



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Nationalekonomiska institutionen
C-uppsats VT 2010

Valutaexponering i den svenska skogsindustrin

En studie av exponeringen mot valutafluktuationer
i en exporttunga bransch

Författare: Edit Palmér

Handledare: Hossein Asgharian

Förord

Jag vill passa på att riktiga ett stort tack till alla som hjälpt mig med uppsatsen. Tack Klas Lavemark som ställde upp på att bli intervjuad. Tack till alla bolag som tog sig tid att besvara enkäten. Tack till min handledare Hossein Asgharian för värdefull input. Stort tack även till Carl-Henrik Palmér för inspiration och att du tog dig tid att korrekturläsa hela texten.

Lund, maj, 2010

Edit Palmér

Abstract

Title: Exchange rate exposure in the Swedish forest industry – a study of exposure to currency fluctuations in an export industry

Seminar date: June 3rd 2010

Course: NEKK01, bachelor thesis

Author: Edit Palmér

Supervisor: Hossein Asgharian

Key words: exchange rate exposure, currency hedging, derivatives, β -value

Purpose: The purpose of this paper is to investigate how the Swedish forestry companies work with currency risk management and by calculations of β -values to examine whether a significant exposure to foreign currency exists.

Methodology: I have for each of the companies investigated how they work with currency hedging, this through an interview, a questionnaire and through examination of financial statements. Then I have calculated β -value at historic rates of return to the dollar, euro and sterling.

Conclusions: The result shows that all companies have a currency hedging policy, which clearly shows how they will work to reduce exposure. The companies ensures selective, that is not the total net flow. The majority of companies use the futures and derivatives for hedging. Despite this show companies at a significant exposure to currency fluctuations. Most companies have a significant exposure to the euro. In addition this exposure is negative. Further, the small companies tend to show more significance than the larger ones.

Sammanfattning

Titel: Valutaexponering i den svenska skogsindustrin – en studie av exponeringen mot valutafluktuationer i en exporttung bransch

Datum för seminarium: 2010-06-03

Författare: Edit Palmér

Handledare: Hossein Asgharian

Nyckelord: valutaexponering, valutariskhantering, derivat, β -värde

Syfte: Syftet med denna uppsats är att undersöka hur de svenska skogsbolagen arbetar med valutariskhantering samt att genom beräkningar av β -värden undersöka om en signifikant exponering mot utländsk valuta finns.

Metod: Jag har för vart och ett av bolagen undersökt hur de arbetar med valutasäkring, detta genom en intervju, en enkät samt genom granskning av årsredovisningar. Sedan har jag beräknat β -värde på historiska avkastningar mot dollar, euro och det brittiska pundet.

Resultat: Resultatet visar att samtliga bolag har en valutasäkringspolicy, där de tydligt visar hur de ska arbeta för att minska exponeringen. Bolagen säkrar selektivt, det vill säga inte hela nettoflödet. Majoriteten av bolagen använder terminer som derivat för valutasäkring. Trots detta visar bolagen på en signifikant exponering mot valutafluktuationer. Flest bolag har en signifikant exponering mot euro, denna exponering är dessutom negativ. Vidare tenderar de mindre bolagen att ha mer signifikans än de större.

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	6
1.1 BAKGRUND	6
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	7
1.3 SYFTE	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR	8
1.5 DISPOSITION	8
2 TEORI	9
2.1 RISKER FÖR EXPORTERANDE SKOGSFÖRETAG	9
2.2 VALUTAKURSRISK	9
2.2.1 TRANSAKTIONSEXPONERING	10
2.2.2 OMRÄKNINGSEXPONERING	10
2.3 VALUTASÄKRINGSMETODER	10
2.4 FINANSIELLA INSTRUMENT FÖR VALUTASÄKRING	10
2.4.1 TERMINER	10
2.4.2 OPTIONER	11
2.4.3 VALUTASWAPPAR	11
2.5 INTERNA STYRMEDEL	12
2.6 ORSAK TILL VALUTASÄKRING	12
2.7 HANTERING AV VALUTAEXPONERING	13
2.8 MODELL	13
2.8.1 β	14
2.9 SIGNIFIKANSTEST OCH HYPOTESPRÖVNING	14
2.10 FÖRKLARINGSGRAD (R^2)	15
2.11 TIDIGARE STUDIER	15
2.11.1 VALUTARISKHANTERING	15
2.11.2 VAL AV DERIVAT	16
3 METOD	17
3.1 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	17
3.2 INSAMLING AV DATA	17
3.2.1 DATAUNDERLAG	17
3.2.2 URVALSMETOD	18
3.2.3 DATAINSAMLINGSMETODER	18
3.3 BEARBETNING AV DATA	19
4 ANALYS OCH RESULTAT	20
4.1 VALUTASÄKRING I DE SVENSKA SKOGBOLAGEN	20
4.1.1 VALUTARISKHANTERINGSPOLICY	20
4.1.2 VAL AV FINANSIELLA INSTRUMENT	21
4.2 SAMMANSTÄLLNING AV ENKÄT	22
4.2.1 VILKA VALUTOR EXPONERAS NI FÖR? VILKEN VALUTA EXPONERAS NI MEST FÖR?	22
4.2.2 HUR SER ER VALUTASÄKRINGSPOLICY UT?	23
4.2.3 VARFÖR VALUTASÄKRAR NI?	24
4.2.4 HUR PÅVERKAS NI AV DEN SJUNKANDE DOLLARKURSEN?	24
4.3 SAMMANDRAG INTERVJU	25
4.4 ANDEL SÄKRAT BELOPP	26

4.4 β -VÄRDEN	28
4.4.1 ENKEL REGRESSION	28
4.4.2 MULTIPEL REGRESSION	29
4.5 SIGNIFIKANSER	29
4.5.1 SIGNIFIKANSTEST FÖR DEN ENKLA REGRESSIONEN	30
4.5.2 SIGNIFIKANSTEST FÖR DEN MULTIPLA REGRESSIONEN	31
5 AVSLUTNING	32
5.1 DISKUSSION	32
5.2 SLUTSATS	33
5.3 VIDARE STUDIER	33
6 REFERENSER	34
BILAGOR	36

1 Inledning

I inledningen berättas kortfattat om bakgrunden till studien, problemformulering, syfte och gjorda avgränsningar och därefter behandlas slutligen uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Under 1800-talets mitt utvecklades den svenska industrin och mest syntes detta inom sågverksindustrin. De stora svenska skogarna utnyttjades och blev en del av världsekonomin. Den stora anledningen till detta var en gynnsam export. (Schön, 2001, s.169) Exporten av skogsrelaterade produkter, skogsvaror, massa, papper, trävaror, är fortfarande stor från Sverige. Samtidigt är importen av liknande produkter liten. (SCB) Ställningen som stor exportör i världen har hållit i sig och Sverige räknas idag som världens näst största exportör av sågade trävaror och fjärde störst på pappersmassa och papper (Skogsindustrierna). De svenska skogsbolagen har genom sin stora export höga intäkter i utländsk valuta allt medan deras rörelsekostnader är i svenska kronor.

