionen istället inkluderat US dollar och exkluderat någon av de andra valutorna hade resultatet blivit detsamma fast omvänt.

Avslutningsvis presenteras studiens andra totala regression i Tabell 8, där den beroende variabeln har bytts ut från en dikotom variabel till en kontinuerlig variabel och nu antar värden beroende på hur stora valutakursvinsterna- eller förlusterna är för varje terminsaffär. Variablerna som har uteslutits som referenskategori för resterande dummyvariabler är fortsatt tre-månaders löptid samt US dollar.

Tabell 7: Regressionsanalys

	FWX (1)	FWX (2)	FWX (3)	FWX (4)	FWX (5)	FWX (6)	FWX (7)
BNP	1.30 (0.015902)	1.30 (0.015902)					-1.04 (-0.013871)
Inflation			1.69 * (0.0261544)	1.69 * (0.0261544)			0.13 (0.0020126)
Konjunktur					5.88 *** (0.0098805)	5.89 *** (0.0098805)	5.54 *** (0.0105962)
USD							
GBP		2.55 ** (0.1152263)		2.55 ** (0.1152263)		2.60 *** (0.1152263)	2.60 *** (0.1152263)
EUR		1.91 * (0.0864198)		1.91 * (0.0864198)		1.95 * (0.0864198)	1.95 * (0.0864198)
3 månader							
6 månader		-0.36 (-0.0164609)		-0.36 (-0.0164609)		-0.37 (-0.0164609)	-0.37 (-0.0164609)
12 månader		0.45 (0.0205761)		0.46 (0.0205761)		0.46 (0.0205761)	0.46 (0.0205761)
Konstant	25.04 *** (0.4945556)	10.17*** (0.4259685)	17.18*** (0.4694933)	8.74*** (0.4009062)	-2.87*** (-0.4848379)	-3.21*** (-0.553425)	-3.30 *** (-0.6198892)
Förklaringsgrad	0.023	0.0128	0.039	0.0144	0.0453	0.0558	0.0574

p < 0.1 = *

p < 0.05 = **

P < 0.01 = ***

Studiens första regression tog form i en enkel regression (1) som inkluderade enbart beroendevariabeln terminer och den oberoende instressevariabeln BNP. Koefficienten för denna regression är positiv vilket indikerar att det finns en positiv association mellan BNP och valutaterminer. Detta innebär att sannolikheten att terminen är lönsam ökar i samband med att BNP-tillväxten ökar. Regressionens koefficient visar på att en ökning med en enhet i BNP-tillväxt ökar sannolikheten att terminskontrakten är lönsam med 1.59%. Däremot överstiger inte t-värdet det kritiska värdet på denna regression vilket innebär att koefficienten inte kan statistiskt särskiljas från noll och sambandet kan således inte statistiskt säkerställas. Regression (2) inkluderade BNP samt studiens kontrollvariabler, det vill säga de transaktionsspecifika egenskaperna. I denna analys består BNPs koefficient samt t-värde och sambandet är fortsatt icke signifikant. Variablerna GBP och EUR visar däremot på ett signifikant samband på 5% respektive 10%. Detta innebär att vi kan statistiskt säkerställa att det lönar sig i fler fall att valutasäkra mot valutorna brittiska pund samt euro än att valutasäkra mot US dollar.

Regression (3) inkluderade terminer mot inflation i en enkel regression som visar på ett signifikant positivt samband på 10%. Detta innebär att inflation har en positiv association med lönsamheten i användandet av terminer och regressionens koefficient indikerar på att en ökning med en enhet i inflationen ökar sannolikheten att säkringen är lönsam med 2.61%. Regression (4) inkluderar även studiens kontrollvariabler. Inflationens koefficient samt t-värde hålls konstant mot föregående regression och variablerna GBP samt EUR visar på samma koefficient samt t-värde som regressionen där BNP var analysens intressevariabel.

Regression (5) och (6) inkluderade terminer mot studiens sista intressevariabel konjunktur samt kontrollvariablerna. Här påvisas ett signifikant samband på 1% mellan lönsamheten i terminer och konjunkturcykler, vilket indikerar på att de är mer sannolikt att en valutasäkring med terminer är lönsam när ekonomin befinner sig i en högkonjunktur. Koefficienten visar att en ökning med en enhet i konjunkturen ökar sannolikheten att valutasäkringen är effektiv med 0.9%. Varför denna koefficient är lägre än de tidigare kan härledas till den skala konjunkturen anges i. Från den deskriptiva statistiken i avsnitt 5.2 i Tabell 2 anges att konjunkturens normalvärde är 100 enheter, med ett min- och maxvärde på 60 respektive 120.

Slutligen inkluderade regression (7) studiens samtliga variabler, där ett par intressanta observationer kan göras. Intressevariabeln BNP har gått från en positiv koefficient till en negativ i den totala regressionen, samt studiens andra intressevariabel inflation gått från ett signifikant samband till ett icke-signifikant samband. Detta beror på att dessa två variablers individuella påverkan på beroende variabeln i dess enkla regressioner var influerade av de resterande oberoende variablernas inverkan på den beroende variabeln. Den slutliga regressionen visar att det enbart var konjunkturcykler som hade ett signifikant samband med terminerna, vilket innebär att de enkla regressionens resultat där BNP och inflation testades var influerat av konjunkturens påverkan på lönsamheten i terminerna.

De variabler i den slutliga regressionen som påvisar ett signifikant samband med förändringar i den beroende variabeln är fortsatt konjunktur, GBP och EUR. Denna regression visar att när konjunkturen ökar med 1 enhet så ökar sannolikheten att terminen är lönsam med 1 enhet. Vidare är det 11.52% respektive 8,46% större sannolikhet att en valutasäkring mot valutorna brittiska pund och euro är mer lönsam än en säkring mot amerikanska dollar, givet att det är mot den svenska kronan.

Något som är värt att observera är däremot att förklaringsgraden på samtliga regressioner anses vara låg, vilket innebär att trots att signifikanta samband har statistiskt säkerställts så är det en

relativt liten del av variationen i den beroende variabeln som kan förklaras av de oberoende variablerna. Detta kan förklaras av att det finns många olika faktorer som påverkar derivatets underliggande tillgång vilket innebär att de inkluderade variablerna som faktiskt påvisade ett samband endast utgör en liten del av denna påverkan.

Tabell 8 visar resultatet från studiens andra totala regressionsanalys, där beroendevariabeln byttes ut från en dikotom variabel till en kontinuerlig variabel, där värdet utgörs av differensen mellan terminskurs och faktisk växelkurs. Här testas alltså huruvida terminerna genererar valutakursvinster eller förluster snarare än sannolikheten att terminen är lönsam individuellt.

Tabell 8: Regression med kontinuerlig beroende variabel

FWX	t-värde	Koefficient
BNP	-0.74	-0.126788
Inflation	0.49	0.0099896
Konjunktur	5.84	0.014371
USD	<i>Basvariabel</i>	
GBP	0.54	0.0307752
EUR	0.13	0.0072381
3 månader	<i>Basvariabel</i>	
6 månader	0.02	0.0012945
12 månader	0.44	0.0247999
Konstant	-3.30	-0.6198892
Förklaringsgrad	0.0574	

Konjunkturcykeln påvisar vidare en positiv association med terminerna, vilket i detta sammanhang tolkas som att när konjunkturen ökar så ökar storleken på valutakursvinsten. Detta samband är fortsatt på 1% signifikans med en koefficient på cirka 0.014. Detta är enhetligt med studiens första regression, vilket innebär att förändringar i uppbyggnaden av beroendevariabeln inte påverkade sambandet med konjunkturen, snarare stärkte den. I studiens första regression tolkas resultatet som att en ökning med 1 enhet i konjunkturen ökar sannolikheten att terminen är lönsam med 0.9%, medan denna regression visar att sannolikheten att valutakursvinsten ökar med 1.4%.

BNP och inflation påvisar fortsatt inga signifikanta samband med terminerna, vilket innebär att ingen direkt påverkan mellan variablerna kan statistiskt säkerställas. Vad som däremot skiljer sig åt i detta resultat jämfört med studiens huvudmodell är valutornas påverkan på terminerna. I studiens huvudsakliga modell som presenteras i Tabell 7 visar resultatet att det kan statistiskt säkerställas att det är mer lönsamt att säkra mot euro och brittiska pund än mot US dollar. Det är ett samband som har försvunnit när beroendevariabeln förändras. I den första regressionen baseras resultatet på huruvida det är fler lönsamma utfall än icke-lönsamma, varpå det visade sig att terminerna mot köp av euro och pund var lönsamma i fler fall än vid köp av US dollar. När resultatet istället baseras på storleken på valutakursvinsterna kontra

valutakursförlusterna blir vinsterna i de antal lönsamma utfall inte signifikant mycket större än valutakursförlusterna hos de olika valutorna och sambandet har således försvunnit. Detta innebär att trots att det var fler lönsamma utfall hos terminer mot euro och pund, var valutakursvinsterna vid köp av dollar så pass stora att det inte längre blir en signifikant skillnad mellan vilken valuta det är transaktionen berör.

Vidare är förklaringsgraden fortsatt låg på 5.74%, vilket innebär att det fortfarande är en relativt liten del av förändringen i den beroende variabeln som kan förklaras genom de oberoende variabelernas påverkan.

