



Företagsekonomiska institutionen  
EKONOMIHÖGSKOLAN VID  
LUNDS UNIVERSITET

Kandidatuppsats  
VT 2003

# Valutariskexponering

## De svenska exportföretagens exponering för valutarisk före och efter EMU lanseringen.

### **Handledare**

Hossein Asgharian  
Tore Eriksson

### **Författare**

Julia Kovtyukhova  
Jakob Testad

# Innehållsförteckning

<b>KAPITEL 1. INLEDNING</b>	<b>3</b>
1.1 PROBLEMSTÄLLNING	4
1.2 SYFTE	5
1.3 TIDIGARE FORSKNING	5
1.4 VAL AV ÄMNE	6
1.5 AVGRÄNSNINGAR	6
1.6 MÅLGRUPP	7
1.7 PERSPEKTIV	7
1.8 DISPOSITION	7
<b>KAPITEL 2. METOD</b>	<b>8</b>
2.1 UNDERSÖKNINGSMETODER	8
2.2 ANGREPPSSÄTT	9
2.3 VALIDITET OCH RELIABILITET	9
2.4 PRIMÄRDATA OCH SEKUNDÄRDATA	10
2.5 KÄLLKRITIK	10
2.6 VAL AV MATERIAL	10
2.7 VAL AV METOD	11
<b>KAPITEL 3. TEORI</b>	<b>13</b>
3.1 RISK	13
3.2 EXPONERING FÖR FÖRETAGSSPECIFIK RISK	14
3.3 MAKROEKONOMISK RISK	14
3.4 TYPER AV VALUTARISKEXPONERING	16
3.5 FÖRETAGENS RISKATTITYD.	17
3.6 HEDGING	18
3.6.1 OPTIONER	18
3.6.2 VALUTASWAP TRANSAKTIONER	19
<b>KAPITEL 4. EMU</b>	<b>20</b>
4.1 HISTORISK BAKGRUND	20
4.2 TRE ETAPPER	22
4.3 STABILISERINGSPOLITIK I VALUTAUNIONEN OCH SVERIGE	23
<b>KAPITEL 5. RESULTAT OCH DISKUSSION</b>	<b>25</b>
<b>KAPITEL 6. SAMMANFATTNING</b>	<b>31</b>
<b>KÄLLFÖRTECKNING</b>	<b>32</b>

## Kapitel 1. Inledning

EMU-införandet (Europeiska monetära unionen) den 1 januari 1999 gjorde att den bilaterala växelkursen mellan EMU medlemsländerna blev oåterkalleligt fixerad och de deltagande länderna började dela en gemensam valutapolicy, som styrs av ECB (Europeiska centralbanken), med explicit mål att skydda prisstabiliteten. Det betyder att 12 EMU medlemsländerna delar en gemensam växelkurs vis-à-vis resten av världen.

EMU införandet bör ha haft effekt på de svenska exportföretagen, som har en större del av sin försäljning inom Euroområdet. Sveriges utrikeshandel med Euroländerna – och Danmark, som har fast växelkurs gentemot Euron – är 50 %. Av de svenska storföretagen fakturerar ungefär 80% i euro, i affärer med euroländerna.<sup>1</sup>

Som exempel kan vi ta ett svenskt exportföretag som säljer sina produkter i Europa. Innan 1999 fanns det tolv olika valutor och företaget var exponerat för valutarisker som berodde på fluktuering av alla dessa valutor. Efter Eurointrädet blev valutarisken minskad till enbart Eurons fluktuation.

Tidigare forskning visar på motsatta resultat i fråga om sambandet mellan valutariskexponering och företagsvärde. Teoretiskt finns det antal anledningar för företagen att bli exponerade för ändringar i växelkursen. Realvalutakursförändring har direkt effekt på företagets värde genom dess omvärdering av tillgångar och skulder satta i utländsk valuta. Om ränteförändringar inte speglar ändrade förväntningar på växelkursen eller om företagets ägares förmögenhet är utsatt för valutakursändringar och de kräver premium mot denna exponering, påverkar valutakursändringarna kapitalkostnaden.<sup>2</sup> Ändringar i växelkurs har också kommersiella effekter, såsom varupriser hos import- och exportföretag, ändringar i finansiella kostnader och transaktionskostnader. De i sin tur kan påverka företagets finansiella resultat och aktieavkastning.

---

<sup>1</sup> <http://www.svensktnaringsliv.se>

<sup>2</sup> André, Essays on Corporate Exposure to Macroeconomic Risk.

Inga undersökningar speglar situationen för svenska exportföretag och deras exponering för valutarisk och vilka eventuella effekter införandet av EMU haft på dessa. Vi tycker därför att det skulle vara intressant att undersöka detta område.

I den här uppsatsen försöker vi att betrakta effekter av Eurons inträde som gemensam valuta på de svenska exportföretagen. Vi studerar skillnader i valutariskexponeringar för svenska exportföretag före och efter bildandet av den Europeiska ekonomiska och monetära unionen (EMU).

## 1.1 Problemställning

Det finns många undersökningar av riskexponering för europeiska och amerikanska företag. Vår undersökning är inriktad mot de svenska exportföretag, som säljer sina varor och tjänster i euroområdet och deras exponering för valutarisk. Vi vill hitta svar på följande frågor:

Finns det något samband mellan fixeringen av de 12 medlemsländernas valutakurser mot Euron och valutariskexponering för de svenska exportföretagen? Har det påverkat företagens aktieavkastningar?

Hur skiljs effekten på de exportföretagen som har större exportandel jämfört med de som har låg andel export?

Har EMU inneburit att de svenska exportföretagen har fått en lägre exponering av valutakursrisk, och i så fall, är minskningen väsentlig?

Om svaret på sista frågan är ja betyder det att företagen skulle kunna bli mer stabila. De skulle också ha möjlighet att öka sin andel export i euroområdet samt minimera kostnaden för de lösningar som företagen har för att försäkra sig mot valutakursrisk. Det skulle också innebära att de svenska exportföretagen skulle kunna bli mer konkurrenskraftiga.

## 1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka känsligheten hos de stora svenska exportföretagen för växelkursförändringar, d.v.s. valutariskexponering, före och efter EMU-införandet.

## 1.3 Tidigare forskning

Flera undersökningar har gjorts om valutakursriskexponering hos amerikanska företag. Undersökningarna har visat på både låga och oväsentliga och högre mer väsentliga valutakursexponeringar för företagen. I en del undersökningar (t ex Jorion (1990)), Bodnar och Gentry (1993), Amihud (1994), Choi och Prasard (1995), Allayannis (1997), och Griffin och Stulz (2001) visar de att även företag som har stor utlandsaktivitet i de flesta fall har låg exponering av valutakursrisk.<sup>3</sup>

Det skulle betyda att företagens exponering av valutakursrisk inte påverkas i någon större utsträckning av att företagen bara måste hantera en valuta istället för flera, som i fallet med EMU. Detta har delvis stått i motsats till finasteorin som visar på ett samband mellan företagsvärde och valutakursrisk.<sup>4</sup>

I en undersökning av Bartov/Bodnar/Kaul från 1996 visas dock att aktieprisvolatiliteten hos amerikanska företagen ökade betydligt då valutarisken ökade som en följd av att Bretton-Woods-systemet övergavs 1971.

I en annan undersökning från 2001 där man analyserar hur övergången till en valuta (euro), påverkar icke finansiella företag finner man också en betydlig minskning av valutakursrisken efter övergången. Det gäller för de företag som har en hög procentandel av sin försäljning i Euroområdet. Man menar vidare att multinationella företag har mest att tjäna på valutariskexponeringen minskat.<sup>5</sup> Det

---

<sup>3</sup> Bodnar/Marston – Exchange rate exposure: A Simple Model (2002).

<sup>4</sup> Levi 1996, och Shapiro 1974

<sup>5</sup> Bartram/Karolyi/Kleimeier- The impact of the Euro on Foreign Exchange Rate Risk Exposures. (2001).

finns som synes både undersökningar som visar på ett samband och de som inte gör det.