Bolagens snedfördelning av intäkts- och kostnadsvaluta skapar risker. Fluktuation i valuta är en risk för företagen i och med att värdet på framtida kassaflöden i utländsk valuta är okänt. En framtida intäkt i utländsk valuta som stärks mot den svenska kronan innebär en vinst för företaget. Däremot, om den utländska valutan försvagas innebär det att företaget gör en förlust jämfört med beräknad intäkt från ordern. (Hässel et al. 23ff) De senaste åren har detta blivit alltmer relevant i och med att volatiliteten i valutakurserna har varit hög. Dollarn har sedan våren 2008 fluktuerat ovanligt mycket och euron har stärkts gentemot alla andra valutor. Pundet är däremot nere på extremt låga nivåer. (se bilaga 1)

Valutasäkring är en metod för att minska denna osäkerhet i framtida kassaflöden i utländsk valuta. Det kan göras på ett flertal sätt, dels genom externa styrmedel som terminer, optioner och swappar, dels genom olika interna styrmedel.

1.2 Problemformulering

Huruvida exponeringen mot utländsk valuta verkligen påverkar bolagens avkastning eller inte finns det mycket forskning kring. Nydahl (1999) poängterar dock att det mesta av den forskningen bygger på amerikanska bolag. Den amerikanska marknaden är den minst öppna marknaden i världen och bolagen borde, så som den forskningen menar, inte påverkas i samma utsträckning för fluktuationer i utländsk valuta. Nydahls artikel fokuserar på svenska börsnoterade bolag och får till viss del andra resultat. Den tidigare forskningen är dessutom cirka tio år gammal och mycket har hänt under dessa år. Framför allt fluktuerar dollarn mer än tidigare och euron fluktuerar uppe på en hög nivå.

Denna studie behandlar ämnet utifrån två angreppssätt, en kvalitativ och en kvantitativ del. Den kvalitativa delen behandlar hur de svenska skogsbolagen arbetar med valutariskhantering till följd av sin sneda exponering mot utländsk valuta. Sedan följer en kvantitativ undersökning, genom beräkning av β -värden, för att ta reda på om avkastningarna för de svenska skogsbolagen påverkas av fluktuationer i utländsk valuta. Detta tillsammans ska ta reda på hur och om de svenska skogsbolagen arbetar med valutasäkring samt om det finns en signifikant exponering.

Det nya i denna uppsats är därmed att den enbart fokuserar på en, exporttunga, bransch och inte marknaden som helhet. Dessutom fokuserar den både på själva arbetet kring valutarisk, för att minska exponeringen, och på frågan om bolagens avkastningar signifikant påverkas av förändringar i valutakurser. Uppsatsen belyser även hur bolagen påverkas av specifika valutor istället för ett valutaindex.

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur de svenska skogsbolagen arbetar med valutariskhantering samt att genom beräkningar av β -värden undersöka om en signifikant exponering mot utländsk valuta finns.

1.4 Avgränsningar

Undersökningen är avgränsad till att enbart behandla svenska skogsbolag noterade på Nasdaq OMX Stockholmsbörsen. Detta för att kunna göra valda beräkningar på β -värden på historiska data, med icke-börsnoterade bolag inkluderade hade det inte gått.

Vald tidsperiod för årsredovisningarna är 2002-2009. För avkastningarna har jag istället valt perioden 1999-2009, detta då euron infördes 1999. Jag är medveten om att det är en relativt kort tidsperiod men ansåg ändå avgränsningen vara nödvändig. Möjligen hade en längre tidsperiod kunnat inkluderas för dollarn och pundet, då hade en möjlig tidsperiod varit från 1993 när Sverige införde rörlig växelkurs. Jag anser dock att den valda, kortare, perioden är intressant då framför allt slutet är en turbulent tid och skulle kunna ge intressanta resultat. Inräknas en längre period är dessutom risken högre att få missvisande β -värden.

1.5 Disposition

Andra delen i uppsatsen behandlar teorin bakom valutarisk, valutariskhantering samt den använda modellen för beräkning av β . Den tredje delen går igenom metodval, urval och databehandling. I den fjärde delen presenteras resultat och analys av studien och i den femte och avslutande delen kommer diskussion och slutsats.

2 Teori

Här beskrivs teorin bakom valutarisk, riskhantering, metoder för att minska valutarisker, formler för gjorda uträkningar samt tidigare forskning presenteras.

2.1 Risker för exporterande skogsföretag

Alla företag möter olika typer av risker. Nedan kommer enbart makrorisker att diskuteras. Det är risker som företag möter och som inte är företags- eller industrispecifika. Det handlar om förändringar i det ekonomiska läget i landet. Oxelheim och Wihlborg (1997, s.27ff) nämner tre typer av risker

- Ränterisk – oförväntade förändringar i räntan påverkar kostnaden på vissa finansiella tillgångar. Dessutom kan efterfrågan på produkter förändras.
- Valutarisk – förändringar i inhemsk eller utländsk valuta. Det finns två typer av valutarisk; inflationsrisk och valutakursrisk.
- Landrisk – ett brett begrepp för förändringar inom ett land. Det kan vara den totala efterfrågan eller produktiviteten men även till exempel förändringar i lagar som gör att spelförutsättningar ändras.

De nämnda riskerna är risker som de flesta företag arbetar med att dämpa genom olika typer av finansiella kontrakt.

2.2 Valutakursrisk

Av de ovan nämnda är valutakursrisken den makrorisk som är intressant för studien.

Ett företag är exponerat för en valutakursrisk om en valutakursförändring för med sig en förändring i ett företags tillgångar eller skulder. Det kan även innebära en ändring i nuvärdet av företagets framtida kapitalströmmar. (Kinnwall & Norman, 1994, s.127) Främst diskuteras två typer av valutakursrisker; transaktionsexponering och omräkningsexponering.

2.2.1 Transaktionsexponering

Transaktionsexponering, eller betalningsexponering, berör flödet av intäkter och kostnader i utländsk valuta. Detta är en reell risk då det är ett kassaflöde som påverkas av valutakursförändring. Valutakursen vid transaktionsdatum är okänd när kontraktet sluts vilket medför en risk för företaget. (Grath, 2004, s.97)

2.2.2 Omräkningsexponering

Omräkningsexponering, eller balanssexponering, är en bokföringsmässig exponering som uppstår när utländska dotterbolags tillgångar ska läggas till moderbolagets i det konsoliderade bokslutet. (Grath, 2004, s.95)

2.3 Valutasäkringsmetoder

Valutasäkring kan ske på olika sätt. Antingen kan valutakursen för framtida kassaflöden säkras genom finansiella instrument eller genom interna styrmedel. Finansiella instrument innebär att via kontrakt bestämma den annars osäkra framtida växelkursen. De interna metoderna går ut på att inom företaget styra hur stora nettoflödena av utländsk valuta blir.

2.4 Finansiella instrument för valutasäkring

Oxelheim och Wihlborg (1997, s.151) beskriver att på effektiva marknader byggs valet av att använda optioner, terminer eller en oskyddad position på risken förknippad med alternativet tillika skillnaden mellan köp- och säljkurser på det finansiella kontraktet. Nedan följer en beskrivning av de vanligaste finansiella instrumenten.

2.4.1 Terminer

Terminer är ett instrument där ett kontrakt sluts mellan en köpare och en säljare om köp av en underliggande tillgång vid en specifik tidpunkt till ett överenskommet pris. En av parterna tar en lång position och binder sig därmed att köpa den underliggande tillgången vid kontraktets slut till det överenskomna priset. Den andra parten tar en kort position och binder sig att sälja den underliggande tillgången. Terminer är det billigaste derivatet då ingen valmöjlighet finns. Priset sätts i nära förhållande till spotpriset. Det kostar inget att ingå själva kontraktet. (Hull, 2006, s.3)

Fortsättningsvis när det står terminer kommer det att innebära valutaterminer, det vill säga terminskontrakt med en utländsk valuta som underliggande tillgång.