5.4 Känslighetsanalys

Känslighetsanalyser är en viktig förutsättning i alla sammanhang där forskningen avser att bygga och testa modeller, oavsett om det är diagnostiskt eller prognostiskt. Analysen studerar osäkerheten i resultaten från en modell och hur denna osäkerhet kan fördelas till de ingående variablerna i modellen (Saltelli, 2002, s.579). Med andra ord kan man med hjälp av känslighetsanalyser bedöma stabiliteten i studiens resultat och således verifiera att resultaten från studiens huvudsakliga modell är tillförlitliga. I denna studie har tre känslighetsanalyser genomförts med förhoppningarna om att resultaten inte skall skilja sig åt från ursprungsmodellen till modellerna i analyserna.

Nedan beskrivs resultatet från de tre känslighetsanalyser som har genomförts. Första analysen tog form i en regression med robusta standardfel, där regressionens resultat jämförs med en regression med konventionella standardfel. Vidare följer ytterligare två känslighetsanalyser, logistisk samt probit regression, där regressionernas resultat jämförs med studiens huvudmodell för att säkerställa att inga större förändringar i resultatet har skett.

5.4.1 Robust klustesering

I denna känslighetsanalys har två regressioner utfärdats, en med konventionella standardfel (Tabell 9) och en med robust standardfel (Tabell 10). Skillnaden mellan dessa två regressioner härleds till det faktum att oavsett om feltermen i regressionen är hetero- eller homoskedastisk så är det robusta standardfelet konsistent. Regressioner med robust standardfel kan således ge mer tillförlitliga t-värden.

Tabell 9: Regressionsanalys med konventionella standardfel

FWX	Koefficient	Standardfel	t-värde	p > t
BNP	-0.013871	0.0133275	-1.04	0.298
Inflation	0.0020126	0.0159153	0.13	0.899
Konjunktur	0.0105962	0.0019132	5.54	0.000
USD	<i>Basvariabel</i>			
GBP	0.1152263	0.0442821	2.60	0.009
EUR	0.0864198	0.0442821	1.95	0.051
3 månader	<i>Basvariabel</i>			
6 månader	-0.0164609	0.0442821	-0.37	0.710
12 månader	0.0205761	0.0442821	0.46	0.642
Konstant	-0.6198892	0.187686	-3.30	0.001

Tabell 10: Regressionsanalys med robust standardfel

FWX	Koefficient	Robust Standardfel	t-värde	p > t
BNP	-0.013871	0.0099325	-1.4	0.163
Inflation	0.002126	0.0159411	0.13	0.900
Konjunktur	0.0105962	0.0017555	6.04	0.000
USD	<i>Basvariabel</i>			
GBP	0.1152263	0.0444417	2.59	0.010
EUR	0.0864198	0.0437834	1.97	0.049
3 månader	<i>Basvariabel</i>			
6 månader	-0.0164609	0.044982	-0.37	0.715
12 månader	0.0205761	0.0443753	0.46	0.643
Konstant	-0.6198892	0.167241	-3.71	0.000

Från Tabell 9 och 10 kan vi se att koefficienterna hålls konstanta i båda regressionerna medan standardfelen både minskar och ökar i Tabell 10. De oberoende variablerna konjunkturcykler och GBP har fortsatt ett signifikant samband med lönsamheten i terminer på 1%, medan variabeln EUR ökade från 10% signifikans till 5% i regressionen med robust standardfel. Övriga variablers signifikanta samband påverkades inte av inkluderandet av robusta standardfel.

5.4.2 Logistisk regression

Från Tabell 11 presenteras resultaten från den logistiska regressionen som utgör studiens andra känslighetsanalys. Variablernas kritiska värden har förändrats något från den huvudsakliga regressionen men de statistiskt signifikanta sambanden består, vilket indikerar att den linjära regressionen har visat tillförlitliga resultat.

Tabell 11: Logistisk regression

FWX	Odds ratio	Standardfel	z	P > z
BNP	0.9447662	0.0581738	-0.92	0.356
Inflation	1.01122	0.0680217	0.17	0.868
Konjunktur	1.046325	0.0089055	5.32	0.000
USD	<i>Basvariabel</i>			
GBP	1.626743	0.3048298	2.60	0.009
EUR	1.440035	0.2691414	1.95	0.051
3 månader	<i>Basvariabel</i>			
6 månader	0.9325771	0.1742427	-0.37	0.709
12 månader	1.091265	0.2040013	0.47	0.640
Konstant	0.0082936	0.0069868	-5.69	0.000

5.4.3 Probit regression

Slutligen visar Tabell 12 resultaten från studiens sista känslighetsanalys. Även här kan man utläsa att resultatet överensstämmer med studiens huvudsakliga modellresultat, vilket indikerar att modellen som har använts visar tillförlitliga resultat.

Tabell 12: Probit regression

FWX	Koefficient	Standardfel	z	P > z
BNP	-0.0355263	0.0382674	-0.93	0.353
Inflation	0.0089415	0.0416872	0.21	0.830
Konjunktur	0.0283013	0.0052116	5.43	0.000
USD	<i>Basvariabel</i>			
GBP	0.3036533	0.1158146	2.62	0.009
EUR	0.2275713	0.1160673	1.96	0.050
3 månader	<i>Basvariabel</i>			
6 månader	-0.042624	0.1153393	-0.37	0.712
12 månader	0.0562651	0.1157212	0.49	0.627
Konstant	-3.000129	0.5159445	-5.81	0.000

Avslutningsvis presenterar Tabell 13 hur resultatet ställer sig till studiens hypoteser. Regressionsanalysen visade ett statistiskt signifikant samband mellan lönsamhet i terminer och konjunkturcykler. Vidare visade även regressionen att ett samband fanns mellan lönsamheten att säkra sig mot transaktioner i valutorna euro samt brittiska pund ställt mot lönsamheten att säkra sig mot US dollar, vilket innebär att det finns ett visst stöd till hypotesen att det finns ett samband mellan transaktionsspecifika egenskaper.

Regressionerna visade även på ett visst samband mellan de övriga oberoende variablerna BNP samt inflation och beroende variabeln terminer, detta är dock inte statistiskt säkerställt och studien finner således inte stöd för de berörda hypoteserna.

Tabell 13: Studiens hypoteser och resultat

Hypoteser	Statistiskt signifikant samband
H1: Makrofaktorernas påverkan	
<i>BNP</i>	Finner icke stöd
<i>Inflation</i>	Finner icke stöd
<i>Konjunktur</i>	Finner stöd
H2: Transaktionsspecifika egenskaper	
<i>USD</i>	Finner icke stöd
<i>GBP</i>	Finner stöd
<i>EUR</i>	Finner stöd
<i>3-månader</i>	Finner icke stöd
<i>6-månader</i>	Finner icke stöd
<i>12-månader</i>	Finner icke stöd

6. Analys & Diskussion

I följande avsnitt kommer resultaten från föregående avsnitt att analyseras och diskuteras. Syftet med analysen är att ge läsaren en bättre förståelse för resultaten och hur detta kan kopplas till vidare teorier och sammanhang. Diskussionen kommer att koppla studiens resultat till tidigare forskning och vidareutveckla tidigare resonemang.

6.1 Lönsamhet i valutasäkringar

Studiens första frågeställning avsåg att undersöka om det generellt sett är lönsamt för svenska internationella bolag att använda sig av valutaderivat som riskhanteringsstrategi. Mer specifikt testade studien huruvida valutaterminer har visat sig lönsamma under de senaste 20 åren med den svenska kronan som underliggande tillgång. Huruvida valutasäkringar är ett lönsamt verktyg att använda sig av mot valutaexponeringar finns det delade meningar kring i tidigare forskning. Lou & Wang (2018) fann i sin studie att användningen av valutaderivat har en positiv association med företagsvärde vilket indikerar att derivaten är lönsamma. Detta är även förenligt med Allayannis & Westons (2001) empiriska resultat där författarna även fann ett positivt samband mellan företagsvärde och användning av valutaderivat. Däremot fann Bali et al. (2007) samt Bae et al. (2017) att det finns brister i effektiviteten i valutaderivaten och att användningen av derivaten således är betydelselös för framtida kassaflöden, vilket indikerar på att valutaderivaten således inte är lönsamma för företagen.

Studiens empiriska resultat tyder på att det i genomsnitt är lönsamt för svenska internationella företag att använda sig av valutasäkringar i form av terminskontrakt vid utgående transaktioner, trots att fördelningen lönsam versus icke lönsam var jämn. Studiens första analys testade enbart hur stor andel av transaktionerna som visade sig lönsamma, det vill säga hur många av transaktionerna som genererade en valutakursvinst versus förlust. Resultatet visade att en majoritet var lönsamma, men inte hur pass lönsamma derivaten faktiskt var. Detta resulterade i studiens andra analys, där den faktiska differensen mellan terminskurs och historisk växelkurs jämfördes för att få en överblick kring om valutakursvinsterna kompenserar för förlusterna eller inte. Från denna analys kunde vi utläsa att vinsterna de facto kompenserar upp för förlusterna i 14 av 15 fall av de testade terminerna med samtliga valutor och löptider. Detta innebär att de valutakursvinster som har gjorts har varit större än de totala valutakursförlusterna. I genomsnitt visar studiens resultat att terminerna under tidsspannet 2002–2022 har genererat en valutakursvinst på cirka 0.031 kronor per köpt enhet i utländsk valuta, detta återfinns i Tabell 6. Hagelin & Pramborg (2004) menar att användningen av derivat som hedgingstrategi kan vara en kostsam process, men att målet med strategin är att investeringarna på sikt kommer ta ut varandra vid vinst- och förlustaffärer. Vårt resultat visar att på sikt, från svenska importföretagens perspektiv, kompenserar valutakursvinsterna upp för förlusterna. Då alla kostnader kopplade till den tredje parten vid ett köp av valutaterminer är inkluderade i terminspriset i denna studie kan slutsatsen dras att terminerna är lönsamma.