## 1.4 Val av ämne

Eftersom tidigare forskning inte givit något entydigt svar på sambandet mellan företagsvärde och valutariskexponering anser vi att det finns ett intresse av att utreda frågan ytterligare. EMU-inträdet bör ha effekter på valutariskexponering hos företag med utländska aktiviteter, därför har vi valt att analysera de svenska exportföretagen och EMU-inträdet's möjliga effekter vad gäller dessa företags valutariskexponering.

## 1.5 Avgränsningar

Vi fokuserar bara på en effekt av Eurointrädet på de svenska exportföretagen – förändringar i exponering för valutarisk. Vi tycker att tidsbegränsningar för den här uppsatsen tillåter oss att begränsa oss till att undersöka den effekten. Vi kan anta att företagens exponering för valutarisk påverkades väsentligt av EMU inträdet och har en stor betydelse för exportföretagens verksamhet. Därför bestämde vi oss för att koncentrera oss på den effekten.

Undersökningsperioden är begränsad i 6 års intervall mellan 1996 och 2002, dvs. tre år före, och tre år efter, den 1 januari 1999 när valutaunionen slutligen formerades. Perioden kan dock vara för kort för att presentera en fullständig bild. Det hade naturligtvis varit önskvärt att undersökningsperioden hade varit 10 eller 20 år lång, vi är dock begränsade här av att EMU-inträdet ägde rum för 4 år sedan.

Vi har valt att undersöka bara exportföretag eftersom det finns inte så många börsnoterade importföretag i Sverige. Vi är medvetna att många exportföretag har en stor andel import också i form av varor, tjänst och reservdels import. Tyvärr, är det omöjligt att fördela företagen till rena export och importföretag. Vi undersöker inte alla svenska exportföretag utan väljer de 10 som är mest exponerade för valutarisker, dvs. har en hög andel av försäljning som export och de 10 som i

motsats har minimal andel av export. Vi förutsätter att effekten på företagen med mindre exportandel ska vara lägre än för större exportföretag.

Vi använder bara börsnoterade företag eftersom vi undersöker sambandet mellan aktieavkastning och valutariskexponering.

Vi använder J.P. Morgans ensidiga handelsvalutaindex och inte motsvarande index för Eurovalutor eftersom många av de undersökta företagen har en stor andel av export i USA, därför att vi tycker att motsvarande valutakorgsindex, för euroområdet, inte skulle ge en riktig bild.

## 1.6 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig i första hand för studenter inom ämnet finansiering men även för dem som har grundläggande kunskaper inom finansiering och som har ett intresse för den Europeiska och monetära unionen (EMU) och vilken påverkan den har på de svenska exportföretagen.

## 1.7 Perspektiv

Uppsatsen kommer att behandla problemformuleringen ur ett företagsperspektiv.

## 1.8 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i 6 kapitel. I kapitel 2 gör vi en beskrivning av val av metoder. I kapitel 3 beskriver vi teoretisk bakgrund till ämnet. Den historiska bakgrunden samt motiv för införandet av EMU tas upp i kapitel 4. I kapitel 5 redovisar vi de resultat vi fått fram från de data vi samlat in. I kapitel 6 redovisar vi de slutsatser vi fått fram.

## Kapitel 2. Metod

### 2.1 Undersökningsmetoder

En metod är ett redskap, ett sätt att lösa problem och komma fram till ny kunskap. Allt som kan bidra till att uppnå dessa mål är metod. Om en metod ska kunna användas i ett samhällsvetenskapligt forsknings- och utvecklingsarbete måste bland annat följande grundkrav vara uppfyllda:

- \* Det måste finnas en överensstämmelse med den verkligheten som undersöks.
- \* Man måste göra ett systematiskt urval av information
- \* Man ska kunna utnyttja informationen på bästa sätt
- \* Resultaten ska presenteras på sådant sätt att andra kan kontrollera och granska hållbarheten
- \* Resultaten ska möjliggöra ny kunskap och medvetenhet om de samhälleliga förhållanden man står inför för att detta ska kunna leda till ett fortsatt forsknings- och utvecklingsarbete och till ökad förståelse.

Man brukar skilja mellan två olika metodiska angreppssätt inom samhällsvetenskapen: kvantativa och kvalitativa metoder.

*Kvalitativa metoder* innebär en ringa grad av formalisering. Metoden har primärt ett förstående syfte. Vi är inte inriktade på att pröva om informationen har generell giltighet. Det centrala blir istället att vi genom olika sätt att samla in information dels kan få en djupare förståelse av det problemkomplex vi studerar, dels kan beskriva helheten av det sammanhang som detta inryms i. Metoden kännetecknas av närhet till den källa vi hämtar vår information från.

*Kvantativa metoder* är mer formaliserade och strukturerade. Metoden är i långt större uträkning präglad av kontroll från forskarens sida. Den definierar vilka förhållanden som är av särskilt intresse utifrån den frågeställning vi valt. Metoden avgör också vilka svar som är tänkbara. Uppläggning och planering kännetecknas av selektivitet och avstånd i förhållande till informationskällan. Allt detta är



nödvändigt för att vi ska kunna genomföra formaliserade analyser, göra jämförelser och pröva om de resultat vi kommit fram till gäller alla de enheter vi önskar att uttala oss om. Statistiska mätmetoder spelar en central roll i analysen av kvantitativ information.<sup>6</sup> I den här uppsatsen har vi använt kvantitativa metoder.

## 2.2 Angreppssätt

Uppsaten bygger på ett hypotetiskt deduktivt tillvägagångssätt. Det hypotetisk-deduktiva tillvägagångssättet syftar till att bedöma hållbarheten i vissa teorier genom hypotesprövning.<sup>7</sup>

## 2.3 Validitet och reliabilitet

Med validiteten, eller giltigheten, av modellen avses hur bra modellen mäter det som skall mätas.<sup>8</sup> I vår uppsats har stort arbete lagts ner för att identifiera två grupper av företag, företag med en exportandel över 50% samt företag med en exportandel under 10%. Det finns flera svårigheter förknippade med att avgöra hur stor andel export ett företag har. Vi har baserat vår definition av exportandel på hur stor del av omsättningen som utgörs av utlandsförsäljning.

Med reliabilitet menas att undersökningen är tillförlitlig eller att det saknas slumpmässiga mätfel.<sup>9</sup>

Det skall man också gå att få samma resultat om man gör om undersökningen. Våra primärdata kommer från Yahoo finans hemsida samt databasen Trust. Vi har gjort några jämförelser där vi funnit att databaserna verkar överensstämma med varandra.

---

<sup>6</sup> Holme I.M, Solvang B.K., Forskningsmetodik. Om kvalitativa och kvantitativa metoder.

<sup>7</sup> Halvorsen K (1992) Samhällsvetenskaplig metod, Studentlitteratur, Lund

<sup>8</sup> Denscombe 2000

<sup>9</sup> Lundahl, Ulf och Skärvad, Per-Hugo Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer, (1999), s. 152

## 2.4 Primärdata och sekundärdata

Uppsatsen bygger i huvudsak på undersökningar av primärdata. Primärdata är en förstahandskälla.<sup>10</sup> Sekundärdata är data som har samlats in av andra personer, forskare och institutioner.<sup>11</sup> I den här uppsatsen har sekundärdata, i form av böcker och artiklar har använt för att förklara den teori som ligger bakom undersökningen.

Vi har använt oss av primärdata i form av aktiekurser för undersökningen. Dessa data är kvantitativa. Data är kvantitativa om de är mätbara, dvs. om de kan uttryckas i siffror, tal eller andra mängdtermer s.k. hårddata.<sup>12</sup> För teoridelen har sekundärdata i form av litteratur och artiklar använts.

## 2.5 Källkritik

Då vi använt oss av kurslitteratur för beskrivning av teoridelen samt av forskningsartiklar, anser vi att vi har en hög tillförlitlighetsnivå på vår sekundära data.

