



UNIVERSITETET I
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

Bacheloroppgave

EK208E Bacheloroppgave i Regnskap og økonomistyring

Finansiell risikostyring i Hurtigruten ASA

samt en analyse av ulike variablers påvirkning på selskapets aksjekurs

Ole Kristian Koa Edvardsen

Kristian Nilsen

Bodø, 2013

Abstract

For decades, Hurtigruten ASA has been a leading provider of transport services and experiences in form of coastal voyages along the Norwegian coast. They have an important task to export the Norwegian culture and nature. In the past years Hurtigruten ASA has experienced a lot of economical challenges and the organization has been aware of the risks in the continually increased complex marked. To manage the risks they have implemented risk management in their organization.

The purpose of this thesis is to reveal what financial risks Hurtigruten is exposed to and how they consider these risks. To answer this question, we have chosen to learn how Hurtigruten works to identify and manage these risks. We wanted to find out if they hedge and how they persuade it.

Our findings tell us that Hurtigrutens risk management is focusing on minimizing the financial risks. They have identified marked-, credit and liquidity risk as their main risks in a financial perspective. Marked risk is defined as foreign exchange-, price- and interest risk. To manage these risks they utilize hedging through derivative instruments to a large extent. To deal with the risk related to foreign exchange and price risk they use derivatives regularly. Interest risk manages mainly with swaps. The economical situation in Hurtigruten ASA has great influence in the strategies they make use of in risk management.

We have discovered trough multivariate regression that the stock price of Hurtigruten ASA is possible influenced by the main Index at Oslo Stock Exchange, OSEBX. We also notice that the foreign exchange rate, NOK/EUR, to some extent could affect the stock price.

Forord

Denne bacheloroppgaven som utgjør 15 studiepoeng inngår som et avsluttende ledd av studiet økonomi og ledelse ved Handelshøgskolen i Bodø. Oppgaven er skrevet av to forfattere som har hatt profileringskurset regnskap og økonomistyring.

Vi ønsker å benytte anledningen til å takke Hurtigruten ASA, her representert ved CFO Asta Lassesen, for hennes imøtekommenhet og velvilje til å stille opp overfor oss studenter. Asta Lassesen har vært med på å belyse områder i oppgaven vi ellers ikke kunne besvart.

Vi vil også benytte anledningen til å takke vår hovedveileder Daniel Henriksen for god og konstruktiv veiledning.

Til slutt vil vi takke emneansvarlig i profileringskurset regnskap og økonomistyring Einar Torrissen og resten av de ansatte ved Handelshøgskolen i Bodø som har bidratt til å gjøre denne oppgaven mulig.

Handelshøgskolen i Bodø, 22. mai 2013

Ole Kristian Koa Edvardsen

Kristian Nilsen

Sammendrag

Temaet for denne oppgaven er risikostyring av finansielle risikofaktorer. Vi har i denne oppgaven valgt å knytte dette opp mot Hurtigruten ASA. Oppgaven har hatt som formål å kartlegge i hvilken grad Hurtigruten identifiserer og håndterer finansielle risikofaktorer. Vi har i stor grad benyttet årsrapporter og intervju for å undersøke dette nærmere. Oppgaven forsøker å avdekke hvilke risikofaktorer som er avgjørende for Hurtigrutens risikoeksponering, og vi har forsøkt å finne ut hvorfor og hvordan de håndterer risikofaktorene. Vi har med utgangspunkt i tilgjengelig data forsøkt å danne oss et bilde av hvordan selskapet jobber for å håndtere risikoeksponeringen i markedet.

Våre funn har avdekket at Hurtigruten i stor utstrekning benytter seg av ulike finansielle sikringsinstrumenter for å håndtere sin risikoeksponering. Vi så spesielt at risikoen knyttet til drivstoff ble styrt etter klare strategier hvor eksponeringen anses som høy. Risikoen knyttet til selskapets valutaeksponering er også håndtert med sikringsverktøy. Selskapets renterisiko knyttet til kortsiktig- og langsiktig gjeld håndteres hovedsaklig ved bruk av rentebytteavtaler.