Varför tidigare forskning har varit splittrad kan bero på ett flertal faktorer såsom den inhemska valutan, kringliggande faktorer i den inhemska samt utländska ekonomin, tidpunkt då derivatkontrakten ingås och avräknas etcetera. Huruvida terminen kommer visa sig lönsam eller inte är beroende av dess underliggande tillgång vilket är växelkursen. Växelkursen påverkas av en mängd olika faktorer och blir således ett resultat av komplexa marknadsdynamiker. Huruvida valutasäkringar är lönsamma eller inte beror därför på många situationsspecifika faktorer och

resultaten på forskning kring ämnet kommer skilja sig åt baserat på i vilken ekonomi studien utfärdas.

Lönsamheten i derivaten går även att koppla vidare till andra aspekter i organisationen än just avräkning av terminskontrakten. Att använda sig av derivat som en strategi för att hantera risker kopplade till valutaexponeringar kan vidareutvecklas till strategier för att vinna och behålla konkurrensfördelar, vilket det finns stöd för i tidigare forskning (George & Schroth, 1991; Strongin & Petsch, 1999; Merkert & Swidan, 2019). Genom att undvika valutakursförluster och således hålla onödiga kostnader nere vid utländska transaktioner kan företagen bli mer konkurrenskraftiga i form av att exempelvis kunna hålla nere priserna på dess produkter, kunna allokera mer pengar till investeringar eller till marknadsföring. Att välja att avstå valutasäkringar kan således innebära att företagen blir prispressade av sina konkurrenter och därför får minskade marginaler. Detta finner vi även stöd för i tidigare forskning som menar att alla företag, internationella såväl som inhemska, blir påverkade av växelkursförändringar (Aggarwal & Harper, 2010).

Vidare bidrar användningen av valutaderivat med en säkerhet om det framtida kassaflödet vilket innebär att företaget på förhand har kännedom om hur mycket finansiella medel som finns över till övriga delar av organisationen. Att använda sig av valutaderivat kan även medföra en känsla av säkerhet vid expansion på utländska marknader och kan således bidra till att företagen kan dra fördel av de skalfördelar och ökade marknadsandelar som uppstår vid expansionen. Att valutasäkra vid en större affär kan således bidra till en lättare planering av transaktionen ifall det råder tvivel om valutakursens framtida värde.

Trots att studiens resultat visade på en jämn fördelning mellan huruvida valutaterminerna visade sig lönsamma eller inte vill vi argumentera för att det är fördelaktigt för svenska importföretag att använda sig av terminer vid handel med utländska valutor. Detta grundar sig främst i att de valutakursvinster som har identifierats har varit av större omfattning än förlusterna, vilket innebär att de kompenserar för förlusterna vid användning av valutaderivat. Sekundärt grundar det sig även i säkerheten och de konkurrensfördelar som derivaten medför, då tidigare forskning visar att detta korrelerar med högre företagsvärde.

6.2 Makrofaktorernas påverkan

Studiens andra frågeställning berörde huruvida företagens makromiljö hade någon inverkan på om valutaderivaten visade sig lönsamma eller inte. Här visar studiens empiri att det finns ett visst samband hos faktorer inom makromiljön och derivaten, vilket innebär att det finns olika stadier i ekonomin där behovet av att valutasäkra är större för de företag som har betalningsförpliktelser i utländsk valuta.

Under avsnitt 5.3 presenteras studiens resultat av samtliga regressionsanalyser, varpå ett signifikant samband mellan lönsamhet i användningen av terminer som valutasäkringsmetod och konjunkturcykler kunde utläsas. Detta samband påvisades i samtliga regressioner, det vill säga när beroende variabeln var dikotom såväl som kontinuerlig. Detta innebär att konjunkturcykeln har en positiv association med dels sannolikheten att en termin är lönsam och även storleken på valutakursvinsterna. Som beskrivet under den teoretiska referensramen kan ett lands ekonomi befinna sig i låg- och högkonjunktur med två interna faser i respektive fas. Studiens resultat visade ett positivt samband mellan dessa två variabler vilket innebär att lönsamheten i användningen av derivatet har en positiv association med stadiet som ekonomin befinner sig i. Detta innebär således att det är mer gynnsamt att använda sig av terminer givet

de inkluderade valutorna och löptiderna när ekonomin rör sig mot eller befinner sig i en högkonjunktur. Att derivaten är mer lönsamma i högkonjunkturer är förenligt med Lou & Wangs (2018) resultat. Denna studie undersökte hur användandet av valutaderivat som hedgingstrategi och företagsvärde korrelerade och fann att sambandet var starkare i "booming economies", vilket är ett engelskt begrepp som innebär en snabb tillväxt i ekonomin. Detta innebär således att användningen av valutaderivat har en positiv inverkan på företagens finansiella rapporter i högkonjunkturer, varpå slutsatsen kan dras att derivaten visat sig lönsamma för företagen.

Varför resultaten hänvisar till att valutasäkringar är mer lönsamma i blomstrande ekonomier kan härledas till derivatets underliggande tillgång. Den svenska kronan är en liten och relativt riskabel valuta, vilket innebär att efterfrågan på kronan minskar i osäkra ekonomiska tider. När världsekonomin rör sig mot osäkra tider ökar istället efterfrågan på de starka valutorna runt om i världen och kronkursen försvagas. I motsatt situation borde kronan stärkas mot andra valutor i blomstrande ekonomier. Undantaget för den svenska kronan är däremot att Svenska riksbanken har haft noll- och minusränta under många år, vilket tros ha försvagat den svenska kronan även i högkonjunkturer (Arteta et al., 2018, s.15). Riksbanken menar att styrräntan har en direkt påverkan på växelkursen då exempelvis en stigande ränta gör att placeringar i svenska kronor blir mer attraktiva för utländska investerare och således ökar efterfrågan och värdet på den svenska kronan (Riksbanken, 2023). I en omvänd situation där styrräntan har varit låg, blir kronan oattraktiv och växelkursen försvagas. Detta innebär att trots att svensk ekonomi har befunnit sig i högkonjunktur så har den svenska kronan varit svag och således har skulder i utländsk valuta blivit dyrare för svenska importföretag. En svag inhemsk växelkurs och skulder i utländsk valuta ökar behovet för valutasäkringar, vilket leder till att valutaterminer kan ses som ett användbart verktyg i dessa situationer för att undvika valutakursförluster.

Studiens resultat visade däremot inte på något signifikant samband på lönsamheten i derivaten och de resterande makrofaktorerna BNP och inflation, vilket motsäger tidigare forskning. Tidigare studier har visat på en positiv korrelation mellan valutaderivat och BNP (Lema & Grandes 2020) samt en ökad efterfrågan på finansiella derivat i samband med förändringar i inflationen (Oaikhenan & Osunde 2006). Varför denna studies resultat visar annorlunda kan härledas återigen till de situationsspecifika faktorerna som nämndes tidigare. Dessa tidigare studier har genomförts på spanska respektive nigerianska marknader, vilket innebär att de omkringliggande faktorerna skiljer sig åt från denna studiens förutsättningar. Faktumet att denna studie har baserats på Sveriges historiska BNP och inflation kan förklara varför resultatet skiljer sig åt från tidigare forskning. Vidare har derivatets underliggande tillgång en väldigt stor påverkan på huruvida derivatet korrelerar med makrofaktorerna. En stor unionsvaluta som euron, som dessutom präglas av en fast växelkurs, är inte ett perfekt substitut till den svenska kronan vilket således innebär att det uppstår svårigheter i att jämföra utfallet av studier som baserats på de två valutorna som underliggande tillgång till derivaten.

6.3 Transaktionsspecifika egenskaper

Studiens sista frågeställning ställdes i syfte att undersöka om det finns transaktionsspecifika egenskaper som påverkar huruvida ett terminskontrakt visar sig lönsamt eller inte. Detta undersöktes med anledning av att ta reda på om det finns ett större behov av att säkra olika typer av transaktioner, varpå studien testade valutorna euro, US dollar och brittiska pund med löptiderna tre, sex och 12 månader.

Resultatkapitlet presenterar två typer av analyser. Den första analysen visar hur stor andel av terminerna som visar sig lönsamma, det vill säga hur många procent av alla transaktioner genererar en valutakursvinst. Här kan det utläsas att två av tre valutor, euron och pundet, var mer gynnsamma att säkra den svenska kronan mot och att det fanns viss indikation på att olika löptider var mer eller mindre gynnsamma att säkra, dock är det sistnämnda inte statistiskt säkerställt. Detta resultat liknar Hill & Schneeweis (1982) studie, som även låg till viss grund för den här studiens hypoteser. Hill & Schneeweis testade lönsamheten i terminskontrakt på fem valutor och sex olika löptider och fann att terminskontrakten visade sig lönsamma på tre av fem valutor samt fyra av sex löptider. Detta stödjer alltså studiens andra hypotes om att transaktionsspecifika egenskaper har en påverkan på huruvida kontrakten visar sig lönsamma eller inte. Den kombinationen av löptid och valuta som gav flest lönsamma utfall presenteras enligt Tabell 5 vara pund med löptid på 12 månader, då den uppgick till 58,02%. Följt av euro 12 månader samt pund tre månader som båda visade sig vara lönsamma i 55,55% av transaktionerna. Dollarn visade sig vara olönsam på samtliga löptider, då antalet lönsamma utfall understiger hälften av transaktionerna.