## 2.6 Val av material

Vi valde de 20 största svenska exportföretagen med olika exportandelar från faktasamlingen ”De största svenska företagen” 2002/2003. Vi sorterade och grupperade dem efter exportandel till 2 grupper: andel av export över 50 % och andel av export under 10 %. De företag som valts ut, kontrollerades beträffande andel av export, genom respektive företags årsredovisning. Företag som inte stämde för respektive kategori, förkastades och ersattes med ett annat.

Historiska data om aktiekurser för de utvalda företagen hittade vi förutom i databasen Sixtrust, Yahoo Sverige Finans, även i Affärsvärldens och Dagens Industris databaser och delvis på företagens hemsidor.

---

<sup>10</sup> Holme och Solvang, forskningsmetodik 1997 s 132

<sup>11</sup> Andersen, Ib, *Den uppenbara verkligheten* 1998, s. 150

<sup>12</sup> Halvorsen, K. (1992) *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, Lund

J.P. Morgans kurs av SEK i förhållande till valutakorg hämtades ur EcoWins databas.

## 2.7 Val av metod

När man skriver en uppsats så kan man välja mellan två vetenskapliga handlingsplaner. De är positivism och hermeneutik. Positivism används vid behandling av kvantitativa data. Positivism står för det exakta, det tillförlitliga och det reella.<sup>13</sup>

Det finns två grundmetoder för undersökning av företagets riskexponering: analytisk kalkylering och statistisk estimering. Analytisk metod är attraktivt teoretiskt, men är omöjligt empirisk eftersom den kräver kunskap om kassaflöden i en obestämd framtid.<sup>14</sup> Statistiskt mått av sensitivitet av marknadsvärde till makroprisrisk har en lång bakgrund i finansiell ekonomi.

Vi använder regressionsanalys för att studera valutakurs och aktieavkastningsförändringar. För att kunna uppskatta valutakursexponeringen för de företag som ingår i undersökningen har vi använt oss av två steg.

Steg 1. Vi beräknar regression 1 på marknadsindex respektive växelkursförändring för varje period, dvs. före och efter EMU-inträdet. Från regressionen får vi intercept och residualer och beräknar ortogonaliserat marknadsindex (2).

$$R_m = \alpha + \beta x_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$R_{ot} = \alpha + \varepsilon_t \quad (2)$$

där  $R_m$  står för förändringen i marknadsindex,  $\alpha$  för skärningspunkt,  $\beta$  mäter en marknadens exponering för valutarisk,  $\varepsilon$  står för residual.  $R_{ot}$  står för ortogonaliserat marknadsindex.

---

<sup>13</sup> Lundahl, Ulf och Skärvad, Per-Hugo, Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer” (1999), s. 39

<sup>14</sup> Andrén s.11

Steg 2. Sedan beräknas regression (ekvation 3) för varje företag och varje period enligt följande

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{ix}x_t + \beta_{io}R_{ot} + v_{it} \quad (3)$$

där  $R_{it}$  står för förändring i företags aktieavkastning,  $\beta_{ix}$  – känsligheten till valutakursförändring,  $x_t$  – valutakursförändring,  $\beta_{io}$  – känsligheten till förändring i marknadsindex,  $v_{it}$  – residualer.

Regression 2 (ekvation 3) är beräknat på ortogonaliserat marknadsindex, växelkursförändring och förändringen i aktieavkastning. Vi använder ortogonaliserat marknadsindex för att rensa bort andra effekter förutom växelkursförändringen.

## Kapitel 3. Teori

### 3.1 Risk

Det finns ingen allmän definition av begreppet risk. Det finns dock de som definierar risk som betydelsen eller troligheten att oväntade förändringar har en effekt på företagens kassaflöde, värde eller lönsamhet<sup>15</sup> eller volatiliteten av oväntade förändringar.<sup>16</sup>

Man brukar inom finansieringen skilja mellan två huvudtyper av risk.

- \* ”One-sided risk”
- \* ”Two-sided risk”

”One-sided risk” definieras som risken för förlust. Orsaken kan vara expropriation eller statlig blockering av ett företags medel.

”Two-sided risk” är bl.a. valutarisk. Ett dotterföretag i ett annat land än där moderbolaget finns, som tillverkar en vara, har både fördelar och nackdelar av att valutan i det land dotterbolaget ligger i, har en undervärderad valuta.<sup>17</sup>

Inom the ”Shareholder Wealth Maximation Model” (SWM) där man antar att aktiemarknaden är effektiv på så sätt att priset alltid är korrekt då all förväntad risk och avkastning diskonteras i aktiepriset, definierar risk som den ökning av risk som ett företag aktier tar med till en diversifierad portfölj. SWM skiljer också på två typer av risk.

- \* Systematisk risk- risken på marknaden som helhet. Portföljen kan inte konstrueras så att risken blir bortdiversifierad.
- \* Osystematisk risk- risken för enskilt värdepapper. Portfölj kan konstrueras så att risken blir irrelevant<sup>18</sup>.

---

<sup>15</sup> Oxelheim et al, Managing in the Turbulent World Economy-Corporate Performance and Risk exposure, s16-17

<sup>16</sup> Andren s 5

<sup>17</sup> Eiteman et al, Multinational Business Finance, s 470

Eftersom ett företags risk kan elimineras genom portföljdiversifiering menar anhängare av SWM att den osystematiska risken normalt inte är ett problem. Den systematiska risken som reflekterar risken på marknaden som helhet kan inte elimineras.<sup>19</sup>

### 3.2 Exponering för företagsspecifik risk

Den makroekonomiska omgivningen har ändrats för företag under de sista 20 åren. Både utlandshandeln och rörligheten för kapital på den internationella kapitalmarknaden har ökat väsentligt. I spåren av ökad internationalisering har företagen blivit mer exponerade för olika typer av risker. Dessa risker är förutom ökad konkurrens och efterfrågan, osäkerhet kring valutakurser, inflation och ränta. Riskerna påverkar företagens kapitalkostnad, lönsamhet och investeringsstrategier. Om ett företag exporterar kommer försäljningspriset att vara känsligt för valutakursförändringar. Om ett företag importerar kommer priset för varje importerad enhet också att påverkas av valutakursförändringar. En räntechock eller en ökad inflation kommer också att påverka företagens kapitalkostnad.<sup>20</sup>

Många företag har därför utvecklat olika strategier för att minimera de ökade riskerna, s.k. Risk Management. Risk Management handlar kort om att köpa sig fri från makroekonomiska risker till priset av en del av den förväntade avkastningen.

### 3.3 Makroekonomisk risk

Makroekonomisk risk omfattar osäkerhet i omgivningen. Den täcker in alla faktorer som påverkar ett företag av dess omgivning. Man skiljer normalt makroekonomisk risk från företagsspecifik risk och branschspecifik risk. Makroekonomisk risk täcker, förutom varierande ekonomiska förhållanden

---

<sup>18</sup> Oxelheim s19 samt Eiteman et al s 7

<sup>19</sup> Eiteman et al s 7

<sup>20</sup> Andrés s 48-49

nationellt och globalt, även in förekomsten av naturkatastrofer och krig vilket inte kommer att behandlas vidare här.

De faktorer som vi menar med makroekonomisk risk (Macro-Price) är följande.

- \* Ränta oväntade ändringar av räntenivån.
- \* Country Risk - efterfrågan på produkter, politiska risker, t ex lagar eller valutaregleringar
- \* Valutarisk- oväntade förändringar av valutakurser och inflation. Dessa oväntade förändringar kräver att företaget får ett riskpremium för att handla, investera, låna eller etablera sig i andra länder. Riskpremium skall baseras på det andra landets valuta volatilitet.

De olika faktorerna är inte normalt oberoende. Det finns ett samband även om det inte är konsekvent.<sup>21</sup> Det finns fyra teoretiska modeller påvisar ett samband.