Vår analyse av Hurtigrutens risikostyring tyder på at selskapets økonomiske utfordringer de siste årene har gjort det nødvendig i stor grad å sikre seg mot de identifiserte risikofaktorene. Vi har sett at risikohåndteringen som blir foretatt er en viktig del av Hurtigrutens målsetting om å sikre en forutsigbar og sikker drift.

I vår analyse av ulike variablers påvirkning på selskapets aksjekurs fant vi grunnlag for at hovedindeksen ved Oslo Børs, OSEBX, og valutakursen mot euro (NOK/EUR) i en viss grad påvirker svingningene i aksjekursen. En oppgang i hovedindeksen gir en tilsvarende oppgang for aksjekursen. Vi fant her en relativt stor påvirkning fra OSEBX, noe som indikerer at markedssituasjonen i Norge i stor grad påvirker aksjekursens utvikling. For NOK/EUR fant vi at en depresiering av NOK mot EUR gir en relativ stor økning i aksjekursen. Funnene i denne analysen er basert på en relativ enkel multivariat regresjonsanalyse. En variabel er blitt brukt til å forklare sammenhengene, noe som gjør at vi ikke kan si for sikkert at det representer et korrekt bilde av virkeligheten. Vi mener allikevel at resultatene av analysen kan indikere en viss sammenheng mellom aksjekursens svingninger og de ulike variablene vi har sett på.

Innholdsfortegnelse

Abstract	i
Forord	iii
Sammendrag	v
Innholdsfortegnelse	vii
Oversikt over figurer og tabeller	x
Forkortelser brukt i oppgaven	xi
Vedleggsoversikt	xii
1.0 Innledning	1
1.1 Bakgrunn	1
1.2 Formål	1
1.3 Problemstilling	2
1.4 Oppgavens oppbygning	2
1.5 Avgrensning	3
1.6 Hurtigruten ASA	3
2.0 Teori	5
2.1 Innledning	5
2.2 Risikostyring	5
2.2.1 Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk (COSO)	6
2.2.2 Oppbygging	7
2.3 Risikofaktorer, fra identifisering til vurdering	10
Identifisering av hendelser	10
Risikovurdering	11
2.3.1 Markedsrisiko	12
2.3.2 Kredittrisiko	17
2.3.3 Likviditetsrisiko	17
Kvantifisering - Value at Risk	17
2.4 Nye tanker rundt risikostyring	18

2.5 Håndtering av risiko	21
Hvorfor håndtere risiko?	21
2.5.1 Håndtering, i følge COSO	22
2.5.2 Sikringsinstrumenter	22
2.5.3 Håndtering av de ulike risikofaktorene	27
2.6 Oppsummering	30
3.0 Metode	31
3.1 Samfunnsvitenskapelig metode	31
3.2 Kvantitativ vs. kvalitativ metode	32
3.3 Metodevalg	33
3.4 Forskningsdesign	34
3.4.1 Dybdeintervju	35
3.4.2 Lineær regresjon	36
3.4.3 Modellens forklaringskraft - R²	40
3.5 Kvalitet på undersøkelsen	41
3.6 Oppgavens datamateriale	44
3.7 Hypoteser	45
3.7.1 Signifikanstest	47
4.0 Resultater	49
4.1 Finansielle risikofaktorer	49
4.1.1 Markedsrisiko	50
4.1.2 Kredittrisiko	54
4.1.4 Derivater	56
4.1.5 Makroforhold	57
4.2 Regresjonsanalyse	57
4.2.1 Funn i regresjonsanalyse	59
4.2.2 Betaverdier	60