2.4.2 Optioner

Optioner är ett mer komplext kontrakt än terminer, men med samma grundprincip, det vill säga att ett kontrakt sluts om ett framtida pris på en underliggande tillgång. Det finns två olika typer av optioner, köp- och säljoptioner. En köpoption ger innehavaren rätt att köpa den underliggande tillgången vid ett specifikt datum till ett överenskommet pris. En säljoption ger innehavaren rätt att sälja den underliggande tillgången vid ett specifikt datum till ett överenskommet pris. Det finns även amerikanska och europeiska optioner. Amerikanska innebär att innehavaren kan välja att lösa in kontraktet när som helst under kontraktet löptid, det vill säga även innan lösendagen. De europeiska kan enbart lösas in på lösendagen. För båda gäller att innehavaren kan välja att inte lösa in kontraktet och köpa/sälja den underliggande tillgången avista. Aktören betalar ett pris för att ingå optionskontraktet vilket inte sker vid terminskontrakt. (Hull, 2006, s.6)

Prissättning av optioner styrs till stor del av volatiliteten i den underliggande tillgången, det vill säga hur stora upp- och nedgångarna är. Hög volatilitet medför en större risk för utställaren och medför att optionen blir dyrare. (Nyberg et al, 2000, s. 268)

Fortsättningsvis när det står optioner kommer det att innebära valutaoptioner, det vill säga optionskontrakt med en utländsk valuta som underliggande tillgång.

2.4.3 Valutaswappar

En swap är ett avtal mellan två aktörer att byta kassaflöden med varandra. Avtalet definierar när kassaflödena ska betalas och hur de ska beräknas. Till skillnad från en termin, som har ett datum där utbyte sker, sker utbyten av kassaflöden flera gånger med ett swapkontrakt. (Hull, 2006, s.149)

Valutaswappar är en metod att byta exponeringsvaluta genom att byta valuta för betalning av amortering och ränta. Amorteringsbeloppet bestäms i förväg i de båda valutorna och betalas oftast i början och i slutet av kontraktperioden. (Ibid)

2.5 Interna styrmedel

Grath (2004, s.98ff) visar på flera olika metoder som företag kan använda för att internt minska exponeringen mot utländsk valuta och därmed minska risken som den medför. Delar av dessa är följande:

- Val av faktureringsvaluta – tre valutor kan väljas vid fakturering, exportörens egen valuta, SEK, motpartens valuta eller en valuta från tredjeland. Faktureringsvaluta bör vara någon av de större valutorna i världen.
- Valutastyrning – försök att styra sina valutaströmmar genom till exempel användning av valutakonton för in- och utbetalningar i samma utländska valuta. På detta sätt utesluts omräkning till SEK.
- Växeldiskontering – banken kan köpa växlar i utländsk valuta som exportören erhållit. Kursrisken försvinner när växeln vid diskonteringsdagen omräknas till SEK. Ovissheten fram till förfallodagen försvinner med andra ord.

Stora företag har ofta in- och utflöden i samma utländska valuta. Det vill säga fodringar och skulder i samma valuta. Detta gör att positiva och negativa värden tar ut varandra. Företaget kan som syns ovan strategiskt styra in- och utflöden av valuta för att minska den direkta exponeringen.

2.6 Orsak till valutasäkring

Oxelheim och Wihlborg (1997, s.31) beskriver vad företagen kan ha för nytta av att ha en tydlig riskhanteringspolicy för hur valutasäkring inom företaget ska ske, delar av dessa är

- Lättare att förutspå framtida kassaflöden
- Minskade finansieringskostnader på kreditmarknaderna
- Mindre likviditetsrisk

Riskhanteringspolicys är emellertid förenade med ökade kostnader för bland annat extra personal och finansiella kostnader.

2.7 Hantering av valutaexponering

Grath (2004, s.98) beskriver tre olika alternativ till hur och varför företag arbetar med att minska sin exponering mot utländsk valuta.

- I varje läge hålla valutaexponeringen så låg som möjligt för att minimera kursförlusterna.
- Att eftersträva en selektiv valutarisktäckning och hålla exponeringen inom vissa satta gränser för att få frihet att utnyttja förväntade valutaförändringar. Detta genom att till exempel bara täcka vissa valutor, delar av belopp eller genom att täcka risker över en viss period.
- Att inte täcka alls utan tro att det i långa loppet jämnar ut sig eller att kunna göra vinst på förväntade förändringar av den svenska kronan.

Grath menar att punkt ett och till viss del punkt två är lämpligast, att företag bör arbeta för att minska eller dämpa exponeringen.

2.8 Modell

Nedan följer en beskrivning av de regressioner som använts för att beräkna β samt dess signifikans. Både en enkel och en multipel regression används.

$$R_{it} = \alpha + \beta \Delta S_i + e_i \quad (1)$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta S_i + \beta_2 R_{mt} + e_i \quad (2)$$

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (3)$$

Den beroende variabeln R_{it} är avkastningen i SEK i period t för företag i beräknat enligt formel (3), ΔS är förändringen i utländsk valuta och e är en slumpterm. R_{mt} är avkastningen i period t på marknadsportföljen. Marknadsportföljen är en indexportfölj byggd av Affärsvärldens Generalindex (AFGX).

Regression (1) är en enkel regression som visar på avkastningens känslighet mot förändringar i valutafluktuationer. I denna regression finns bara en förklarande variabel, valutakursförändring.

Regression (2) är en multipel regression där marknadsindex nu är inkluderad som en andra oberoende variabel. I regression (1) är marknadsindex inkluderat i slump termen och antas då vara okorrelerad med valutakursförändringar.

I en multipel regression behövs vissa antaganden. Ett av dessa är att, för att mäta hur en variabel i en multipel regression påverkar den oberoende variabel krävs det att alla andra variabler hålls konstanta (Westerlund, s. 139). I detta fall innebär det valutakursförändringens påverkan på avkastningen givet att marknadsindex hålls konstant.

Affärsvärldens generalindex innehåller samtliga aktier på Stockholmbörsen, detta gör den till en bra marknadsportfölj för de svenska bolagen. Indexet beräknar genomsnittlig kursutveckling för alla bolagen. (Affärsvärlden)

Nydahl (1999) använder likt andra innan honom ett index även på valutakurserna. Jag har istället valt att göra regressioner med olika valutor. Detta då jag anser det intressant för studien att se om bolagen har olika β (β_1) för olika valutor.

2.8.1 β

I regression (1) och (2) förklaras β och β_1 som förändringen i avkastning givet en enhets förändring i valutan.

β -värdet visar hur riskfylld en tillgång är. Ett β -värde på 1 innebär att om valutakursen rör sig 1 procent så rör sig aktiekursen 1 procent i samma riktning. Ett negativt β innebär att avkastningen rör sig i motsatt riktning. Ett β på noll innebär att avkastningen är oberoende av fluktuationer i valuta. Det ger alltså en indikation på om det finns någon korrelation mellan avkastningen och i detta fall rörelser i utländsk valuta. (Hull, 2006, s.63)

2.9 Signifikanstest och hypotesprövning

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta \neq 0$$

Hypotesen som kommer testas är den som visas ovan. Det görs genom att beräkna t-värde för respektive bolag för varje valuta. Nollhypotesen kommer att testas både med 90 % och 95 % konfidensintervall. Det innebär att om t-värdet ligger utanför intervallet $-1,96 - 1,96$ kan nollhypotesen förkastas på 95 % och utanför $-1,64 - 1,64$

på 90 %. Det innebär att det med 90 eller 95 % sannolikhet går att säga att β (β_1) är signifikant skilt från noll.