- \* "Purchasing Power Parity" (PPP)
- \* "The Uncovered Interest Parity" (UIP)
- \* "The Fischer Effect" (FE)
- \* "The Expectation Hypothesis"

Modellerna försöker att ge investeraren en möjlighet att förklara och förutsäga utvecklingen för valutakurser.<sup>22</sup>

Samtliga teoretiska modeller bygger på att den rationella investeraren skall utnyttja skillnader i riskavägd förväntad avkastning efter skatt och transaktionskostnader på olika marknader om investeraren är rationell, marknaderna inte är segmenterade och att varor, tjänster, produktionsfaktorer samt finansiella instrument är effektivt prissatta. Det är naturligtvis inte vanligt att alla dessa kriterier är uppfyllda.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> Andrés s 46

<sup>22</sup> Eiteman et al s. 64

<sup>23</sup> Andrés s.46

Ofta justeras nivåerna för alla dessa risker, samtidigt, som ett resultat av olika ekonomiska chocker. Om en valuta fluktuerar som ett resultat av fluktuationer i räntenivå så skall givetvis inte båda faktorer, exponering av valutarisk och ändringar i räntenivå, mätas separat då exponeringen då skulle mätas två gånger.<sup>24</sup>

### 3.4 Typer av valutariskexponering

Man brukar skilja mellan tre olika typer av valutariskexponering.:

- \* Transaktionsexponering
- \* Operativ exponering
- \* Redovisnings exponering

*Transaktionsexponering.* Effekten av måsten som uppkom före valutakursförändring, men som skall regleras efter en valutakursförändring. Redan kontrakterade framtida kassaflöden. Transaktionsexponering uppkommer när man:

- \* köper eller säljer varor eller tjänster på kredit och då priset är uttryckt i utländska valutor,
- \* lånar eller lånar ut medel och då återbetalning skall göras i en utländsk valuta,
- \* är part i ett forwardkontrakt som rör en utländsk valuta,
- \* på annat sätt förvärvat tillgångar eller ingått avtal uttryckt i utländsk valuta.<sup>25</sup>

*Operativ exponering.* Förändringar i väntade kassaflöden som ett resultat av oväntade förändringar i valutakurser. Det gäller förväntade men ej kontrakterade framtida kassaflöden.

---

<sup>24</sup> Oxelheim et al sid 27-29

<sup>25</sup> Eiteman et al s 156



*Redovisningsexponering.* Effekter på eget kapital som ett resultat av behov att översätta årsredovisningar från koncernföretag i andra länder till en och samma valuta för att därmed kunna rapportera hela koncernen i en valuta.

### 3.5 Företagens riskattityd

Det finns flera sätt att förhålla sig till valutarisker. Det riskaversiva företaget betraktar alla valutarisker som oacceptabla och utnyttjar därför möjligheten till att hedga fullt ut.

Det riskvilliga företaget däremot, betraktar valutarisker som en del av att göra internationella affärer.<sup>26</sup>

Man kan enligt Oxelheim (1997) identifiera 4 strategier för att hantera valutarisk:

- \* laissez-faire (man gör ingenting för att minimera valutarisken),
- \* aggressiv strategi,
- \* minimerad varians,
- \* selektiv hedging.

Dessa strategier måste samordnas med företagets policy. Man måste t ex ta hänsyn till faktorer som:

- \* företagets attityd till risker,
- \* tidshorisont,
- \* målvariabel (t ex jämn prissättning av varor och jämnt antal anställda).

Dessutom måste man ta hänsyn till risken för eventuell konkurs. Eftersom ett företag är olika utsatt för konkursrisk vid olika tillfällen kan företaget komma att tillämpa olika strategier vid olika tidpunkter.<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> Eiteman et al. S. 167

<sup>27</sup> Oxelheim et al. s 180-181.

## 3.6 Hedging

För att undvika de risker som är förknippade med valutarisker använder sig företag även av s.k. hedging. Genom att hedga menas att man förvärvar en tillgång eller ett kontrakt som antingen skyddar mot ett kursfall eller en kursuppgång.<sup>28</sup> Det är därmed lättare att göra förutsägelser om hur ett företags kassaflöden kommer att se ut i framtiden. Det är viktigt att tillägga att ett företag samtidigt som den skyddar sig mot kursförluster även minskar sin kursvinst vid användning av hedging. Dessutom betyder hedging att en annan part "tar över" valutarisken, vilket leder till att parten måste ta ut en riskkompensation för sin ökade risk.<sup>29</sup>

Det leder till att en kostnad uppstår för det skydd det hedgande företaget uppnår. Finansteorin definierar företagsvärdet som NPV av alla framtida förväntade kassaflöden. Ett företag som hedgar sin valutaexponering minskar därmed en del av variansen i framtida kassaflöden. Företagsvärdet kommer därmed endast att öka om de valutakursfall eller ökningarna man undviker genom hedging är mer värda än kostnaden för att hedga. Den fråga som många ställer sig är vad kan man vinna på hedging?<sup>30</sup> Det finns goda argument för att både hedga eller för att låta bli. Som vi tidigare redogjorde beror valet på vilken riskattityd företaget har.

### 3.6.1 Optioner

Optioner är ett vanligt instrument för att hedga valutor. Optioner ger en rätt att köpa eller sälja ett värdepapper vid ett framtida tillfälle till ett förutbestämt pris. Man är dock inte förpliktigad att använda optionen.<sup>31</sup> Man skiljer mellan två typer köpoptioner, "calls", och säljoptioner, "puts". Optionen fungerar på så sätt att dess "pay-off" följer det bakomliggande värdepapprets pris bara under eller över en viss nivå, lösenpriset. Vid optionens lösenpris är avkastningen noll och det spelar ingen roll för innehavaren om han använder den eller ej. Det är m a o ett sätt att

---

<sup>28</sup>Eiteman et al s 154

<sup>29</sup>Oxelheim et al s 29

<sup>30</sup>Eiteman et al s 154

<sup>31</sup>Eiteman et al s122

försäkra ett värdepapper att dess "pay-off" inte faller under en viss nivå – lösenpris minus optionspriset (premium).<sup>32</sup>

### 3.6.2 Valutaswap transaktioner

I en "back to back" lån överenskommelse lånar två företag, från olika länder, varandras valutor. Vid det överenskomna slutdatumet lämnar de tillbaka den lånade valutan.

Sättet att hedga är dock ganska ovanligt då det är svårt att hitta en motpart. På grund av detta har valuta swap transaktioner blivit mer vanliga.<sup>33</sup>

*Valutaswap* överenskommelser liknar till stora delar en back to back lån överenskommelse. I en valutaswap överenskommelse kommer ett företag och en bank, eller en annan mellanhand, överens om att byta lån i två valutor, mot varandra, vid en viss tidpunkt. Valutaswap har löptider upp till mer än tio år.

Det vanliga motivet för en valutaswap är att ersätta schemalagda kassaflöden i oönskade valutor med önskade valutor. Det går till så att två firmor i olika länder lånar i sin egen valuta. Om det svenska företaget exporterar till Tyskland och får sin betalning i Euro byter det sina amorteringar i kronor mot det tyska företags amorteringar i Euro.<sup>34</sup> Valutaswappar började användas under 1980-talet för att kringgå nationell valutaväxlingslagstiftning.<sup>35</sup>

---

<sup>32</sup> Oxelheim et al s 33

<sup>33</sup> Eiteman et al s 223-224

<sup>34</sup> Eiteman et al s 224-225.

<sup>35</sup> Oxelheim, Financial Markets in Transition, Globalization, Investment and Economic Growth. (1996) s 325.

## Kapitel 4. EMU

### 4.1 Historisk bakgrund

Före 1900-talet var guld eller guldmynt det dominerade medium som användes för handel med andra nationer samt för lagring av förmögenhet. I takt med att handel mellan länder tilltog under 1800-talet, krävdes ett mer formaliserat system för att genomföra internationell handel. I slutet av 1800-talet blev *the gold standard* det system som kom att tillämpas. Systemet innebär att ett land bestämmer en kurs i guld till vilket en sedel eller ett mynt kan bli inväxlat.<sup>36</sup> Systemet krävde stora guldreserver för att kunna garantera valutans värde och tillväxten begränsades. Systemet övergavs då första världskriget bröt ut och då handeln mellan länder begränsades.