5.0 Analyse	63
5.1 Generelt	63
5.2 Sikringsmotivasjon	68
5.2.1 Markedsrisiko	68
5.2.2 Kredittrisiko	77
5.2.3 Likviditetsrisiko	77
5.3 Risikostyring i Hurtigruten sett opp mot COSO-rammeverket	79
5.4 Tolkning av resultater i regresjonsanalysen	81
5.5 Likheter mellom regresjonsanalysen og risikostyringen i Hurtigruten ASA	84
6.0 Konklusjon	87
Litteraturliste	91
Vedlegg 1: E-post invitasjon	96
Vedlegg 2: Intervjuguide	97
Vedlegg 3: Transkribert intervju	100
Vedlegg 4: Signifikanstabell	112
Vedlegg 5: Datamateriale	113

Oversikt over figurer og tabeller

Figur 2.1: COSO – kuben

Figur 2.2: Sannsynlighet og konsekvens

Figur 4.1: HRG og OSEBX i analyseperioden

Figur 4.2: Valutakursutvikling i analyseperioden.

Figur 5.1: EBITDA og årsresultat, 2006 – 2012.

Figur 5.2: Bunkerspris (MGO), 2003 – 2012

Figur 5.3: Bunkerspris MGO, 2012

Figur 5.4: NIBOR, 2003 – 2012

Figur 5.5: NIBOR, 2012

Tabell 4.1 Resultat regresjon

Forkortelser brukt i oppgaven

ASA	Allmennaksjeselskap
CDS	Credit default swap
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer/finansdirektør
COSO	Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission
EBITDA	Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations
EUR	Den europeiske unions myntenhet
GBP	Britisk pund
HRG	Hurtigruten ASA
HRS	Helhetlig risikostyring
NIRF	Norges Interne Revisors Forening
NOK	Norsk krone
OLS	Ordinary last squares
RSS	Residual sum of squares
SNL	Store norske leksikon
SOA	Sarbanes-Oxley Act
SSB	Statistisk sentralbyrå
TRS	Total Return Swaps
USD	Amerikansk dollar
VaR	Value at Risk

Vedleggsoversikt

Vedlegg 1: E-post invitasjon

Vedlegg 2: Intervjuguide

Vedlegg 3: Transkribert intervju

Vedlegg 4: Signifikanstabell

Vedlegg 5: Datamateriale

1.0 Innledning

1.1 Bakgrunn

Begge forfatterne av denne oppgaven har bakgrunn fra bachelorprofilering i ”Regnskap og økonomistyring”. Vi ble tidlig i profileringen interessert i risikostyring som fagfelt, som er en del av denne profileringen ved Handelshøgskolen i Bodø. Grunnen til at vi fattet interesse for risikostyring er fagfeltets kompleksitet og viktighet for enhver virksomhet som ønsker å operere i et internasjonalt og konkurranseutsatt marked. Dette har vi ytterligere fått bekreftet gjennom arbeidet med denne oppgaven.

Valget av Hurtigruten ASA ble gjort med bakgrunn i selskapets lange tradisjoner i Norge. Samtidig ble vi introdusert for selskapet høsten 2012 gjennom faglærer i bachelorprofileringen. Vi ble presentert for hvilke utfordringer selskapet står overfor og det ble dermed interessant å gå i dybden for å se nærmere på disse utfordringene for å danne oss et bilde av selskapets forhold til risikostyring.

Vi skriver denne oppgaven med bakgrunn som en ekstern aktør og dermed ikke på oppdrag for Hurtigruten. Dette innebærer at vi i hovedsak vil benytte datamateriale som foreligger offentligheten.