2.10 Förklaringsgrad (R^2)

Förklaringsgraden visar hur mycket av den beroende variabeln som förklaras av den oberoende variabeln.

Vanligt är att förklaringsgraden stiger när ytterligare variabler läggs till regressionen, viktigare är att den aldrig kan sjunka. Detta gör att det kan vara svårt att avgöra om den ytterligare variabeln bidrar till att förklara den beroende variabeln mer. Det går dock fortfarande att använda den som en indikator av passformen för den givna modellen. (Wooldridge, s.86ff)

2.11 Tidigare studier

Nedan kommer ett antal tidigare studier som behandlar ämnet valutariskhantering, samt val av derivat, att presenteras.

2.11.1 Valutariskhantering

Valutasäkring är ett omdiskuterat ämne. Tidig klassisk forskning menar att hedgning och andra finansiella beslut inte påverkar företagets värde och därmed inte är lönsamt. Miller och Modiglianis forskning kan anses ha lagt grunden till modern Corporate Finance men mycket har hänt sedan dess, framför allt har globaliseringen i världen ökat. Deras forskning bygger på antaganden så som en perfekt marknad och innehåller inga marknadsfriktioner som till exempel transaktionskostnader. (Nydahl, 1999) Fortfarande finns det dock kritiker som menar att framför allt användningen av derivat inte lönar sig för företag i arbetet med att minska valutakursrisken (Copeland, Yash, 1996). Copeland och Yash menar att detta arbete ibland till och med gör mer skada än nytta då teorin bakom valutasäkring bygger på en statisk värld där alla faktorer utom valutakursen är fasta. Deras artikel menar att externa säkringsmetoder inte dämpar volatiliteten i kassaflödena. Företag bör snarare se över sina nettoflöden i utländsk valuta genom prissättning och plats för tillverkning. De är dock inte enbart kritiska till användandet av derivat, men menar att det inte ska vara det primära sättet att hantera valutarisker.

2.11.2 Val av derivat

Oxelheim och Wihlborg (1997, s.145) beskriver optioner som ett viktigare finansiellt instrument än terminer för valutasäkring tack vare den flexibilitet de erbjuder.

En artikel skriven av Philip Alexander och publicerad i *The Banker* i februari 2009 förklarar varför optioner är ett viktigt instrument i turbulenta marknadstider. Under slutet av 2008 ökade volatiliteten kraftigt för de flesta valutor. Svängningar som vanligen skedde under en tvåveckorsperiod kunde nu ske över en natt. Detta gjorde att flexibiliteten i optioner blev allt viktigare, samtidigt blev optionskontrakten dyrare. Han såg också tendenser att allt kortare kontrakt slöts just för att det var så höga svängningar på så kort tid och ingen vill bli låst av att inte ha inkommande fodringar men fortfarande hög derivatexponering. Detta ställer dessutom högre krav på dem som arbetar med valutasäkring. Han skriver emellertid att terminskontrakt tar bort kostnaden som det innebär att gå in i ett optionskontrakt, men att detta inte reducerar all risk. Fortfarande finns en exponering mot ränterisker. Så om tron finns på en stabil ränta eller att räntan ska gå ner kan det vara lönsamt att gå in i ett terminskontrakt. Problemet som han såg med terminsmarknaden under hösten 2008, i samband med att Lehman Brothers föll, var att hitta en motpart, då kreditrisken plötsligt blev tydligare.

3 Metod

I detta stycke presenteras vald metod samt hur data har samlats in och behandlats.

3.1 Tillvägagångssätt

Metoden för att nå resultat i denna studie är gjord genom granskning av årsredovisningar, enkät till berörda bolag, en intervju och insamlande av historiska data.

3.2 Insamling av data

Nedan följer en genomgång av valt material, urval samt databehandling.

3.2.1 Dataunderlag

Jag har valt att titta på de sju börsnoterade bolagen inom svensk skogsindustri. Tidsperioden för analysen är 1999-2009. Bolagen är verksamma inom olika områden med olika förädlingsgrad. De inkluderade bolagen återfinns på large cap, mid cap och small cap. Lista över valda bolag, produktion, omsättning samt andel export visas i tabell

1.

Tabell 1: Tabellen visar valda bolag, produktion, omsättning samt andel av nettoomsättningen som är export enligt årsredovisningar

Large cap	Producera	Omsättning SEK 2008	Andel export
Stora Enso	Papper, kartong, trävaror	121 miljarder	80 %
SCA	Pappersmassa, hygienprodukter	110 miljarder	Framgår ej
Holmen	Tryckpapper, kartong, trävaror	19,3 miljarder	73 %
Mid cap			
Billerud	Pappersmassa, förpackningspapper	7,8 miljarder	80 %
Small cap			
Rottneros	Pappersmassa	2,6 miljarder	88 %
Rörvik Timber AB	Träförädling	2,4 miljarder	Huvudmarknad Sverige
Bergs Timber AB	Sågade trävaror	0,8 miljarder	80 %

3.2.2 Urvalsmetod

Alla börsnoterade bolag inom skogsindustrin är med i undersökningen. Urvalet kan ses som litet, men bolagen är inte fler.

3.2.3 Datainsamlingsmetoder

En förfrågan om att genomföra en intervju skickades ut via e-mail till samtliga berörda bolag. Responserna var låga, endast ett bolag svarade, SCA. En semikvantitativ intervju hölls, det vill säga en intervju med öppna frågor där det blev mer av en diskussion kring ämnet och ett antal, i förväg, genomtänkta frågor.

Materialet behandlades direkt efter för att så lite information som möjligt skulle försvinna.

Efter detta skickades en enkät ut till alla bolag. Svarsfrekvensen är 5 utav 6 vilket får anses vara bra. Att enkäten bara skickades till 6 bolag är för att den gjordes efter intervjun. Enkäten användes för att gå djupare in på ett antal frågor vilka i princip var desamma som i intervjun. Enkätsvaren har anonymiserats då detta var ett önskemål från vissa bolag. Uppsatsen påverkas inte av detta då syftet är att titta på hur det ser ut i branschen som helhet och inte hur varje enskilt bolag arbetar.

Med utgångspunkt i detta granskades årsredovisningarna för att hitta fakta kring hur bolagen arbetar med valutasäkring. Punkterna jag letade efter är vilka derivat de använder, för hur lång tid de säkrar samt om några förändringar har skett i hur de säkrar.

För avkastningarna valde jag tidsperioden 1999-2009. Med hjälp av Datastream har de historiska dagliga aktiekurserna och valutakurserna hämtats och Affärsvärldens Generalindex för samma period hämtades från Affärsvärldens hemsida.

3.3 Bearbetning av data

Först beräknades avkastningar genom formeln (3) för de dagliga observationerna på aktiekurser, valutakurser samt index i Excel. All data lades sedan in i SPSS och behandlades där för att få fram β och β_1 samt t-värde för parametrarna.