Studiens andra analys fokuserade på storleken på valutakursvinster versus valutakursförluster, vilket resulterade i en övervägande majoritet av lönsamma utfall. I denna analys var det endast terminer mot US dollar på tre månader som i genomsnitt genererade en förlust. När regressionsanalysen gjordes baserat på terminer som vinst- eller förlustaffärer försvann däremot det statistiska sambandet som indikerade att det är mer lönsamt att säkra mot euro och pund än US dollar. Detta kan härledas till att trots att en majoritet av terminerna mot dollar inte visade sig lönsamma, så var valutakursvinsterna vid köp av dollar så pass stora att det inte längre blir en signifikant skillnad mellan vilken valuta det är transaktionen ska betalas i. Däremot genererade dollarn den minsta valutakursvinsten av de inkluderade valutorna.

Att företag har ett större behov av att valutasäkra sig mot apprecieringen och deprecieringar i valutor som inte är dollarn överensstämmer med det resultat som Clark & Mefteh fann i sin studie (2011). Däremot menar dessa författare att valutasäkringar mot dollarn endast är nödvändiga när dollarn deprecieras, vilket motsäger sig denna studies resultat. Varför vår studie finner motsatt resultat till Clark & Mefteh kan härledas till att författarna inte specificerar huruvida terminerna avser in- eller utbetalningar i den utländska valutan. Ur ett importperspektiv gynnas företag som terminsäkrar sina utgående betalningar av att dollarn apprecierar, då terminskursen i det fallet blir lägre än den faktiska växelkursen mot dollarn när betalningen ska ske eftersom dollarn har blivit starkare gentemot kronan. I omvänd situation, det vill säga vid export och inbetalningar i utländsk valuta, stämmer resultaten med dessa författares slutsatser.

Att terminssäkringar mot euron, pundet och dollarn är lönsamt kan härledas till den monetära växelkursmodellen som menar att växelkurserna styrs av nationernas grad av produktion samt penningmängd. Vilket innebär att de nominella växelkurserna styrs av utbud och efterfrågan på valutorna (Basher & Westerlund, 2008, s.506). Samtliga av de inkluderade valutorna är starka internationella valutor som används av nationer vars grad av produktion och penningmängd överstiger Sveriges och den svenska kronan. Detta innebär att kronans växelkurs mot dessa valutor är svag och att valutasäkringar mot dessa valutor således anses nödvändiga för svenska importföretag. Som kan utläsas från Figur 3 där de historiska växelkurserna presenterades har kronans växelkurs gentemot dessa valutor varit volatil under de senaste 20 åren och i genomsnitt försvagats under de senaste 10 åren, varpå resultatet kommer visa att terminer lönar sig då utländska skulder blir dyrare när kronkursen faller.

Vad gäller löptiderna på kontrakten återfinns i Tabell 5 att på samtliga valutor var det en majoritet lönsamma utfall att säkra mot avtal där förfalldatum är tre respektive 12 månader från att kontraktet ingås. När valutakursvinster mot förluster jämfördes visade det sig att samtliga löptider var lönsamma, med undantag för terminer mot dollar på tre månader vilket återfinns i Tabell 6. Däremot var valutakursförlusten för denna typ av termin mindre än vinsterna på de övriga terminerna, varpå ingen slutsats kan dras att tremånaderskontrakt skulle vara mindre lönsamma. Vidare kunde inte heller studiens regressionsanalys statistiskt säkerställa att det skulle vara mer eller mindre sannolikt att terminerna skulle visa sig lönsamma beroende på vilken löptid kontraktet hade.

Att löptidens påverkan inte statistiskt kunde säkerställas är delvis förenligt med Morey & Simpson (2001) som i sin studie undersökte effektiviteten hos terminer med olika löptider. Dessa författare fann att löptiden inte hade någon inverkan på resultatet och att i samtliga fall hade det varit mer lönsamt att vara helt osäkrad än att använda derivaten. Våra resultat indikerar att användningen av terminer faktiskt är lönsam och att derivaten genererar valutakursvinster, men att löptiderna inte har en påverkan på lönsamheten.

Denna studie fann däremot att det rent procentuellt sett fanns en skillnad i antal lönsamma utfall baserat på löptid, vilket överensstämmer med Hill & Schneeweis (1982) resultat. Dessa författare fann att terminerna var mer lönsamma på längre löptider då detta bidrog till en större riskreducering. Vilket delvis är i linje med denna studies resultat då 12-månaders kontrakt för samtliga valutor visade sig i genomsnitt vara lönsamma. 12-månaders kontraktet gav även den största valutakursvinsten per köpt enhet utländsk valuta, vilket innebär att växelkursen har fluktuerat mer under 12 månader än de resterande två tidsintervallen och därför haft den största riskexponeringen. Däremot finner denna studie att det även är lönsamt med tre-månaders kontrakt, vilket kan härledas till Hill & Schneeweis teori om att terminer med kortare löptider är mer likvida och därmed ökar dess nytta som säkringsstrategi. Författarna menar att de anses vara mer likvida då de har en större öppen ränta, vilket refererar till det totala antalet utestående kontrakt som finns på marknaden som ännu inte har reglerats.

7. Slutsats

I detta avsnitt kommer studiens slutgiltiga slutsatser att presenteras, följt av de faktorer som har begränsat studien i någon utsträckning. Vidare kommer de praktiska och teoretiska bidragen presenteras där olika användningsområden för studiens resultat inkluderas. Samhälleliga implikationer och etiska aspekter kommer diskuteras analytiskt, följt av en avslutande del om rekommendationer för vidare forskning inom ämnet.

7.1 Studiens slutsatser

Den svenska ekonomin är en liten och öppen marknad, som får en allt mer ökad handel med utländska aktörer. Detta innebär att den svenska marknaden och derivatmarknaden blir mer sammankopplad med internationella marknader. En ökad globalisering och handel som sträcker sig över landsgränser leder till att företag som ägnar sig åt internationell handel exponeras mot fler risker än tidigare. In- och utgående transaktioner i utländska valutor utgör en risk för företag som redovisar i inhemsk valuta, då transaktionsexponeringen som uppstår mellan tiden kontraktet har ingåtts tills den finansiella obligationen ska regleras kan leda till förluster i kassaflöden om de berörda växelkurserna rör sig i ogynnsamma riktningar. Väljer företagen att säkra sina transaktioner i utländsk valuta med valutaderivat minskar risken för ovälkomna överraskningar, men det kan även leda till att den låsta terminskursen är ofördelaktig gentemot den faktiska växelkursen vid tillfället för avräkning av kontraktet. För företag som är känsliga mot förluster i framtida kassaflöden till följd av fluktuationer i växelkursen kan det därför vara av vikt att få en förståelse för i vilket klimat en valutatermin är nödvändig.

Med ovan nämnda problematik avsåg studien att undersöka om det generellt sätt är lönsamt för svenska importföretag att använda sig av terminer som en hedgingstrategi för att skydda sig mot transaktionsexponeringar. Vidare undersöktes om det finns externa faktorer som påverkar när ett terminskontrakt kan anses nödvändigt för att undvika förluster i kassaflödet och om det på så vis finns miljöer där utländska transaktioner kan genomföras utan att det finns behov av att säkra. För att genomföra studien undersöktes därför 729 transaktioner i valutorna euro, US dollar och brittiska pund där kontrakten hade löptiderna tre, sex och 12 månader. Studien är avgränsad till ett tidsspänn på 20 år från 2002 till 2022 mot de externa faktorerna BNP, inflation och konjunkturcykel. Valutakontrakten ingicks kvartalsvis under tidsspannet. Det relativt långa tidsspannet för studien innebär att makromiljön hinner förändras ett flertal gånger, varpå valutaterminernas lönsamhet kommer att undersökas under olika förhållanden.

De forskningsfrågor som studien avsåg att besvara var huruvida det lönar sig för svenska företag att valutasäkra och om det finns kringliggande faktorer som påverkar utfallet. Vi förväntade oss att det skulle finnas ett samband mellan de makroekonomiska faktorerna som inkluderats samt att transaktionsspecifika egenskaper skulle ha en påverkan på huruvida terminerna visat sig lönsamma eller inte. Detta innebär med andra ord att vi förväntade oss att makromiljön skulle ha en påverkan på derivatets underliggande tillgång kronkursen vilket i sin tur avgör huruvida terminen är lönsam eller inte. Vidare förväntade vi oss att terminens karaktäristika skulle ha en inverkan på utfallet då kronans växelkurs rör sig olika mot de inkluderade valutorna, samt att tidsspannet mellan tidpunkten då avtalet ingås till att det ska avräknas har en inverkan då makromiljön förändras under löptiden.