1.2 Formål

Formålet med denne oppgaven er å avdekke hvilke finansielle risikofaktorer som påvirker Hurtigruten ASA sitt risikobilde. Samtidig ønsker vi å avdekke hvordan risikofaktorene eventuelt blir håndtert og hvordan selskapet forholder seg til finansiell risiko. Vi vil prøve å danne oss et bilde av hvordan selskapet utfører risikostyringsarbeidet og se på hvordan dette preger selskapet i deres daglige drift. Vi begrenser oppgaven til å gjelde finansielle risikofaktorer da dette er et område vi har forkunnskaper om, gjennom vår profilering, for å kunne analysere og tolke det vi finner av informasjon. Vi mener dette vil kunne gi et godt bilde av risikosituasjonen til Hurtigruten ASA.

Samtidig ønsker vi å kartlegge ulike variablers påvirkning på Hurtigrutens aksjekurs. Dette kan være med på sette risikostyringen i perspektiv og det vil kanskje kunne trekkes likheter mellom resultatene som gjøres i oppgaven.

1.3 Problemstilling

Vår hovedproblemstilling er som følger:

I hvilken grad er Hurtigruten ASA eksponert for finansielle risikofaktorer, og hvordan blir disse eventuelt håndtert?

For å kunne besvare vår hovedproblemstilling på en best mulig måte velger vi å formulere følgende underproblemstillinger:

- 1) *Hvilke finansielle risikofaktorer anser selskapet som de mest kritiske for sin risikoeksponering?*
- 2) *Hvordan håndteres de finansielle risikofaktorene?*
- 3) *Hvorfor velger Hurtigruten å sikre, eller ikke sikre, de identifiserte risikofaktorene?*
- 4) *Er det en sammenheng mellom Hurtigrutens tilnærming til risikostyring og COSO-rammeverket?*
- 5) *Vi ønsker å utføre en analyse av ulike variablers påvirkning på selskapets aksjekurs, for å forklare hvordan disse eventuelt påvirker aksjekursens svingninger. De uavhengige variablene vi har valgt å ta med i denne analysen er hovedindeksen på Oslo Børs, rentenivå, de mest aktuelle valutakursene for Hurtigruten, drivstoffpriser og passasjertall.*

Vi ønsker også å kunne se om det er noen likhetstrekk mellom resultatene i risikostyringsarbeidet og resultatene i analysen av aksjekursen til Hurtigruten.

1.4 Oppgavens oppbygning

Oppgaven er bygd opp av totalt seks kapitler. Disse er *innledning, teori, metode, resultater, analyse og konklusjon*. Teorikapitlet vil presentere relevant teori innenfor risikostyring og hvor vi samtidig vil forsøke å presentere vår bakgrunn for vår forståelse av risikostyring. Her vil sentrale rammeverk bli presentert. Rammeverket som benyttes skal sette lys på sentrale begrep som eksponering og håndtering av risiko. Dette gir et godt fundament for videre analyse av finansiell risiko i Hurtigruten ASA. Metodekapitlet beskriver forskningsprosessen ved å vise til forskningsdesign, vurdere datamaterialet og metoden som blir brukt i å avdekke ulike variabler som kan ha innvirkning på selskapets aksjekurs. Kapittel 4 presenter funnene

og resultatene vi gjør i oppgaven gjennom data fra intervju og årsrapporter fra selskapet. Kapitlet skal legge grunnlaget for drøftningen i kapittel 5 som er analyse. Kapittel 6 vil i den grad det lar seg gjøre forsøke å besvare problemstillingen i vår oppgave.

1.5 Avgrensning

Av hensyn til tid og omfang fokuserer vi i denne oppgaven kun på de finansielle risikofaktorene. Vi ser dermed ikke nærmere på operasjonell risiko og eventuelle andre risikoer Hurtigruten er eksponert for. Dette kan også sees i sammenheng med vårt interesseområde som ligger nettopp på finansiell risiko. Vi tror vår avgrensning vil gi oss et godt grunnlag sett opp mot det fagfeltet vi ønsker å se nærmere på.