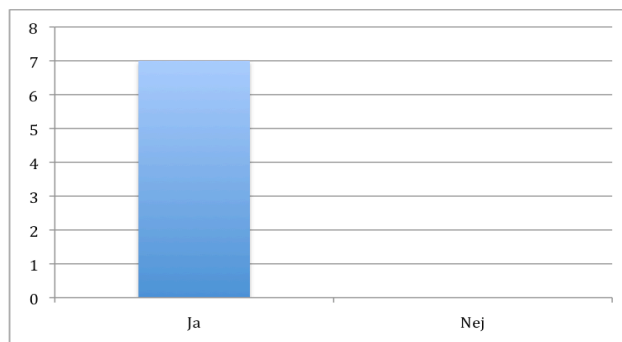
4 Analys och resultat

Här presenteras resultat och analys. Först behandlas hur bolagen arbetar med att minska sin exponering genom valutasäkring, sedan hur exponeringen för bolagen ser ut.

4.1 Valutasäkring i de svenska skogsbolagen

Nedan presenteras om bolagen har en valutariskhanteringspolicy eller inte samt vilka instrument de använder. Uppgifterna i 4.1.1 samt 4.1.2 är hämtade från bolagens årsredovisningar.

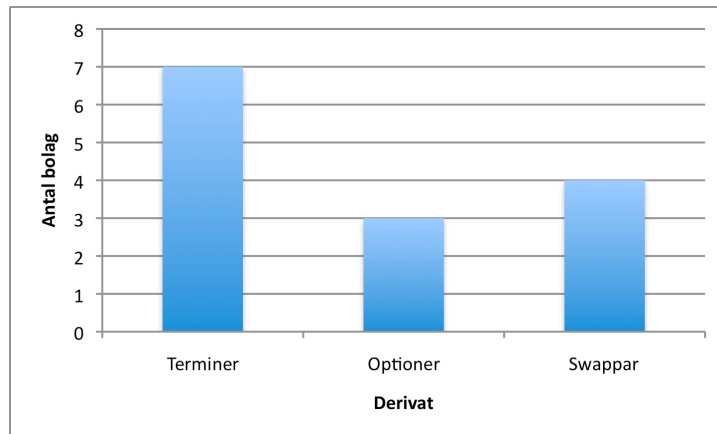
4.1.1 Valutariskhanteringspolicy



Figur 1: Figuren visar huruvida bolagen har en valutasäkringspolicy eller ej.

Som synes har alla bolag en policy för hur de ska hantera valutarisker oavsett storlek på bolag och förädlingsgrad på produkter. I och med att alla bolag har en snedfördelning i valuta av intäkter och kostnader var resultatet väntat. Bolagen har dessutom ungefär lika stor andel export av nettoomsättning, vilket också talar för att alla arbetar med valutasäkring.

4.1.2 Val av finansiella instrument



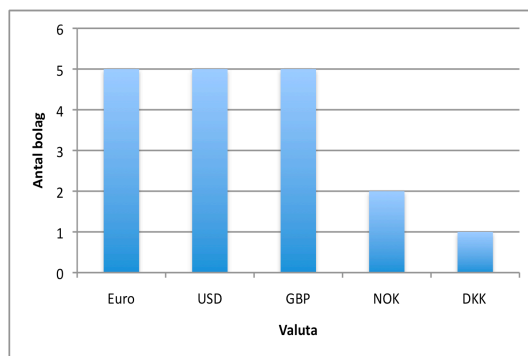
Figur 2: Figuren visar vilka instrument bolagen använder för valutasäkring. Vissa bolag använder flera olika instrument därför uppgår summan till mer än 100 %.

Flera källor (Oxelheim & Wihlborg, 1997, s.145, Alexander, 2009) beskriver optioner som det viktigaste finansiella instrumentet för extern valutasäkring medan terminer är det mest använda derivatet bland de undersökta bolagen. Det handlar mer troligen om teori kontra praktik. I teorin är optioner ett viktigt instrument då de ger en flexibilitet som bolagen kan tänkas behöva och de täcker mer än terminer, men i praktiken är det en dyrare och mer komplicerad lösning. Att arbeta med enkla kontrakt kan även tänkas vara lönsammare för bolagen, transaktionskostnaderna blir lägre och mer komplicerade kontrakt kräver mer av finansavdelningen.

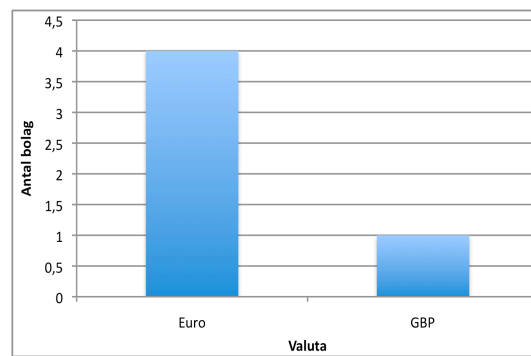
4.2 Sammanställning av enkät

Nedan presenteras resultatet av enkätundersökningen. En fråga åt gången presenteras med efterföljande diskussion. Bolagen är i denna del, som tidigare nämnts, anonymiserade, i tabellerna är de namngivna med bokstäver från A-E.

4.2.1 Vilka valutor exponeras ni för? Vilken valuta exponeras ni mest för?



Figur 3: Figuren visar vilka valutor bolagen exponeras mot. Flera svar kunde anges



Figur 4: Figuren visar vilken valuta bolagen exponeras mest för, bara ett svar kunde anges

Exponeringen mot euro beror på att Europa är huvudmarknad för de flesta bolag, med USA och Storbritannien som andra stora marknader.

4.2.2 Hur ser er valutasäkringspolicy ut?

Tabell 2: Tabellen visar bolagens svar på hur deras valutasäkringspolicy ser ut

A	Vi säkrar EUR, USD, GBP i % av det prognostiserade nettoflödet enligt följande: 90 % +/- 10 % månad 1-3 60 % +/- 10 % månad 4-6 25 % +/- 20 % månad 7-12 har också möjlighet att gå längre, dock max 100 % i 15 mån
B	I huvudsak sex månader 50-75 %, i euro har dock styrelseordförande och VD ökat detta till 12 månader.
C	Vi säkrar in 4 månaders nettoflöden till 90 % i de viktigaste valutorna. Därutöver beslutar styrelsen om eventuella längre säkringar.
D	I fråga om valutasäkringar skall det ske en aktiv förvaltning i fråga om bolagets exponering i dollar och euro. Längden på terminskontrakt och andelen säkringar skiljer sig åt mycket från tid till annan.
E	50 % rullande på 12 månader, kan göra undantag om bolaget har möjlighet att säkra till speciellt bra lönsamhet.

Svaren för de olika bolagen skiljer sig åt, dels i hur specifik själva policyn är och dels hur länge och hur mycket de säkrar. De visar dock på att styrelsen vid behov kan gå in och göra förändringar. Klart är i alla fall att bolagen vanligen inte säkrar hela nettoflödet. Det går att beskriva det som att de arbetar efter att selektivt täcka sin exponering, enbart i undantagsfall säkrar de till 100 %, och då oftast om det går att säkra till en bra kurs. Det är även selektivt så tillvida att de säkrar för specifika perioder.

4.2.3 Varför valutasäkras ni?

Tabell 3: Tabellen visar bolagens svar på varför de valutasäkras

A	För att säkra vinst från försäljning samt förskjuta valutaeffekter
B	För att få ett visst grepp om hur intäkterna blir i framtida affärer
C	För att i någon mån minska volatiliteten i resultatet. De längre säkringarna görs främst för att säkra in ett gynnsamt konkurrensläge.
D	Målsättningen är att förvaltningen av säkringar ska överbrygga stora svängningar i resultatet
E	För stabilitet och att förbättra möjlighet att uppfölja budget.