Från en jämförelse kring lönsamma versus icke-lönsamma utfall på de inkluderade terminerna kom studien fram till att det i genomsnitt lönar sig för svenska internationella företag att använda sig av terminer på utgående transaktioner i utländsk valuta. Här kunde det utläsas att det var lönsamt i samtliga fall att säkra sig mot brittiska pund, euroterminer var lönsamma med löptiderna sex och 12 månader. Däremot var samtliga terminer mot US dollar icke-lönsamma. När storleken på valutakursvinster kontra valutakursförluster jämfördes visade det sig däremot att det var lönsamt i samtliga fall förutom terminer mot US dollar på tre månader. Studiens empiriska resultat visar även på att det finns ett samband mellan i vilken del av konjunkturen den svenska ekonomin befinner sig i och utfallet av valutaterminerna. När ekonomin rör sig mot en högkonjunktur är det mer sannolikt att en valutatermin på utgående transaktioner visar sig lönsam. Detta innebär att vi finner ett visst stöd för studiens två hypoteser. Att terminer visar sig mer lönsamma på utgående transaktioner i det stadiet i ekonomin grundar sig i att kronans växelkurs mot de inkluderade valutorna har varit svag, och transaktionerna har således blivit dyrare från att avtalet har ingåtts tills att det ska betalas. När kronan försvagas och transaktionerna blir dyrare är det alltså lönsamt för svenska importföretag att använda sig av valutaterminer som säkringsstrategi mot transaktionsexponeringar, för att undvika valutakursförluster i framtida kassaflöden. Däremot återfanns inga statistiskt säkerställda samband med BNP och inflation, vilket innebär att studien inte finner någon koppling mellan huruvida terminerna genererar valutakursvinster och förändringar i dessa två makroekonomiska faktorer.

För att avslutningsvis besvara studiens primära syfte och forskningsfrågor, kan vi konstatera att det i genomsnitt är lönsamt för svenska internationella företag att använda sig av terminer vid import där betalningen sker i utländsk valuta. Terminerna har visat sig övervägande lönsamma i studien och kan således anses vara en gynnsam strategi för att hedga mot den valutaexponering som sker vid internationell handel. Vidare finner studien att det finns faktorer inom den makroekonomiska miljön som företagen befinner sig i som påverkar lönsamheten i användningen av derivaten och att även transaktionsspecifika egenskaper har spelat in kring huruvida en säkring är nödvändig eller inte. Det finns alltså stöd för att betalningar i olika valutor har olika behov av att säkras med en valutatermin.

7.2 Studiens begränsningar

Inför genomförandet av denna studie gjordes ett antal avgränsningar för att kunna besvara studiens syfte och forskningsfrågor. Dessa avgränsningar har i sin tur begränsat studiens omfattning, utformning samt resultat. Som tidigare nämnt har två valutaderivat, swappar och optioner, uteslutits. Optioner är väldigt komplexa i dess uppbyggnad, vilket leder till att undersökningen hade behövts smaltas av genom en rad olika antaganden för att kunna få ett jämförbart resultat. Om dessa derivat också hade inkluderats i studien hade ytterligare slutsatser kunnat dras om valutaderivatens lönsamhet för svenska företag. Vidare analyserar denna studie endast valutaderivat på utgående transaktioner, vilket innebär att studiens resultat endast är tillämpligt för svenska importföretag som har betalningsförpliktelser i utländsk valuta.

Tidigare forskning visade på att stora företag i större utsträckning använder sig av valutasäkringar samt på ett mer lönsamt sätt jämfört mot mindre företag. Denna studie tar inte hänsyn till företagsspecifika egenskaper, således blir undersökningen något enklare än vad den hade blivit om dessa faktorer hade inkluderats. Vidare tar denna studie inte alla aspekter av lönsamhet i beaktning, utan enbart ifall terminspriset är högre eller lägre än växelkursen per förfalldatum. Vilket innebär att övriga kostnader som uppstår i och med en valutakursvinst, såsom beskattning, har vi valt att bortse ifrån. Slutligen bör det även poängteras att studien har

genomförts med en väldigt förenklad modell, vilket innebär att en mer komplex modell med fler variabler hade gett ett mer korrekt resultat.

7.3 Praktiska och teoretiska bidrag

Studien avsåg att undersöka om det finns stadier i företagens makromiljö som är mer gynnsamma att valutasäkra i och således ge vägledning till när och hur företagen bör säkra sig mot transaktionsexponeringar. Då resultatet visar att det finns ett positivt samband mellan konjunkturcykler och lönsamheten i terminskontrakt blir det nu lättare för företag att navigera när behovet av terminer uppstår. Då tidigare forskning påvisat att mindre företag ofta har begränsad kunskap och begränsade resurser för att hantera de risker som uppstår vid handel med utländska valutor kan kunskapsbidraget från denna studie hjälpa dessa som en vägledning till när risken blir påtaglig och måste hanteras. Resultatet blir även applicerbart för medelstora och stora företag då företagsspecifika faktorer inte har inkluderats, utan studien enbart har fokuserat på valutaderivatet i fråga.

Det praktiska bidraget går även att applicera på den finansiella institution som agerar clearinghouse och således utfärdar terminskontrakten och övertar valutarisken från företaget. Från detta perspektiv kan utfärdaren av valutaderivat, vanligtvis banker, kunna erbjuda en mer informativ rådgivning till sina företagskunder kring vilket makroklimat som är mer fördelaktigt att valutasäkra i. I detta fall vilken del av konjunkturcykeln som är positivt associerat med lönsamhet av valutaterminer.

Att studiens resultat påvisade att valutorna brittiska pund samt euro hade ett större behov av att valutasäkras kan även vara av intresse för bankerna att veta. Detta innebär att de kan förbereda sig genom att öka volymen i sina valutakonton med dessa valutor när ekonomin rör sig mot en högkonjunktur. Studien ger även vägledning kring vilka transaktionsspecifika egenskaper, såsom löptid, som kan ha en påverkan på huruvida en valutatermin är lönsam eller inte. Förutom banker finns det många stora aktörer på marknaden som använder sig av valutaderivat för att reducera risk. Bland dessa finns bland annat AP-fonder, försäkringsbolag samt icke-finansiella företag. Det praktiska bidraget har en betydelse även för dem, liksom för banker. Detta är stora aktörer som vanligtvis har stora investeringar i utländska tillgångar, men har ett behov av att reducera valutariskerna som uppstår på grund av detta.

Ur ett teoretiskt perspektiv bidrar studien med en inblick kring vilka faktorer det är som faktiskt påverkar valutaderivat och dess underliggande tillgång växelkurs. Tidigare forskning kring valutaderivat har fokuserat primärt på företagsspecifika faktorer såsom riskexponering, storlek, företagsvärde med mera. Däremot kan forskning kring just denna infallsvinkel i dagsläget anses vara bristfällig, vilket innebär att det teoretiska bidraget från denna studie kan öppna upp för fortsatt forskning kring hur makromiljön påverkar lönsamheten i valutaderivat.

7.4 Samhälleliga implikationer och etiska aspekter

Studien baseras på publika sekundärdata vilket innebär att många etiska forskningsaspekter kan bortses. Inga fysiska respondenter har inkluderats vilket innebär att aspekter kring anonymitet, tolkning och frivillig medverkan kan uteslutas ur det etiska arbetet. Däremot har forskningen genomsyrats av All European Academies utgåva "Den europeiska kodexen för forskningens integritet" som presenterades under avsnitt 2.10, varpå författarna har tagit hänsyn till villkoren under arbetets gång.

Ur ett samhällsperspektiv finns en del intressanta aspekter att diskutera kring ett forskningsområde som detta. Som tidigare diskuterats har den allt mer ökande globaliseringen bidragit till att svenska företag i större utsträckning utsätts för olika typer av valutarisker. Som nämnt under problembakgrunden utgör handelsbalansen en stor del av Sveriges BNP och är därför en viktig aspekt av landets ekonomi. För att kunna fortsätta ha en framgångsrik import och export behöver företag kunna hantera dessa risker för att undvika stora förluster i framtida kassaflöden. Studien avser att belysa strategier för att minska riskerna kopplade till transaktionsexponering, av denna anledning är studien viktig ur ett samhällsligt perspektiv. För företag med begränsade resurser eller kompetenser kan kunskapsbidraget från studier som denna vara av stor vikt för framtida beslut kring expansion till internationella marknader. Vidare kan svenska företags expansion till utländska marknader bidra med jobbtillfällen och skatteintäkter till svenska staten, vilket anses viktigt ur ett samhällsperspektiv.

Den ökade globaliseringen är däremot ett fenomen som inte kommer utan konsekvenser för både samhälle och miljö. Aluko et al (2021, s.8) fann i sin studie kring den övergripande samt ekonomiska globaliseringens effekt på miljön att det fanns ett negativt samband mellan de två faktorerna, vilket innebär att globaliseringen de facto bidrar till miljöförstöring. På vilket sätt globalisering påverkar samhället i utvecklingsländer råder det delade meningar kring. Visserligen minskar arbetslösheten, men diskussioner kring hur etiskt det är att utnyttja billig arbetskraft och samtidigt förmå dem att använda västerländsk teknik har uppstått (Wilpert, 2009, s.731).

Med detta i åtanke är det därför viktigt att inkludera hållbarhet i den fortsatt växande globaliseringen. Hållbar utveckling inkluderar såväl miljöaspekter som sociala och samhällsrelaterade aspekter, vilket är en vital del av framtida utveckling inom global handel.

7.5 Förslag till fortsatt forskning

Utifrån denna studie finns ett flertal olika infallsvinklar att forska vidare mot. Att inkludera olika aspekter från studiens begränsningar hade bidragit till en mer heltäckande bild av valutaderivat och dess påverkan på företags riskhantering. Studien hade kunnat vara ännu mer omfattande om fler derivat hade inkluderats, både swappar och optioner. Vidare hade de olika valutasäkringarna kunnat jämföras mot varandra för att undersöka om det finns ett mer lönsamt derivat. Ytterligare hade studien kunnat utformas med andra växelkurser och andra makrofaktorer. Som grund hade forskning kring olika makrofaktorerers påverkan på växelkurser behövts utvidgas då det i dagsläget är något undermåligt, samt utvidgas i form av studier kring fler växelkurser.