Under- och efter första världskriget flöt de olika ländernas valutor fritt gentemot guld och mot andra valutor. Fluktuationerna var förhållandevis stora. Effekten blev att världens handel inte kom att stå i proportion till världens bruttoproduktion, utan hamnade på mycket låg nivå.

Efter andra världskriget kom man bland de allierade att tillämpa det så kallade Bretton Woods-systemet för att uppnå valutakursstabilitet. I Bretton Woods systemet ingick två institutioner, *the International Monetary Fund (IMF)* och *världsbanken*. Dessa institutioner hjälper länder med valutakursproblem och betalningsunderskott. Dollarn etablerades som den viktigaste valutan. Systemet byggde på att dollarn gick att växla in mot guld till en förutbestämd kurs på 35 dollar/ounce. Övriga länders valutor var sedan knutna mot dollarn, och fick inte fluktuera mer än 1% (senare 2,25%). Dessa valutors värde hölls på rätt nivå genom att man antingen sålde eller köpte utländsk valuta eller guld. Systemet fungerade bra fram till slutet av 1960-talet då skillnader i de olika medlemsländernas monetära och skattemässiga politik skapade stora skillnader i inflation och räntenivå. Dollarn användes som den största reservvalutan i de olika

---

<sup>36</sup> Eiteman et al s 24-25

medlemsländerna. I kombination med stora amerikanska budgetunderskott, och därmed ett stort utflöde av dollar från USA, ledde det fram till ett minskat förtroende att USA skulle kunna infria sin förpliktelse att lösa in dollar mot guld. I augusti 1971 beslutade USA:s dåvarande president Nixon att avsluta alla köp och försäljningar av guld. Det innebar att den amerikanska dollarn i praktiken devalverades.<sup>37</sup>

Beslutet att överge Bretton-Woods systemet ledde fram till att den franska francen devalverades och en revalvering av den tyska marken. Det innebar i sin tur att de andra europeiska valutornas stabilitet hotades. Dessutom hotades det gemensamma europeiska prissystemet inom den europeiska jordbrukspolitiken.

I och med detta föreslogs en ökad samordning av europeisk ekonomisk politik och monetärt samarbete. På toppmötet i Haag 1969 beslutades att den europeiska och monetära unionen (EMU) till officiellt mål för den Europeiska integrationen.

Detta mål skulle uppnås före 1980.

I en rapport från oktober 1970 föreslogs att den ekonomiska och monetära unionen skulle införas i tre etapper fram till 1980, och där slutmålet var en fullständig liberalisering av kapitalrörelser och att oåterkalleligen fixera paritetskurserna eller t o m att ersätta de europeiska valutorna med en gemensam valuta.

Under 1971 samtyckte de då sex medlemsstaterna till inrättandet av EMU i tre etapper. Samma år kollapsade Bretton Woods systemet i USA och dollarn fick därför flyta fritt. Resultatet blev en våg av instabilitet på penningmarknaderna.

I spåren av det amerikanska misslyckandet tappade det europeiska valutasamarbetet mycket av trovärdighet.

Trots bakslaget fortsatte de sex medlemsstaterna valutakurssamarbetet, under 1972, med den så kallade "ormen i tunneln".

---

<sup>37</sup> Eiteman et al s.25-27

Samarbetet syftade till att begränsa valutors fluktuationer (ormen) gentemot dollarn (tunneln).

På grund av oljekrisen och olikheterna i de olika medlemsländernas ekonomiska politik hoppade flera av samarbetsländerna av och bestod slutligen av Beneluxländerna, Danmark och Tyskland.

Det kom att dröja ända fram till 1979 innan man ånyo försökte skapa ett stabilt valutaområde, EMS, europeiskt monetärt system. Systemet byggde på fasta men justerbara växelkurser, där valutorna inte fick fluktuera mer än 2.25% under eller över en beräknad centalkurs i ECU. Systemet fungerade under en 10-års period och begränsade valutakurssvängningarna på avsett sätt.

Under 1985 antogs programmet för den inre marknaden. En av de stora begränsningarna för att uppnå en effektiv inre marknad bedömdes då vara att olika länder hade olika valutor. Både kostnader för valutakursomräkning och osäkerhetsfaktorer omkring även små valutafluktuationer skapade hinder för en effektiv inre marknad.

## 4.2 Tre etapper

För att lösa problemen utreddes den monetära unionen på nytt 1988. I rapporten föreslogs på nytt att den ekonomiska och monetära unionen skulle införas i tre steg. Dessa var ekonomisk samordning, bestämmelser för finansiering av nationella budgetunderskott och införandet av en oberoende institution, europeiska centralbanken, för förande av unionens monetära politik.

Under 1989 beslutades att den första etappen skulle inledas året därpå och att den ekonomiska och monetära unionen skall vara skall vara inrättad före utgången av 1999.

I huvudsak innebar de tre etapperna följande:

Etapp 1. 1 juli 1990. Harmonisering av lagstiftning vad gäller förbud att införa begränsningar av kapitalflöden, förbud för respektive lands centralbanker att

bevilja krediter till offentliga organ eller företag samt förbud för positiv särbehandling av dessa.

Etapp 2. 1 januari 1994. Ej bindande regler för ekonomisk konvergens. Kommissionen övervakar nationella offentliga finanser. Ökat samarbete mellan centralbanker.

Etapp 3. 1 januari 1999. Alla medlemsstaters valutaväxelkurser låses mot eurons. Objektiva konvergenzkriterier med tvingande budgetregler för medlemsstater samt sanktionsmöjlighet för medlemsstater som inte följer dessa.<sup>38</sup>

När etapp 3 inleddes blev Euroländerna tvungna att följa en gemensam stabiliseringspolitik.

### 4.3 Stabiliseringspolitik i valutaunionen och Sverige

I valutaunionen förs penningpolitiken för hela området av den Europeiska centralbanken. ECB har som mål att inflationen ska vara högst 2 procent. Det som ligger till grund för ECB:s beslut om styrräntan är förväntningarna om den genomsnittliga prisutvecklingen i hela euroområdet. Om Sverige går med i valutaunionen kan det inträffa situationer då ECB:s styrränta inte fullt ut passar den svenska ekonomin. Finanspolitiken måste då användas mer aktivt för att motverka obalanserna. ECB:s strävan efter prisstabilitet lägger grunden för den långsiktiga stabiliteten i euroområdet. Dessutom sker en samordning av finanspolitiken genom ett gemensamt finanspolitiskt ramverk. I Maastrichtfördraget slogs det fast att underskotten i medlemsländerna inte får överskrida 3 procent av BNP och att bruttoskulden skall ligga under 60 procent av BNP eller vara avtagande. Enligt den s.k. Stabilitets- och tillväxtpakten har det lagts fast att de offentliga saldona ska vara i balans eller överskott över konjunkturcykeln. En noggrann övervakning av att så är fallet görs av kommissionen och Ekofin-rådet. Medlemsstaternas regeringar utarbetar så kallade stabilitets- och konvergensprogram som innehåller planer för de offentliga

---

<sup>38</sup> <http://europa.eu.int/scadplus/leg/sv/lvb/l25007.htm>

finanserna tre år framåt i tiden. I de fall ett land överskrider 3 procentgränsen kan sanktioner vidtas mot landet. Sammantaget är det alltså ECB:s prisstabilitetsmål och det gemensamma finanspolitiska ramverket som utgör grunden för politiken för långsiktig stabilitet i euroområdet. I den mån Sveriges konjunktur är någorlunda i fas med euroområdet kommer ECB:s penningpolitik att få ungefär samma effekt på den svenska konjunkturen som Riksbankens politik har idag: Vid svag konjunktur kommer ECB i normalfallet att sänka sin styrränta. Det kommer att påverka marknadsräntor och boräntor i Sverige och stimulera konsumtion och investeringar. Det omvända kommer att inträffa vid stark konjunktur och överhettningrisk. Därmed stabiliseras konjunkturen.