Som synes är orsaken till valutasäkring olika mellan de fem företagen även om viss likhet finns. Företag B ser det lite försiktigare genom att hoppas på viss stabilitet medan företag A vill säkra sin vinst. Jag tolkar det dock som att huvudorsaken trots allt är att få bättre kontroll på framtiden och framtida kassaflöden. Minska volatiliteten i resultatet görs genom att minska volatiliteten i inkommande kassaflödena. Att bolagen säkras selektivt framkommer även i svaret på denna fråga där bland annat bolag C svarar på samma sätt som bolag E i frågan ovan, att de vill kunna ta del av gynnsamma lägen.

4.2.4 Hur påverkas ni av den sjunkande dollarkursen?

Tabell 4: Tabellen visar bolagens svar på hur de påverkas av den sjunkande dollarkursen

A	Vi påverkas inte som jag ser det, förr eller senare får vi den lägre kursen, vi kan inte säkra flödet för all framtid.
B	Är mer indirekt påverkat av dollarkursen då vi gör mycket affärer i Nordafrika i SEK men där kunden har en dollarpåverkan.
C	Direkt påverkas vi i viss mån, men viktigare är att en sjunkande dollar oftast går hand i hand med stigande priser på insatsvaror som pappersmassa och olja. En sjunkande dollar slår därför negativt på både intäkter och kostnader.
D	Ej svarat
E	Ej svarat

Skogsbolagen arbetar i en bransch där de både direkt och indirekt påverkas av utländsk valuta. Dels genom direkt export till andra länder, dels genom att de påverkas av världsmarknadspriserna där till exempel pappersmassa prissätts i dollar. Men även, som bolag B, genom att kunden har en dollarpåverkan.

Enligt bolagens årsredovisningar har dock många av bolagen fått en tydligare exponering mot euro och den direkta exponeringen mot dollar har successivt minskat. Till exempel minskade Billeruds dollarberoende från 19 % till 7% under 2007. (Årsredovisning Billerud, 2007) Det framgår likafullt att majoriteten fortfarande påverkas indirekt av dollarn och ett visst dollarberoende finns.

Under de år som undersökts sjönk dollarkursen. Alla bolagen påverkades genom minskad export till USA och att amerikanska bolag lättare kom in på den europeiska marknaden som för flera av de svenska bolagen är en huvudmarknad. Den ökade konkurrensen minskade omsättningen för flera av de svenska bolagen. (Bolagens årsredovisningar)

4.3 Sammandrag intervju

Nedan följer ett sammandrag av intervjun med Klas Lavemark, Head of Treasury operations, SCA.

Hur stor är er valutaexponering?

Valutaexponeringen omfattar ungefär 10 % av nettoomsättningen är prognosen för 2009 (ca 10 miljoner kronor).

Hur ser bolagets valutasäkringspolicy ut?

SCA har en gedigen policy för valutasäkring. Ramen fattas av koncernstyrelsen, revidering kan ske ungefär en gång per år. För tillfället kan SCA inneha kontrakt som sträcker sig 0-18 månader. Hur säkringen ser ut mer specifikt är beslut som fattas på lägre nivå av chefer med olika befogenheter. SCA är väldigt konservativa i sin hedgningspolicy detta genom att de säkrar för relativt korta perioder.

Vilka instrument använder bolaget?

Säkringen sker i huvudsak, efter netting, med terminer. Då bolaget ofta är säkra på att inflödet kommer ske behövs inte valmöjligheten som optioner ger. De vill inte lägga pengar på onödiga försäkringar då optioner är dyrare än terminer.

Varför valutasäkrar ni?

Säkringen görs för att lugna ägarna, för att få stabilare kassaflöden och som försäkring. Ägarna skulle inte bli glada om någon på finansavdelningen började spekulera. Idag tar skogsbolagen mindre risker i valuta än för 15-20 år sedan.

Har policyn förändrats med den fluktuerande dollarn?

Den fluktuerande dollarn och euron har inte påverkat valutasäkringsarbetet påtagligt. Detta arbete har alltid varit viktigt men det är klart att de stora rörelserna gör att svängningarna för företaget blir större och de påverkas påtagligt. SCA är nettoköpare av dollar då bolaget de facto köper massa för att producera hygienprodukter. Stora, gamla, stabila industribolag riskerar mindre i osäkra tider, de har en trygg och välfungerande policy att luta sig mot.

Som synes arbetar SCA på ett liknande sätt som bolagen som svarat på enkäten. Valutariskhantering sker för att minska volatiliteten i kassaflödena för att lugna ägarna. En selektiv täckning sker även här, där delar av belopp för specifika perioder säkras.

4.4 Andel säkrat belopp

Årsredovisningarna visar hur stor andel och för hur länge de olika bolagen valutasäkrar, detta visas i tabell 5.

Tabell 5: Tabellen visar andelen av nettoflödet som bolagen säkrar samt för hur lång tid de säkrar

	SCA	Holmen	Stora Enso	Billerud	Rörvik	Bergs	Rottneros
Andel	Framgår ej	90 %	50 %	50 %	50-80 %	50-75 %	30 %
Längd i månader	0-18	4	12	12	12	6	Framgår ej

Tabellen visar hur bolagen under de undersökta åren arbetat med valutasäkring. Under 2008 och 2009 ökade dock ett antal av bolagen andelen säkrat belopp i både euro och dollar. Anledningen till dessa längre säkringar var att i slutet av 2008 stärktes euron mot kronan kraftigt, för att under första kvartalet 2009 vara uppe på rekordhöga nivåer (se bilaga 1).

Bolagen valde, med andra ord, att satsa på att uppgången var kortvarig och att valutakursen snart skulle sjunka igen. Det kan de ha trott i och med att kursen för euro även fluktuerade kraftigt under denna period samt att om man tittar på historiska data så var euron uppe på väldigt höga noteringar. Samtidigt stärktes även värdet på dollarn från en historiskt låg nivå. Liksom euron fluktuerade den dock kraftigt som tidigare nämnts. (Se bilaga 1) För exporterande företag är en försvagad krona bra. En starkare utländsk valuta gör att de får in mer för en order än prognostiserat, när de växlar euro till SEK får de alltså fler kronor per euro. Bolagen vill därmed säkra valutakursen till en så hög notering som möjligt för att tjäna mer på framtida flöden.

Billerud utnyttjade den del av policyn som säger att de har möjlighet att säkra en större andel än de ca 50 % av det prognostiserade nettoflödet som de alltid säkrar. Policyn säger att de har möjlighet att säkra upp till 100 % för den närmsta 15-månadersperioden. 2008 hade de säkrat upp till 100 % av prognostiserat framtida flöde av euro fram till första kvartalet 2010. De säkrade euron till kursen 11,01, vilket på längre sikt kan sägas ha varit bra då euron som starkast var uppe i 11,64 i mars 2009 och sedan sjönk igen. (Årsredovisning Billerud 2008, Euroinvestor A/S, 2010)

Även Bergs Timber AB valde att, tack vare den starkare euron, säkra för fler månader än de i regel gör. De valde att säkra 50-75% för de närmsta 12 månaderna istället för de närmsta 6 månaderna. (Årsredovisning Bergs Timber AB, 2008)

Holmen å andra sidan satt 2008 fast i långa kontrakt till en låg dollarkurs som gjorde att de inte kunde ta del av den försvagade kronan mot dollarn. (Årsredovisning Holmen, 2008)

SCA hade under denna period när euron började gå upp kortare kontrakt och kunde ta del av uppgången i både euro och dollar. Anledningen till att de satt på dessa korta kontrakt var mest tur, enligt Klas Lavemark på SCA, men de hade en känsla av att kronkursen skulle sjunka (Intervju).