Ett annat förslag till vidare forskning är att undersöka vilka specifika faktorer det är inom makromiljön som har en påverkan på terminens lönsamhet. Studien visade på ett signifikant samband mellan konjunktur och lönsamhet på så vis att när konjunkturen ökade så ökade även sannolikheten att terminen skulle vara lönsam. Vidare hade det varit intressant att undersöka vilka faktorer inom en högkonjunktur som har en påverkan på växelkursen och därigenom även lönsamheten. En mer djupgående analys i de enskilda makrofaktorerna som visar på ett samband hade bidragit till ökad förståelse om korrelationen. Forskningen som är utförd i denna rapport kan anses vara en hänvisning under vilket makroklimat som man bör eller inte bör valutasäkra just dessa växelkurser med dessa löptider.

En avgränsning som gjordes i denna studie var att enbart fokusera på transaktionsexponeringar när det kommer till internationell handel. Vilket innebär att omräkningsexponering samt

ekonomisk exponering bortsågs. Även inom denna avgränsning finns det utrymme att göra en mer omfattande studie som inkluderar samtliga av de olika riskerna av valutaexponeringar. Detta skulle kunna bidra till en bättre helhetsbild av hur valutaderivat kan användas som hedgingstrategi mot valutaexponeringar.

Denna studie har antagit en infallsvinkel från ett hedging-perspektiv, med syfte att undersöka om derivaten på ett framgångsrikt sätt kan användas för att minska risken som företag exponeras mot i och med global handel. En liknande studie hade kunnat utformas ur ett mer spekulativt perspektiv, att syftet är att undersöka om det är möjligt att utnyttja arbitragemöjligheter på valutamarknaden. Givet att den globala handeln har ökat drastiskt de senaste åren, öppnar det upp möjligheterna samt behovet för framtida forskning inom området av valutaderivat, både som riskhantering men även som arbitragemöjlighet.

8. Sanningskriterier

Följande avsnitt avser att vara en kritisk granskning och bedömning av forskningen som genomförts. Genom att utgå från sanningskriterier ska kvalitén av den utförda studien säkerställas. Sanningskriterierna består vanligtvis av tre olika kriterier som avser att belysa olika delar av studien. De tre kriterier som kommer att diskuteras är reliabilitet, validitet, replikerbarhet, som är vanligt förekommande vid forskning av företagsekonomiska ämnen (Bell et al., 2019, s.46). Nedan presenteras en beskrivning av begreppen samt en genomgång av hur författarna har förhållit sig till dessa under genomförandet av studien.

8.1 Reliabilitet

Collis & Hussey (2021, s.43) menar att reliabilitet syftar till precisionen av studiens resultat. Reliabilitet mäts på så vis att studien ska kunna upprepas och få samma utfall återigen, varpå en studie som får liknande resultat vid upprepning anses besitta hög reliabilitet medan en studie vars resultat skiljer sig åt vid upprepning anses ha låg reliabilitet. Det är svårt att göra en exakt beräkning av reliabilitet men en uppskattning kan bildas genom tre mått: intern reliabilitet, stabilitet samt ekvivalens som bedöms genom internbedömningsreliabilitet (Heale & Twycross, 2015, s.67). Då studien grundar sig på sekundärdata kommer endast stabilitetsmättet att diskuteras vidare.

Stabiliteten mäter hur oföränderlig prövningen är över tid och huruvida resultatet behålls konstant om mätningen görs vid flera olika tidpunkter (Bell et al., 2019, s.172). Denna studie är uteslutande baserad på sekundärdata via publika databaser och webbplatser såsom Eikon och Nasdaq, varpå det är möjligt att samla in samma data som har använts inför denna studie och på så vis utföra samma statistiska analys. Detta gör att studien anses besitta hög reliabilitet, i kombination med att bearbetningen av data samt resultat är fritt från subjektivitet då det har bearbetats i statistiska program.

Primärt har studien baserats på terminspriser som har hämtats från databasen Eikon. Denna databas kräver en prenumeration och medlemsavgift, vilket kan försvåra insamlandet av data. För att stärka reliabiliteten har studiens data kontrollerats genom att även genomföras med historiska terminspriser för samtliga valutor och löptider från Swedbank. Detta förändrade inte utfallet för hur stor sannolikheten var att terminen skulle vara lönsam, oavsett löptid eller valuta. Detta innebär att uppgifterna inte påverkas beroende på vem som hämtar ut dem.

För att få ett mer tillförlitligt resultat har studien gjorts över ett långt historiskt tidsintervall. Genom att studera terminer över 20 år tillbaka blir det fler observationer vilket genererar ett stabilare resultat. Under denna tidsperiod hinner ekonomin genomgå ett flertal konjunkturcykler, samt hinner de andra två makrofaktorerna BNP och inflation både stiga och sjunka flera gånger.

8.2 Validitet

En studies validitet syftar till vilken grad studien har mätt det som var avsett att mäta, alltså hur väl den insamlade datan faktiskt täcker det tänkta undersökningsområdet (Taherdoost, 2016, s.28). Forskningsfel sänker en studies validitet, exempelvis genom felaktiga procedurer, missvisande mätningar eller undermåliga prover (Collis & Hussey, 2021, s.44). Enligt Bell et al. (2019, s. 46-47) brukar validitet delas upp i intern och extern validitet. Den interna

validiteten är förknippad med den stund då studien genomfördes och beskriver huruvida resultatet är korrekt av ett orsakssamband mellan minst två variabler eller om resultatet kan vara till följd av något annat. Den externa validiteten däremot avser att beskriva hur applicerbart resultatet är på andra situationer och forskningsfrågor (Bell et al., 2019, s.47).

I denna studie har samtliga oberoende variabler använts vid tidigare forskning inom det berörda forskningsområdet, vilket stärker den interna validiteten. Vidare har korrelationstest och VIF-test utfärdats för att säkerställa att de oberoende variabelernas påverkan på den beroende variabeln kan särskiljas. Samtliga samband mellan variablerna har testats i regressionsanalyser, vilket ger grund till en starkare intern validitet. Vidare anser författarna att studien besitter viss extern validitet då resultatet kan användas för vidare forskning inom ett flertal områden, exempelvis hur derivaten beter sig i andra makroekonomiska miljöer eller vidare forskning kring vilka valutor som företagen kommer finna behov av att säkra sig mot.

8.3 Replikerbarhet

Replikerbarhet syftar till huruvida studien hade kunnat upprepas och fått samma utfall. Måttet på studiens replikerbarhet mäts därav i hur väl tillvägagångssättet i studien har beskrivits (Bryman & Bell, 2017, s.46). Under avsnitt fyra samt fem beskrivs utförligt hur urvalet och datainsamlingen har skett, bearbetningen av data samt vilka statistiska tester som har genomförts och i vilka program. Vidare anges samtliga publika källor till den sekundärdata som har analyserats. Detta stärker denna studiens replikerbarhet då datan enkelt hade kunnat samlats in igen och studien hade således kunnat genomföras av en extern författare, som hade fått samma resultat.

Referenslista

- Adeyemi, O.J. & Ajibola, A. (2019). Naira devaluation and trade balance in Nigeria. *World Scientific News*, 125(13), 181-192.
- Adler, M. & Dumas, B. (1984). Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement. *Wiley on behalf of the Financial Management Association International*, 13(2), 41-50.
- Aggarwall, R. & Harper, J.T. (2010). Foreign exchange exposure of “domestic” corporations. *Journal of International Money and Finance*, 29(8), 1619-1636.
- Alanzi, A.S. (2020). The bullish and the bearish engulfing patterns: beating the forex marketor being beaten? *The European Journal of Finance*, 26(15), 1484–1505.
- Alin, A. (2010). Multicollinearity. *WIREs Computational Statistics*, 2(3), 370-374.
- Allayannis, G., Uger, L. & Miller, D.P. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, 87(1), 65-79.
- Allayannis, G. & Weston, J.P. (2001). The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 243-276.
- ALLEA. (2018). Den europeiska kodexen för forskningens integritet. *All European Academies*.
https://www.vr.se/download/18.7f26360d16642e3af99e94/1540219023679/SW_ALLEA_Den_europeiska_kodexen_f%C3%B6r_forskningens_integritet_digital_FINAL.pdf
[Hämtad 2023-03-29]
- Aluko, A.O., Opuko, E.O. & Ibrahim, M. (2021). Investigating the environmental effect of globalization: Insights from selected industrialized countries. *Journal of Environmental Management*, 281(1), 1-10.
- Arcelus, F.J., Gor, R., & Srinivasan, G. (2012). Foreign exchange transaction exposure in a newsvendor setting. *European Journal of Operational Research*, 227(2013), 552-557.
- Armeliuss, H. (2023). Växelkursutveckling. *Ekonomifakta*.
<https://www.ekonomifakta.se/fakta/ekonomi/finansuell-utveckling/vaxelkursutveckling/>
[Hämtad 2023-03-08]
- Arteta, C., Kose, A., Stocker M. & Taskin, T. (2018). Implications of negative interest rate policies: An early assessment. *Pacific Economic Review*, 23(1), 8-25.
- Bae, S.C., Kim, H.S. & Kwon, T.H. (2017). Currency derivatives for hedging: New evidence on determinants, firm risk, and performance. *Journal of Futures Market*, 38(4), 446-465.
- Baba, N., Packer, F. & Nagano, T. (2008). The Spillover of Money Market Turbulence to FX Swap and Cross-Currency Swap Markets. *BIS Quarterly Review*, 73-86.