Vid något tillfälle kan det komma att inträffa att den svenska konjunkturutvecklingen avviker markant från den i euroområdet. Då kommer ECB:s styrräntenivå att inte riktigt passa den svenska ekonomin. Om vi i Sverige har ett bättre konjunkturläge än i euroområdet blir räntan för låg. Det omvända blir fallet om Sverige har en klart sämre konjunktur än i euroområdet. Om avvikelserna är stora bör den svenska finanspolitiken vara aktiv för att motverka obalanserna.

Finanspolitikens roll i valutaunionen är väl analyserad av Kommittén för stabiliseringspolitiken för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen, även kallad STEMU-utredningen. Kommittén, som leddes av ambassadör Bengt K.Å. Johansson, presenterade ett antal förslag på hur ramverket för finanspolitiken kan förstärkas för att klara stabiliteten i Sverige vid ett medlemskap i valutaunionen.

Det förekommer nu en bred diskussion om kommitténs förslag. Ett fyrtiotal privata och offentliga institutioner har givit remissvar på betänkandet och olika synpunkter på förslagen framförs i media. För närvarande pågår ett arbete inom regeringskansliet med att analysera kommitténs förslag.<sup>39</sup>

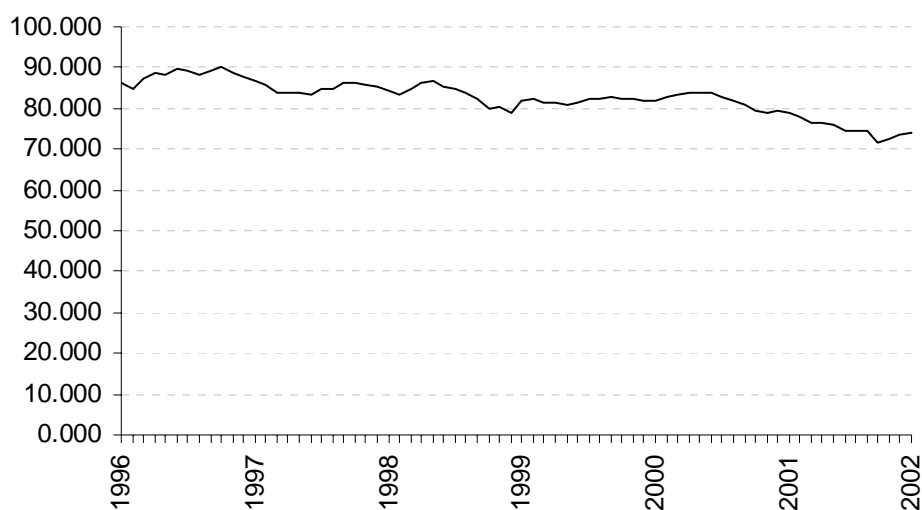
---

<sup>39</sup> <http://www.finans.regeringen.se/emu/ekonomi/stabileuro.htm>



## Kapitel 5. Resultat och diskussion

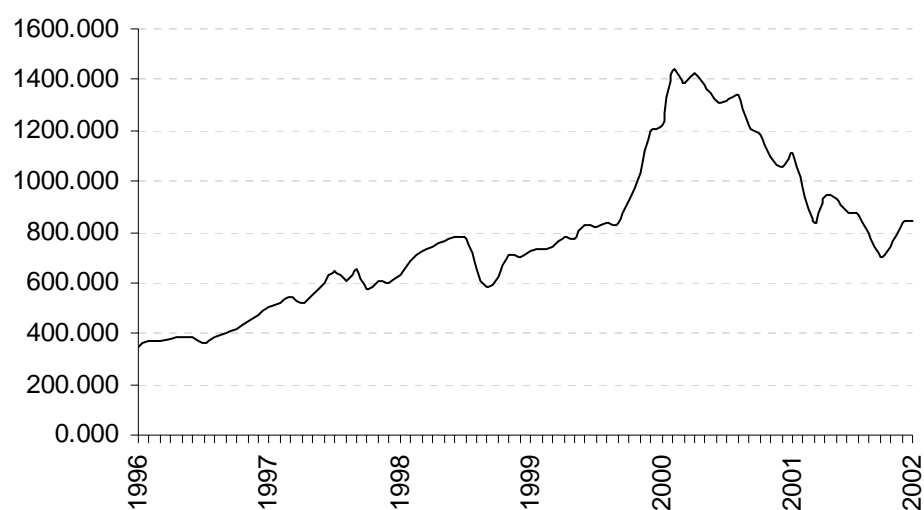
Vi börjar med en presentation av data vi har använt i vår undersökning. Vi använde J.P. Morgans ensidiga handelsvalutaindex som mäter nominell växelkurs, stabilitet av individuella OECD-valutor i förhållande till en begränsad korg av 18 andra valutor, vilket är t ex. USD index stabilitet mot korgen som består av kanadensisk, japansk, tysk, fransk, italiensk, engelsk, australisk, belgisk, dansk, finsk, holländsk, norsk, spansk, svensk, schweizisk, grekisk, österrikisk och portugisisk valuta. Dessa index är vägda för att reflektera det globala bilaterala handelsmönstret i tillverkningsföretag och är baserat på genomsnittet 1990=100.



**Figur 1 JP Morgans valutaindex under undersökningsperioden**

Figur 1 visar hur värdet på den svenska valutan har fluktuerat under undersökningsperioden jämfört med den valutakorg vi använt oss av.

Då vi utgår att det finns en viss fördröjning från det att valutakursexponeringen ökar eller minskar, har vi medvetet justerat förändring i växelkursförändring bakåt så att en "lag" uppstår. Tanken med fördröjningen är att en förändring i valutakurs inte avspeglar sig i aktieavkastningen direkt. Vi har räknat med en "lag" på en månad.



**Figur 2 OMX under undersökningsperioden**

Figur 2 visar utvecklingen för OMX-index under samma period. En sammanställning av företagens förändring i aktieavkastning presenteras i appendix i tabell 5 i form av max, min, medelvärde och standardavvikelse.

I tabell 1 och 2 presenteras resultat för de olika företagen i grupp1 för perioden före och efter EMU-inträdet. Med hjälp av multipel linjär regression (ekv. 3), för respektive period, fick vi koefficienter för varje företag.

Företag	Intercept t	T-värde intercept	$\beta_{ix}$	T-värde $\beta_{ix}$	$\beta_{io}$	T-värde $\beta_{io}$	R square
1 Allgon	-0.007	-0.460	-1.599	<b>-1.361</b>	1.205	4.788	<b>0.436</b>
2 Astra Zeneca	-0.005	-0.511	-1.112	<b>-1.598</b>	0.902	6.057	<b>0.551</b>
3 H&M	0.052	3.425	-1.173	-1.073	0.580	2.474	<b>0.185</b>
4 HL Display	0.052	2.740	0.187	0.137	0.282	0.962	0.029
5 Sandvik	-0.009	-0.825	-0.208	-0.271	0.800	4.857	<b>0.425</b>
6 SCA	0.002	0.132	-0.959	-1.097	0.729	3.892	<b>0.338</b>
7 SKF	-0.029	-1.966	-1.973	<b>-1.858</b>	1.068	4.695	<b>0.443</b>
8 Volvo	-0.005	-0.386	-1.796	<b>-2.084</b>	0.705	3.820	<b>0.372</b>
9 Trelleborg	-0.023	-1.855	-1.145	<b>-1.250</b>	1.085	5.534	<b>0.501</b>
10 Scania	-0.023	-2.183	-1.952	<b>-2.558</b>	0.773	4.730	<b>0.475</b>