4.4 β -värden

Nedan presenteras först β beräknat enligt regression (1), det vill säga den enkla regressionen med bara en förklarande variabel, valutakursförändring. Sedan presenteras β_1 beräknat enligt regression (2), den multipla regressionen med två förklarande variabler. β -värdena presenteras från högsta till lägsta för varje valuta.

4.4.1 Enkel regression

Tabell 6: Tabellen visar bolagens β -värden, från högst till lägst, beräknade med den enkla regressionen

	β dollar		β euro		β GBP
Rottneros	0,150	Holmen	-0,163	Rottneros	0,146
StoraEnso	0,121	StoraEnso	-0,327	StoraEnso	0,137
Holmen	-0,015	SCA	-0,337	Billerud	0,065
Billerud	-0,047	Rottneros	-0,440	SCA	-0,009
SCA	-0,073	Bergs	-0,480	Bergs	-0,020
Rörvik	-0,110	Billerud	-0,524	Rörvik	-0,058
Bergs	-0,152	Rörvik	-0,541	Holmen	-0,085

Bolagen visar ett negativt β mot euro och en majoritet även för dollar och pund vilket innebär att när värdet på den utländska valutan sjunker, stiger bolagets avkastning. Detta är intressant då det borde vara tvärtom för exporterande bolag. När euron blir svagare, blir kronan starkare och detta borde innebära att exporten minskar och därmed påverkar bolagens avkastningar positivt.

Det andra som går att tyda är att de mindre bolagen befinner sig långt upp och långt ner i tabellen, det vill säga längst bort från noll, och i fallet med euro är alla långt ner. De små bolagen tenderar med andra ord att ha ett högre β .

4.4.2 Multipel regression

Tabell 7: Tabellen visar bolagens β -värden, från högst till lägst, beräknade med den multipla regressionen

	β_1 dollar		β_1 euro		β_1 GBP
Rottneros	0,230	StoraEnso	-0,043	StoraEnso	0,232
StoraEnso	0,219	Holmen	-0,067	Rottneros	0,223
Billerud	0,089	SCA	-0,115	Billerud	0,148
Holmen	0,018	Billerud	-0,201	SCA	0,078
SCA	0,016	Rottneros	-0,217	Bergs	0,044
Rörvik	-0,046	Rörvik	-0,360	Rörvik	0,005
Bergs	-0,087	Bergs	-0,365	Holmen	-0,054

När regressionen är beräknad med två oberoende variabler blir resultatet annorlunda, valutakursförändringens inverkan på avkastningarna har förändrats. Detta tyder bland annat på att det finns en korrelation mellan valutakursförändring och marknadsindex som det i den enkla regressionen bortses ifrån. Hade denna korrelation inte funnits hade β -värdena varit detsamma i båda regressionerna. (Wooldridge, s.74)

Samtliga bolag har fått ett högre β gentemot de tre valutorna. Rangordningen mellan bolagen har också förändrats. Dessutom har andelen som har ett positivt β ökat. Likafullt har alla bolag fortfarande en negativ korrelation mot euron, den valuta alla anser sig vara mest exponerade mot. Samtidigt tenderar de mindre bolagen att fortfarande visa på β -värden längre från noll.

4.5 Signifikanser

Nedan följer en analys först för den enkla regressionen och sedan för den multipla av följande hypotes

$$H_0: \beta=0 \quad H_1: \beta \neq 0$$

Hypotesen testas både med 90 % och 95 % konfidensintervall. (**) innebär att β är signifikant på 5 % -nivå, (*) innebär att parametern är signifikant på 10 % -nivå. För tabell över R^2 -värden se bilaga 2.

4.5.1 Signifikanstest för den enkla regressionen

Tabell 8: Tabellen visar bolagens β -värden samt t -värden samt dess signifikans

	β dollar	t dollar	β euro	t euro	β GBP	t GBP
StoraEnso	,121 (**)	2,171	-,327(**)	-3,359	,137(**)	1,968
SCA	-,073	-1,563	-,377(**)	-4,605	-,009	-,157
Holmen	-,015	-,257	-,163	-1,568	-,085	-1,151
Billerud	-,047	-,739	-,524(**)	-4,524	,065	,774
Rottneros	,150(**)	2,170	-,440(**)	-3,642	,146(*)	1,684
Rörvik	-,110	-1,251	-,541(**)	-3,507	-,058	-,528
Bergs	-,152(**)	-2,017	-,548(**)	-4,175	-,020	-,214

Alla bolag utom Holmen har som synes en signifikant exponering mot euro på 5 % - nivå, vilket stämmer överens med att det är denna valuta som flest anser sig vara mest exponerade emot. Andelen med signifikans för euro och dollar är högre än för pundet, detta beror med stor sannolikhet på att exporten mot dessa valutor är högre. Det går även att se att de mindre bolagen har en högre signifikans än de större bolagen.

Regressionen har dock en låg förklaringsgrad (R^2) för samtliga bolag och valutor, vilket tyder på att väldigt lite av bolagens avkastningar verkligen förklaras av förändringar i valutakursen då denna är enda förklarande variabel i regressionen.

4.5.2 Signifikanstest för den multipla regressionen

Tabell 9: Tabellen visar bolagens β -värden samt t -värden beräknade med den multipla regressionen

	β dollar	t dollar	β euro	t euro	β GBP	t GBP
StoraEnso	,219(**)	4,131	-,043	-,452	,232(**)	3,494
SCA	,016	,370	-,115	-1,465	,078	1,411
Holmen	,018	,303	-,067	-,639	-,054	-,726
Billerud	,089	1,501	-,201(*)	-1,868	,148(*)	1,941
Rottneros	,230(**)	3,382	-,217(*)	-1,799	,223(**)	2,617
Rörvik	-,046	-,520	-,360(**)	-2,309	,005	,045
Bergs	-,087	-1,162	-,365(**)	-2,763	,044	,471

Andelen bolag som har ett signifikant β mot valutafluktuationer har minskat jämfört med den enkla regressionen för alla valutorna utom pundet. Med den multipla regressionen får bolagen, med andra ord, ett högre β -värde men signifikansen har minskat. Det är bara för pundet som signifikansen har ökat, där Rottneros nu har en signifikans på 95 % istället för 90 % samt att Billerud nu visar ett signifikant β . Fortfarande visar fler av de mindre bolagen signifikans än av de större.

Förklaringsgraden (R^2) för denna regression är högre jämfört med för den enkla regressionen, vilket innebär att dessa två variabler tillsammans eventuellt förklarar bolagens avkastningar bättre än när bara valutakursförändringar är med i regressionen. Som framgår av teoriavsnittet ökar dock alltid R^2 när ytterligare förklarande variabler läggs till. Därmed är det inte säkert att dessa två variabler tillsammans verkligen förklarar den beroende variabeln bättre. Detta går inte att avgöra.

Rottneros är det enda bolag som har en signifikant exponering mot samtliga valutor i både den enkla och den multipla regressionen. Detta kan bero på att de som enda bolag är specialiserade enbart på pappersmassa vilket medför att de i större grad påverkas av världsmarknadspriser och därmed får svårare att reglera flöden via till exempel prissättning. Det är även det bolag som säkrar minst andel av sitt nettoflöde, 30 %, medan de andra bolagen ligger på mellan 50 och 90 %.