- Bahari, F.S. (2010). Qualitative versus quantitative research strategies: contrasting epistemological and ontological assumptions. *Jurnal Teknologi*, 52, 17-28.
- Bahmani-Oskooee, M. & Bahmani, S. (2015). Nonlinear ARDL Approach and the Demand for Money in Iran. *Economics Bulletin*, 35(1), 1-12.
- Bali, T.G., Hume, S.R. & Martell, F.T. (2007). A new look at hedging with derivatives: Will firms reduce market risk exposure?. *Journal of Futures Market*, 27(11), 1053-1083.
- Basher, S.A. & Westerlund, J. (2008). Panel cointegration and the monetary exchange rate model. *Economic Modelling*, 26(2), 506-513.
- Becker, T., Atinc, G., Breugh, J., Carlson, K., Edwards, J. & Spector, P. (2015). Statistical control in correlational studies: 10 essential recommendations for organizational researchers. *Journal of Organizational Behavior*, 37(2), 157-167.
- Bell, E., Bryman, A. & Harley, B. (2019). *Business research methods*. 5:e uppl. Oxford: Oxford University Press.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*. 3:e uppl. Harlow: Pearson.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, J.A. (2014). *Investments*. 10:onde uppl. New York: McGraw-Hill Education.
- Bonache, J. (2019). The challenge of using a 'nonpositivist' paradigm and getting through the peer review process. *Human Resource Management Journal*, 31(1), 37-46.
- Broll, U. (1997). Cross Hedging in Currency Forward Markets: A Note. *The Journal of Futures Markets*, 17(4), 475-482.
- Brooks, C., Rex, A.G. & Ritson, S. (2001). A trading strategy based on the lead-lag relationship between the spot index and futures contract for the FTSE 100. *International Journal of Forecasting*, 17(1), 31-44.
- Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 3:e uppl. Stockholm: Liber.
- Børsum, Ø.G & Ødegaard, B.A. (2005). Currency hedging in Norwegian non-financial firms. *Economic Bulletin*, 76(3), 133-145.
- Calmfors, L., Flam, H., Hassler, J. & Krusell, P. (2015). *Makroekonomi*. 1:a uppl. Stockholm: Liber.
- Cassel, G. (1918). Abnormal Deviations in International Exchanges. *The Economic Journal*, 28(112), 413-415.
- Chadha, B. & Prasad, E. (1997). Real Exchange Rate Fluctuations and the Business Cycle: Evidence from Japan. *IMF Econ Review*, 44(3), 328-355.
- Chen, G. & Tsurumi, H. (2011). Probit and Logit Model Selection. *Communications in Statistics - Theory and Methods*, 40(1), 159-175.

- Chen, H. (2019). *Currency Exposure in Fixed Income: To Hedge or Not To Hedge?*. PineBridge Investments research. <https://www.pinebridge.com/assets/pdfs/insights/2019/10/currency-exposure-in-fixed-income.pdf> [Hämtad 2023-02-20]
- Chen, Y. & Ward, F. (2019). When do fixed exchange rates work? Evidence from the Gold Standard. *Journal of International Economics*, 116(1), 158-172.
- Chiaraah, A. & Kwame Nkegbe, P. (2014). GDP growth, money growth, exchange rate and inflation in Ghana. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 3(2), 75-87.
- Chisholm, A.M. (2010). *Derivatives demystified*. 2:a uppl. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Chow, Y.F., McAleer, M. & Sequeira, J. (2000). Pricing of Forward and Futures Contracts. *Journal of Economic Surveys*, 14(2), 215-253.
- Clark, E. & Mefthe, S. (2011). Asymmetric Foreign Currency Exposures and Derivatives Use: Evidence from France. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 22(1), 27-45.
- Collis, J. & Hussey, R. (2021). *Business research: A practical guide for undergraduate and postgraduate students*. 5:e uppl. London: Palgrave Macmillan.
- Crucini, M.J., Kose, M.A. & Otrok, C. (2011). What are the driving forces of international business cycles?. *Review of Economic Dynamics*, 14(1), 156-175.
- Cushman, D.O. (2006). A portfolio balance approach to the Canadian–U.S. exchange rate. *Review of Financial Economics*, 16(3), 305-320.
- DeMaskey, A. (1995). A Comparison of the Effectiveness of Currency Futures and Currency Options in the Context of Foreign Exchange Risk Management. *Managerial Finance*, 21(4), 40-50.
- Dikkaya, M. & Doyar, M.B. (2017). Causality Among Oil Prices, GDP and Exchange Rate: Evidence from Azerbaijan and Kazakhstan. *Special Issue on Eurasian Political Economy*, 83, 79-98.
- Dominguez, K., & Tesar, L. (2005). Exchange rate exposure. *Journal of International Economics*, 68(2006), 188-218.
- Dumitrescu, D. (2009). Managing Transaction Exposure. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 11(1), 359-367.
- Erixon, F. (2018). *De ekonomiska vinsterna av globalisering för företag och konsumenter*. European Centre for International Political Economy. <https://ecipe.org/wp-content/uploads/2018/01/Globalization-paper-SWE.pdf> [Hämtad 2023-02-13]

Europeiska Unionen. (2022). Lander som anvander Euron. *Europeiska Unionen*.
https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/countries-using-euro_sv
[Hamtade 2023-02-07]

Garratt, R. & Zimmerman, P. (2020). Centralized netting in financial networks. *Journal of Banking & Finance*, 112(1), 1-16.

Geczy, C., Minton, B.A. & Schrand, C. (1997). Why Firms Use Currency Derivatives. *The Journal of Finance*, 52(4), 1323-1354.

George, A.M. & Schroth, C.W. (1991). Managing foreign exchange for competitive advantage. *Sloan Management Review*, 32(2), 105-116.

Ha, J., Stocker, M. & Yilmazkuday, H. (2020). Inflation and exchange rate pass-through. *Journal of International Money and Finance*, 105, 1-21.

Haele, R. & Twycross, A. (2015). Validity and reliability in quantitative studies. *Evid Based Nurs*, 18(3), 66-67.

Hagelin, N. (2003). Why firms hedge with currency derivatives: an examination of transaction and translation exposure. *Applied Financial Economics*, 13(1), 55-69.

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

Harasztosi, P. & Katay, G. (2020). Currency matching by non-financial corporations. *Journal of Banking & Finance*, 113(1), 1-20.

Hasanov, M. & Omay, T. (2011). The Relationship Between Inflation, Output Growth, and Their Uncertainties: Evidence from Selected CEE Countries. *Emerging Markets Finance & Trade*, 47(3), 5-20.

Helpman, E. & Razin, A. (1982). Dynamics of a Floating Exchange Rate Regime. *Journal of Political Economy*, 90(4), 728-754.

Hill, J. & Schneeweis, T. (1982). The hedging effectiveness of foreign currency futures. *The Journal of Financial Research*, 5(1), 95-103.

Hull, J.C. (2012). *Options, Futures, and other derivatives*. 8:onde uppl. Boston: Pearson.

Issa, T., Chang, V. & Issa, T. (2010). Sustainable business strategies and PESTEL framework. *GSTF International Journal on Computing*, 1(1), 1-8.

Jarrow, R.A. & Oldfield, G.S. (1981). Forward contracts and futures contracts. *Journal of Financial Economics*, 9(4), 373-382.

Kara, A. & Nelson, E. (2003). The exchange rate and inflation in the UK. *Scottish Journal of Political Economy*, 50(5), 527-667.

- Karlsson, L. (2019). Så påverkar den svaga svenska kronan dina exportaffärer. *Exportkreditnämnden*. <https://www.ekn.se/magasin/ekonomi/kronkursen/> [Hämtad 2023-02-09]
- Karpaty, P., & Kneller, R. (2011). Demonstration or congestion? Export spillovers in Sweden. *Review of World Economics*, 147(1), 109-130.
- Kinnwall, M. & Norman, P. (1994). *Valutamarknaden*. 2:a uppl. Stockholm: SNS förlag.
- Kotler, P. & Armstrong, G. (2018). *Principles of Marketing*. 17:e uppl. Harlow: Pearson.
- Larsen, G.A. & Freeman, G.R. (1996). Hedging foreign currency transaction exposure: The importance of the real rates of interests. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, 9(1), 67-78.
- Larsson, C.G. (2008) *Företagets finanser*. 1:a uppl. Malmö: Studentlitteratur.
- Lema, D. & Grandes, M. (2020). Derivatives and Economic Growth: Links and Evidence. *Ciencias administrativas*, 8(16), 45-57.
- Levander, M., Rosenvinge, C.J. & Sternbeck, V. (2021). Den svenska derivatmarknaden. *Sveriges Riksbank*. [Faktablad]. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/svenska/2021/den-svenska-derivatmarknaden.pdf> [Hämtad 2023-04-13]
- Lin, S. & Ye, H. (2012). What to Target? Inflation or Exchange Rate. *Southern Economic Journal*, 78(4), 1202-1221.
- Lismana, L., Michael, M. & Roy, J. (2022). The Influence of Investment and Net Export on the Economic Growth in Indonesia. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 1(4), 679–690.
- Lothian, J.R. & McCarthy, C.H. (2002). Real exchange rate behavior under fixed and floating exchange rate regimes. *The Manchester School*, 70(2), 229-244.
- Lou, H. & Wang, R. (2018). Foreign currency risk hedging and firm value in China. *Journal of Multinational Financial Management*, 47(48), 129-143.
- Merkert, R. & Swidan, H. (2019). Flying with(out) a safety net: Financial hedging in the airline industry. *Logistics and Transportation Review*, 127(1), 206-219.
- Mirchandani, A. (2013). Analysis of Macroeconomic Determinants of Exchange Rate Volatility in India. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(1), 171-179.
- McCarthy, S. (2000). Managing foreign exchange transaction exposure: the alternatives. *National Accountant*, 16(3), 52-55.
- Moore, D.S., McCabe, G.P., Alwan, L.C. & Craig, B.A. (2016). *The practice of statistics for business and economics*. 4:e uppl. New York: Macmillan Education.