**Tabell 1 Riskkoefficienter för grupp 1 för perioden FÖRE EMU inträdet**

Företag	Intercept	T-värde intercept	$\beta_{ix}$	T-värde $\beta_{ix}$	$\beta_{io}$	T-värde $\beta_{io}$	R square
1 Allgon	-0.004	-0.138	-2.022	-0.874	1.875	4.691	<b>0.408</b>
2 Astra Zeneca	0.018	1.306	-0.168	-0.165	-0.384	-2.182	<b>0.127</b>
3 H&M	0.009	0.471	0.756	0.558	0.828	3.535	<b>0.280</b>
4 HL Display	-0.004	-0.129	-0.412	-0.202	0.041	0.116	0.002
5 Sandvik	0.009	0.677	-0.829	-0.806	0.633	3.567	<b>0.288</b>
6 SCA	0.017	1.161	0.175	0.160	0.219	1.161	0.040
7 SKF	0.027	1.559	0.051	0.040	0.424	1.901	0.099
8 Volvo	0.000	0.017	0.562	0.599	0.244	1.504	0.074
9 Trelleborg	0.009	0.643	0.477	0.446	0.059	0.318	0.009
10 Scania	0.008	0.385	-0.925	-0.569	0.284	1.012	0.039

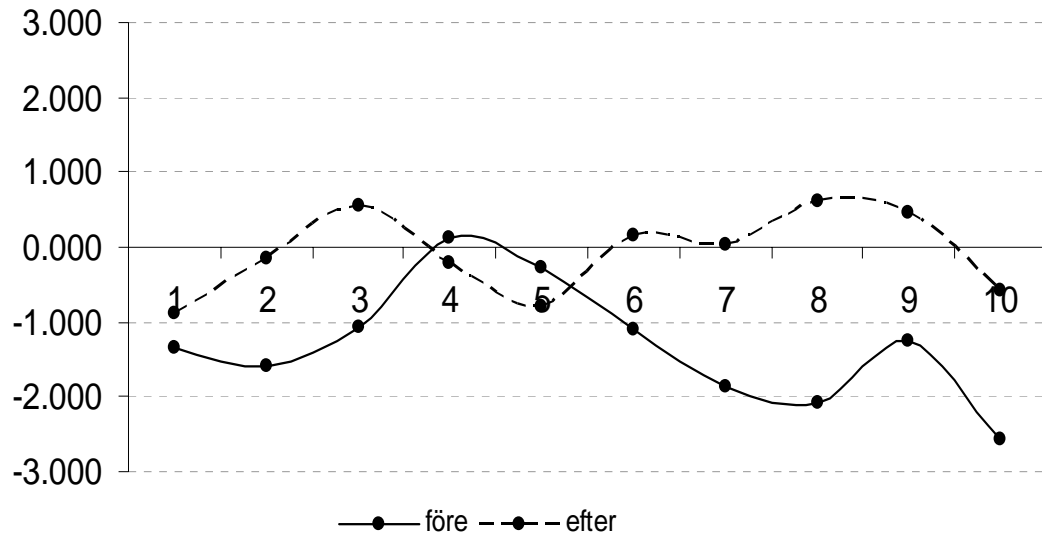
**Tabell 2 Riskkoefficienter för grupp 1 för perioden EFTER EMU inträdet**

*R Square* (determinationskoefficienten) visar hur mycket av variationen hos den beroende variabeln ( $y$ ), som kan förklaras av den oberoende variabeln ( $x$ ) genom ekvationen. För perioden före EMU-inträdet visar 90 % av de undersökta företagen hög förklaringsgrad (värden i fetstil). För perioden efter visar 40% av företagen hög förklaringsgrad.

*$\beta$ -värde* mäter känsligheten av aktieavkastningen till förändringar i de undersökta faktorerna. Då vi använder oss av multipel regression (ekv. 3) får vi fram  $\beta_{ix}$  (känslighet för valutakursförändring) och  $\beta_{io}$  (känslighet för förändring i ortogonaliserat marknadsindex).

*T-värde* beräknade vi för att visa signifikans hos de undersökta företagen. Vid t-fördelning med konfidensgraden 90 % är alla t-värden som är större än 1,645 signifikanta. Vi visar grafiskt i figur 3 hur t-värdet för  $\beta_{ix}$  ser ut för företagen före och efter EMU-inträdet. 30 % av de undersökta företagen visar signifikant exponering för valutarisk under perioden ”före”. Alla företag i gruppen förutom ett visar negativ känslighet till valutakursförändringar i samma period. Enligt våra förväntningar, skulle företagen visa mindre negativ känslighet till valutakursförändringar i perioden ”efter”, eftersom den svenska kronan skulle förstärkas och exportvaror och tjänster skulle bli dyrare för utländska kunder. 30 % av de undersökta företagen visar den förväntade effekten, fast inget av de

undersökta företagen i grupp 1 visar något signifikans i period "efter", dvs. de har ingen väsentlig exponering för valutarisker längre.



Figur 3 T-värde  $\beta_{ix}$  för grupp 1 före och efter EMU inträdet

I tabell 3 och 4 presenteras resultat för företagen i grupp 2, den s.k. kontrollgruppen med en minimal andel export, för perioden före och efter EMU-inträdet.

öretag	Intercept	T-värde intercept	$\beta_{ix}$	T-värde $\beta_{ix}$	$\beta_{io}$	T-värde $\beta_{io}$	R square
1 Gotlands rederi	0.010	0.827	-0.910	-1.053	-0.255	-1.379	0.086
2 JM	-0.014	-1.161	-0.795	-0.913	-0.169	-0.904	0.049
3 Intellecta	-0.011	-0.773	-0.404	-0.406	-0.461	-2.163	<b>0.131</b>
4 Ångpannefören.	-0.003	-0.252	0.517	0.604	-0.519	-2.832	<b>0.208</b>
5 NEAB	-0.006	-0.348	0.123	0.108	-0.193	-0.788	0.019
6 PEAB	0.001	0.052	-0.734	-0.848	-0.450	-2.430	<b>0.172</b>
7 VLT	-0.009	-0.484	-0.573	-0.414	-0.190	-0.639	0.018
8 Ljungbergsgruppen	-0.021	-1.844	0.369	0.438	-0.187	-1.034	0.038
9 Lundbergs	0.017	1.465	0.953	<b>1.149</b>	-0.889	-5.005	<b>0.452</b>
10 Wallenstam	0.016	1.219	-1.233	<b>-1.264</b>	-0.778	-3.725	<b>0.326</b>

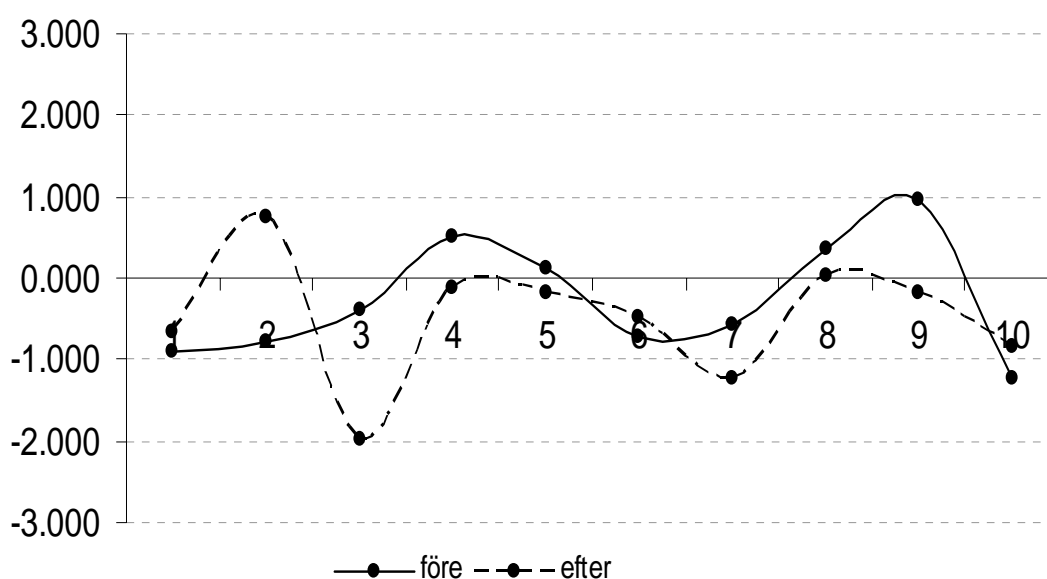
Tabell 3 Riskkoefficienter för grupp 2 för perioden FÖRE EMU inträdet