5 Avslutning

Nedan presenteras en diskussion av de resultat som framkommit i del fyra, en sammanfattning samt tankar om vidare studier.

5.1 Diskussion

Som har framkommit i undersökningen arbetar de svenska skogsbolagen med att minska sin exponering mot utländsk valuta då flertalet av dem har högre intäkter än kostnader i annan valuta, främst euro, dollar och brittiska pundet. Trots det har majoriteten av dem en signifikant exponering mot valutorna.

Framtida valutakurser är svåra att förutspå, det leder till att bolagen kan fastna i långa kontrakt till en dålig valutakurs om de inte är vaksamma. Det är detta Copeland och Yash (1996) bland annat syftar på i sin artikel. Mot detta talar i viss mån denna uppsats.

Holmen är ett exempel, när andra bolag kunde dra nytta av den starkare dollarn och euron så satt de fast i långa kontrakt. Dock påverkas inte Holmens avkastning signifikant av dollarn. I detta går att urskilja att uträkningarna på β -värdena är på en sådan lång sikt att korta perioder med felaktig valutasäkring inte medför ett ökat β -värde. Det påverkar dock fortfarande bolagets resultat. Samma gäller för Billerud och Bergs Timber, de säkrade euron till en hög notering, men är likafullt exponerade mot denna valuta.

Valutasäkring påverkar med andra ord företagets resultat på kort sikt, men beräknat på längre sikt verkar det inte påverka bolagets β -värde mot valutakursförändring.

Den slutsats som går att dra är att ett samband mellan valutakursförändringar och bolagens avkastningar finns. För en majoritet av bolagen är detta samband i viss grad signifikant mot åtminstone någon av valutorna, vilket är i likhet med de resultat Nydahl (1999) fick. Det går dock inte att säga att en viss säkringsmetod sänker risken,

då bolagen använder liknande kontrakt och säkrar för i stort sätt samma längd och samma andel, inte heller förädlingsgrad på producerade produkter. Emellertid visar de mindre bolagen, de på small cap, mer signifikans både i den enkla och den multipla regressionen än vad de större bolagen gör.

5.2 Slutsats

Uppsatsen har undersökt hur svenska skogsbolag arbetar med att minska sin valutaexponering och sedan undersökt om de verkligen har en exponering mot dollar, euro och pund.

Resultaten är att alla bolagen arbetar efter en tydlig policy för hur de ska hantera valutarisk där samtliga tillfrågade bolag selektivt säkrar sina nettoflöden för att minska volatiliteten i framtida kassaflöden. Som exporterande bolag har de en snedfördelning av kostnader och intäkter, det vill säga att nettoinflödena av utländsk valuta är stora. Det gör att riskhanteringsarbetet blir viktigare.

Trots bolagens arbete med valutariskhantering finns en exponering mot de utländska valutorna. Deras avkastningar påverkas signifikant av fluktuationer i valutakurs och en majoritet har negativa β -värden. Det går inte att säga att en viss säkringsmetod eller viss produktion visar på mer exponering. Dock påvisar de mindre bolagen mer signifikant exponering än de större. Om exponeringen varit större eller tydligare om arbetet med valutasäkring inte förts är i denna studie omöjligt att svara på.

5.3 Vidare studier

Denna studie är begränsad då bara ett fåtal bolag inom en näring är inkluderade. Intressant hade varit att göra en studie med en referensbransch med lägre nettoflöden för att se om någon skillnad går att se i både arbete med valutasäkring och signifikansnivåer.

Vidare studier kan även göras genom tillägg i de regressioner som är gjorda och lägga till fler variabler för att undersöka om valutasäkring har verkan på hur företagen påverkas av fluktuationer i utländsk valuta. I det kan även läggas om val av säkringsmetod gör någon skillnad. En annan intressant studie hade varit att dela in perioden i två femårsperioder för att se om β förändrats med tiden.

6 Referenser

Artiklar och böcker

Copeland, Yash (1996) *Why derivatives don't reduce fx risk*, McKinsley Quartely

Grath; Anders (2004) *Företagets utlandsaffärer*, Stockholm, Exportrådet

Hull; John C (2006) *Futures, options and other derivatives*, New Jersey, Prentice Hall

Hässel; Leif, Norman, Norman; Marie, Andersson; Christian, (2001) *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv*, Stockholm, SNS Förlag

Kinnwall; Mats, Norman; Peter (1991) *Valutamarknaden*, Stockholm, SNS Förlag

Nyberg; Lars (red.) (2000) *Modern finansiell ekonomi*, Stockholm, SNS Förlag

Nydahl; Stefan (1999) *Exchange rate exposure, foreign involvement and currency hedging of firms – some Swedish evidence*, Berkeley, Quantal International Inc

Oxelheim; Lars, Wihlborg; Clas (1997) *Managing in the turbulent world economy*, Chichester, John Wiley & Sons Ltd

Schön, Lennart (2001) *En modern svensk ekonomisk historia*, Stockholm, SNS Förlag

Westerlund, Joakim (2005), *Introduktion till ekonometri*, Lund, Studentlitteratur

Wooldridge, J.M (2006), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, Mason, Thomson South-Western

Elektroniska källor

Affärsvärlden

[http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_info.page?magic=\(cc%20\(info%20\(tab%20afv\)\)\)](http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_info.page?magic=(cc%20(info%20(tab%20afv)))) (Tillgänglig 25 maj 2010)

[http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_info.page?magic=\(cc%20\(info%20\(tab%20hist\)\)\)](http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_info.page?magic=(cc%20(info%20(tab%20hist)))) (Tillgänglig 4 maj 2010)

Dagens Industri

www.di.se (Tillgänglig 14 maj 2010)

Datastream advanced 5.0 (3 maj 2010)

Euroinvestor A/S

<http://www.valuta.se/currency/showgraph.aspx?valutaid=436468> (Tillgänglig 13 maj 2010)

Skogsindustrierna

http://www.skogsindustrierna.org/web/Skogsindustrin_en_faktasamling_2008_1.aspx (Tillgänglig 5 maj 2010)

Statistiska centralbyrån

http://www.scb.se/Pages/TableAndChart____26625.aspx (Tillgänglig 24 maj 2010)

Årsredovisningar

Bergs Timber Ab 2002-2008

Billerud 2002-2008

Holmen 2002-2008

SCA 2002-2008

Stora Enso 2002-2008

Rottneros 2002-2008

Rörvik Timber AB 2002-2008

Intervju

Klas Lavemark, Head of Treasury Operations, SCA

Bilagor

Bilaga 1 Valutakurser

Grafer över valutakurser de senaste fem åren från Dagens Industri

Euro



Dollar



GBP



Bilaga 2 R²-värden

Enkla regressionen

	Dollar	Euro	GBP
SCA	0,001	0,007	0,000
Holmen	0,000	0,001	0,000
Stora Enso	0,002	0,004	0,001
Billerud	0,001	0,010	0,000
Bergs	0,001	0,006	0,000
Rörvik	0,001	0,004	0,000
Rottneros	0,002	0,005	0,001

Multipla regressionen

	Dollar	Euro	GBP
SCA	0,114	0,115	0,115
Holmen	0,010	0,010	0,010
Stora Enso	0,099	0,094	0,098
Billerud	0,164	0,165	0,165
Rörvik	0,024	0,027	0,024
Bergs	0,017	0,019	0,017
Rottneros	0,043	0,041	0,042