- Morey, M.R. & Simpson, M.W. (2002). To hedge or not to hedge: the performance of simple strategies for hedging foreign exchange risk. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(2), 213-223.
- Morris, D. (2008). Economies of scale and scope in e-learning. *Studies in Higher Education*, 33(3), 331-343.
- Nenty, H. J. (2009). Writing a quantitative research thesis. *International Journal of Educational Sciences*, 1(1), 19-32.
- Ngerebo, T.A & Ibe, R.C. (2013). Exchange Rate and Macroeconomic Performance in Nigeria: A Causal Post Structural Adjustment Programme Investigation. *Global Journal of Management and Business Research Finance*, 13(7), 43-47.
- Nilsson, K. (2018). Fördjupning - Konjunkturterminologi. *Konjunkturinstitutet*. <https://www.konj.se/download/18.4a09c67b166534358602c034/1539071604995/Konjunkturterminologi.pdf> [Hämtad 2023-04-02]
- Oaikhenan, H.E. & Osunde, O. (2006). Financial Derivatives: Empirical analysis of factors that affect the demand for rights (derivatives) in the Nigerian stock market. *Journal of Financial Management & Analysis*, 19(1), 36-43.
- Olsson, H., & Sörensen, S. (2011). *Forskningsprocessen: kvalitativa och kvantitativa perspektiv*. 3:e uppl. Stockholm: Liber.
- Ong, H.B. (2017). Banking on foreign currency accounts: evidence from Malaysia. *International Journal of Bank Marketing*, 36(7), 1235-1247.
- Orlova, E.A., Belousov, D.R. & Galimov, D.I. (2020). A Model of Potential GDP and Output Gap for the Russian Economy. *Studies on Russian Economic Development*, 31(2), 171-180.
- Orphanides, A. & van Norden, S. (2002). The unreliability of output-gap estimates in real time. *The review of Economic and Statistics*, 84(4), 569-583.
- Park, Y.S., Konge, L. & Artino, A.R. (2020). The Positivism Paradigm of Research. *Academic Medicine*, 95(5), 690-694.
- Pagan, A. (1997). Towards an Understanding of Some Business Cycle Characteristics. *Australian Economic Review*, 30(1), 1-15.
- Pyeman, J., Zakaria, S. & Idris, N.A. (2019). An Empirical Analysis on the Application of Financial Derivatives as a Hedging Strategy among Malaysian Firms. *Contemporary economics*, 13(3), 305-316.
- Rao, G.S. (2012). Derivatives in Risk Management. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 1(4), 55-60.
- Riksbanken. (2019). *Fördjupning - Kronans trendmässiga utveckling*. Sveriges Riksbank. (Peningpolitisk Rapport Juli 2019)

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/fordjupningar/svenska/2019/kronans-trendmassiga-utveckling-fordjupning-i-penningpolitisk-rapport-juli-2019.pdf>
[Hämtad 2023-02-14]

Riksbanken. (2022). *Fördjupning - Varför har kronan försvagats i år?*. Sveriges Riksbank. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/fordjupningar/svenska/2022/varfor-har-kronan-forsvagats-i-ar-fordjupning-i-penningpolitisk-rapport-november-2022.pdf>
[Hämtad 2023-02-14]

Riksbanken. (2022). *Vad är inflation?*. Sveriges Riksbank. <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/inflationsmalet/vad-ar-inflation/>
[Hämtad 2023-02-26]

Riksbanken. (2023). Så påverkar penningpolitiken inflationen. Sveriges riksbank. <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/vad-ar-penningpolitik/sa-paverkar-penningpolitiken-inflationen/> [Hämtad 2023-05-02]

Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jordan, D.B. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*. 6:e uppl. New York: McGraw-Hill

Saltelli, A. (2002). Sensitivity Analysis for Importance Assessment. *Risk Analysis*, 22(3), 579-590.

Samuelsson, J. (u.å). Konjunkturterminologi. *Konjunkturinstitutet*. <https://www.konj.se/varverksamhet/sa-gor-vi-prognoser/konjunkturterminologi.html>
[Hämtad 2023-03-01]

Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2012). *Research Methods for Business Students*. 6:e uppl. Rotolito Lombardy: Pearson.

SFS-1999:792. *Brottsbalken*. Stockholm: Justitiedepartementet.

Statistiska centralbyrån. (u.å). Standardavvikelse och kvartiler. *SCB*. <https://www.scb.se/dokumentation/statistikguiden/grundlaggande-rakneregler-i-statistiken/standardavvikelse-och-kvartiler/> [Hämtad 2023-04-12]

Statistiska centralbyrån. (2022). Sveriges BNP. *SCB*. <https://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/samhallets-ekonomi/bnp-i-sverige/>
[Hämtad 2023-02-27]

Statistiska centralbyrån. (2022a). Sveriges Export. *SCB*. <https://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/samhallets-ekonomi/sveriges-import/> [Hämtad 2023-02-07]

Statistiska centralbyrån. (2022b). Sveriges Import. *SCB*. <https://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/samhallets-ekonomi/sveriges-import/> [Hämtad 2023-02-07]

Statistiska centralbyrån. (2023a). Inflationen i Sverige. *SCB*. <https://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/samhallets-ekonomi/inflation/>
[Hämtad 2023-02-26]

Statistiska centralbyrån. (2023b). Stark handel med varor och tjänster under fjärde kvartalet. SCB <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/betalningsbalans-och-utlandsstallning/betalningsbalans-och-utlandsstallning/betalningsbalansen-bop/pong/statistiknyhet/stark-handel-med-varor-och-tjanster-under-fjarde-kvartalet/> [Hämtad 2023-03-04]

Stockman, A.C. (1980). A Theory of Exchange Rate Determination. *Journal of Political Economy*, 88(4), 673-696.

Strongin, S. & Petsch, M. (1999). Creating Shareholder Value: Turning Risk Management into a Competitive Advantage. *Journal of Risk Finance*, 1(1), 11-27.

Studenmund, A. H. (2017). *Using econometrics: a practical guide*. 7e: uppl. Harlow, Essex: Pearson Education.

Sveriges riksdag. (2019). Fri rörlighet, 4 friheter på EUs inre marknad. *Sveriges riksdag*. <https://eu.riksdagen.se/vad-gor-eu/eus-politikomraden/fri-rorlighet/#> [Hämtad 2023-02-08]

Taylor, M.P. (2003). Purchasing Power Parity. *Review of International Economics*, 11(3), 436-452.

Taherdoost, H. (2016). Validity and Reliability of the Research Instrument; How to Test the Validation of a Questionnaire/Survey in a Research. *International Journal of Academic Research in Management*, 5(3), 28-36.

Thurén, T., & Werner, J. (2019). *Källkritik*. 4:e uppl. Stockholm: Liber.

Tsen, W.H. (2010). Exports, Domestic Demand, and Economic Growth in China: Granger Causality Analysis. *Review of Development Economics*, 14(3), 625–639.

Valmyndigheten. (2023). Resultat från folkomröstningen om euron 2023. *Valmyndigheten*. <https://www.val.se/valresultat/folkomrostningar/euro-2003.html> [Hämtad 2023-02-14]

Van Der Laan Smith, J.A. (2013). Understanding Foreign Exchange Risk: An Instructional Simulation Exercise. *American Accounting Association*. 28(1) 181-195.

Vivel Búa, M., Otero González, L., Fernández López, S., & Durán Santomil, P. (2013). Is value creation consistent with currency hedging?. *The European Journal of Finance*, 21(10-11), 912-945.

Walker, E. (2008). Strategic currency hedging and global portfolio investments upside down. *Journal of Business Research*, 61(6), 657-668.

Wang, K.L., Fawson, C., Chen, M.L. & Wu, A.C. (2014). Characterizing information flows among spot, deliverable forward and non-deliverable forward exchange rate markets: A cross-country comparison. *Pacific-Basin Finance Journal*, 27(1), 115-137.

Westlund, H., Johansson, M., & Molinder, J. (2000). Exchange Rate Sensitivity of Swedish Regions. I: *Congress of the European Regional Science Association*. Barcelona, Spanien, 29 augusti - 1 september. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/114805/1/ERSA2000_140.pdf

[Hämtad 2023-02-20]

Wilpert, B. (2009). Impact of globalization on human work. *Safety Science*, 47(6), 727-732.

Wooldridge, J.M. (2010). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 5:e uppl. Boston: Cengage Learning.

Wramsby, G. & Österlund, U. (1993). *Företagets finansiella miljö*. 4:e uppl. Göteborg: Wramsby/ Österlund förl.

Zou, K.H., Tuncali, K., & Silverman, S.G. (2003). Correlation and Simple Linear Regression. *Radiology*, 227(3), 617-628.



HANDELSHÖGSKOLAN
UMEÅ UNIVERSITET

Företagsekonomi 901 87 Umeå 090 786 50 00 www.usbe.umu.se