Företag	Intercept	T-värde intercept	$\beta_{ix}$	T-värde $\beta_{ix}$	$\beta_{io}$	T-värde $\beta_{io}$	R square
1 Gotlands rederi	-0.024	-2.208	-0.669	-0.841	0.077	0.557	0.030
2 JM	-0.009	-0.660	0.748	0.733	-0.169	-0.956	0.042
3 Intellecta	0.000	-0.024	-1.989	<b>-1.722</b>	-0.447	-2.239	<b>0.195</b>
4 Ångpannefören.	0.003	0.181	-0.109	-0.082	-0.321	-1.389	0.055
5 NEAB	-0.011	-1.001	-0.177	-0.216	-0.065	-0.456	0.008
6 PEAB	-0.019	-1.310	-0.470	-0.444	0.002	0.010	0.006
7 VLT	-0.004	-0.326	-1.222	<b>-1.292</b>	0.099	0.606	0.058
8 Ljungbergsgruppen	-0.018	-1.595	0.022	0.027	0.111	0.766	0.017
9 Lundbergs	-0.014	-1.827	-0.186	-0.333	-0.034	-0.350	0.007
10 Wallenstam	-0.014	-1.187	-0.844	-0.955	0.065	0.427	0.032

**Tabell 4 Riskkoefficienter för grupp 2 för perioden EFTER EMU inträdet**

För perioden före EMU-inträdet visar 50 % av de undersökta företagen hög förklaringsgrad (värden i fetstil). För perioden efter visar endast 10% av företagen hög förklaringsgrad.

Företagen i grupp två förväntades inte visa någon valutariskexponering under perioden ”före” eller ”efter”. Bara 10 % av de undersökta företagen visar signifikant exponering till valutarisk i perioden efter. Känsligheten är negativ och vi kan inte hitta någon bra förklaring till detta resultat.



**Figur 4 T-värde  $\beta_{ix}$  för grupp 2 före och efter EMU inträdet**

För perioden före EMU-inträdet kan nästan alla variationer i grupp 1 förklaras av växelkurs och marknadsindex. I grupp 2 däremot, kan bara 50 % av variationerna förklaras på detta sätt. 40 % i grupp 1 och 10 % i grupp 2, i perioden efter visar hög förklaringsgrad.

I perioden före visar grupp 1 30 % stark och 30 % svagare signifikans. Värdena för de senare ligger dock i närheten av att vara signifikanta. Grupp 2 däremot visar ingen signifikans, dock ligger 20 % i närheten.

För perioden efter visar grupp 1 ingen signifikans alls. Grupp 2 visar signifikans i 10 % av fallen och 10 % ligger i närheten.

## Kapitel 6. Sammanfattning

Den här uppsatsen analyserar effekten av växelkursstabilisering efter EMU inträdet på valutarisikexponering hos de stora svenska exportföretagen. Enligt ekonomisk teori finns det samband mellan företagsvärde och valutakursrisikexponering. Vår undersökning visar att de undersökta svenska företagen har haft väsentligt högre valutakursrisikexponering före EMU inträdet. Efter inträdet blev exponeringen obetydligt låg för de flesta exportföretagen.

Kontrollgruppen däremot visade ingen exponering till valutarisk, som är logisk för företag som inte har stora, eller några, utlandsaktiviteter.

Det betyder att företagens exponering för valutakursrisk påverkas av växelkursstabilitet, dvs. när företagen behöver bara hantera en valuta istället för 12. Det visar, enligt vår mening, att EMU inträdet har haft en positiv effekt för svenska exportföretag.

Tyvärr har inte så många av de undersökta företag visat signifikans. Det kan förklaras av begränsat antal av utvalda företag och inte tillräcklig lång period av undersökning. Det finns en risk för att effekterna av EMU-lanseringen ännu inte har realiserats. Vi tycker att det ge stora möjligheter till vidare undersökning med en längre tidsperiod samt ett större antal företag.

## Källförteckning

Andrén, *Essays on Corporate Exposure to Macroeconomic Risk*, Lund Business Press, Lund, 2001.

Bodnar, Marston, *Exchange rate exposure: A simple model*, [www.sais-jhu.edu/bodnar/gmb/workpapers](http://www.sais-jhu.edu/bodnar/gmb/workpapers)

Denscombe, *Forskningshandboken- för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund, 2000.

Devereux, Engel, Tille, *Exchange rate pass-through and the welfare effects of the Euro*, *International Economic Review* Vol. 44, № 1, February 2003-04-27

Eiteman, Stonehill, Moffett, *Multinational Business Finance*, 9<sup>th</sup> edition, Addison-Wesley Longman, 2001.

Halvorsen, *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, Lund. 1992

Körner, Wahlgren, *Statistisk dataanalys*, Studentlitteratur, 2000.

Oxelheim, *Financial Markets in Transition. Globalization, Investment and Economic Growth*, International Thomson Business Press, 1996

Oxelheim, Wihlborg, *Managing in the Turbulent World Economy-Corporate Performance and Risk exposure*, Wiley, 1997.

Sohnke, Bartram, Karolyi, Kleimeier, *The Impact of the Euro on Foreign Exchange Rate Risk Exposures*, working paper Lancaster University, Ohio StateUniversity, Maastricht University

### Elektroniska källor

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/sv/lvb/l25007.htm>

<http://www.finans.regeringen.se/emu/ekonomi/stabileuro.htm>

<http://www.svensktnaringsliv.se>



## Appendix

	Period 1: Före EMU-inträdet				Period 2: Efter EMU-inträdet			
	min	max	med	standard avvikelse	min	max	med	standard avvikelse
<b>Grupp 1</b>								
Allgon	-0.147	0.283	0.035	0.116	-0.443	0.579	-0.019	0.229
Astra Zeneca	-0.136	0.178	0.020	0.077	-0.119	0.201	0.009	0.083
H&M	-0.115	0.242	0.071	0.090	-0.232	0.394	0.001	0.122
HL display	-0.178	0.314	0.044	0.103	-0.256	0.408	-0.027	0.156
Sandvik	-0.213	0.150	-0.003	0.075	-0.190	0.264	-0.001	0.093
SCA	-0.155	0.207	0.011	0.080	-0.165	0.208	0.024	0.085
SKF	-0.218	0.173	0.015	0.106	-0.147	0.259	0.030	0.104
Volvo	-0.139	0.176	0.020	0.081	-0.129	0.142	-0.008	0.074
Trelleborg	-0.247	0.199	0.024	0.096	-0.106	0.286	0.000	0.082
Scania	-0.198	0.152	0.000	0.078	-0.148	0.597	-0.004	0.126
<b>Grupp 2</b>								
Gotlands rederi	-0.111	0.154	0.012	0.067	-0.212	0.100	-0.015	0.062
JM	-0.140	0.167	-0.013	0.066	-0.196	0.202	-0.010	0.080
Intellecta	-0.244	0.132	-0.020	0.079	-0.224	0.268	0.002	0.098
Ångpanneföreningen	-0.197	0.125	-0.025	0.071	-0.259	0.238	-0.002	0.105
NEA	-0.167	0.226	0.000	0.086	-0.159	0.112	0.000	0.063
PEAB	-0.193	0.126	-0.017	0.071	-0.167	0.167	-0.015	0.081
VLT	-0.307	0.173	-0.016	0.104	-0.227	0.196	0.003	0.074
Ljungbergsgruppen	-0.114	0.138	-0.035	0.064	-0.160	0.143	-0.013	0.065
Lundbergs	-0.152	0.297	-0.014	0.083	-0.105	0.084	-0.022	0.043
Wallenstam	-0.191	0.180	-0.010	0.088	-0.159	0.145	-0.003	0.069

**Tabell 5 Hänvisning av data, som var använt i undersökningen.**