1.6 Hurtigruten ASA

”Klokken 08.30 søndag 2. Juli 1893 la DS Vesteraalen for første gang ut fra kai ved Brattøra i Trondheim med kurs for Hammerfest. 67 timer senere, 5. Juli klokken 03.30, la kaptein Richard With skipet til kai 30 minutter før annonsert rutetid. Hurtigruten var opprettet” (<http://www.hurtigruten.no>).

Hele eventyret startet 2 år tidligere da Dampskibskonsulent August Kriegsmann Gran i Indredepartementet tok frem et gammelt forslag fra 1857 som gjaldt en hurtigere forbindelse mellom Sør- og Nord-Norge. Hovedgrunnen var ønsket om en hurtigseilende kontinuerlig rute mellom Trondheim og Hammerfest med ansvar for postbefordringen. Det skulle det gis økonomisk godtgjørelse for og en eventuell statstøtte. Fra forslaget ble besluttet til Hurtigrutens jomfrutur i 1893 gikk det hele trettiseks år. Begrunnelsen var at den norske kysten hadde et for dårlig utbygd fyrvesen, og et kartgrunnlag som var for svakt (Hurtigrutemuseet).

Etter et møte i 1892 mellom August Kriegsmann Gran og Richard With, direktøren i Vesteraalens Dampskibsselskab, var en ekspressrute mellom Trondheim og Hammerfest nært forestående. Toget fra Kristiania til Trondheim skulle korrespondere med ekspressruten og knytte Norge mer sammen. Vesteraalens Dampskibsselskab endte med å levere et anbud, som innebar ukentlige seilinger året rundt. I 1893 ble det avtalt ukentlige seilinger mellom

Trondheim og Hammerfest i sommerhalvåret, og mellom Trondheim og Tromsø i vinterhalvåret. Avtalen skulle gjelde for fire år (Hurtigrutemuseet).

Hurtigruten utvidet gradvis rutetilbudet sitt med nye havner, og i 1898 kom Bergen i sør med tre ukentlige avganger. I 1908 ble Kirkenes i nord lagt inn i rutetilbudet. I dag har Hurtigruten 11 skip som anløper 34 havner hver dag, 365 dager i året (Hurtigruten).

Hurtigruten har i alle år hatt fokus på turisme, det strekker seg helt tilbake til de første seilingene til Richard With. Markedsmateriell ble den gangen lagd på både tysk og engelsk. Richard With så mulighetene i verdens vakreste kystlinje. Han gjorde Norge kjent som midnattsolens land, og brakte turismen nordover.

I 2006 fusjonerte Ofoten og Vesteraalens Dampskibsselskap og Troms Fylkes Dampskibsselskap og dannet Hurtigruten ASA. Selskapet er notert på Oslo Børs. Markedsverdien per 1.1.2013 er (420 259 163 aksjer à 3kr (Oslo Børs)) \approx 1,26 milliarder kroner. Den største aksjonæren Trygve Hegnar kontrollerer gjennom sitt selskap Periscopos AS 33,13 prosent, totalt kontrollerer de 20 største aksjonærene 76,49 prosent av selskapet (Årsrapport, 2012).

Hurtigruten ASA skiller kjernevirksomheten opp i fire produktområder: (Årsrapport, 2012)

- Norskekysten: Det største produktområdet (Bergen – Kirkenes) i Hurtigruten ASA som genererte ca 81 % av inntektene i 2012.
- Explorer-produkter/MS Fram: Består av ulike cruiseprodukter med skipet MS Fram, til steder som Antarktis, Spitsbergen, Grønland og i Europa.
- Spitsbergen: Hurtigrutens aktivitet ved Spitsbergen ekskl. cruisene med MS Fram, produktområdet er her kortere dagsturer, til lengre ekspedisjoner, samt overnattingstilbud ved ulike hoteller.
- Øvrig virksomhet: Hovedsakelig bussvirksomhet gjennom selskapet Comminor AS.

Hurtigruten setter i samarbeid med NRK i 2011 ny Guinness-rekord som den lengste tv - dokumentaren noensinne. Den ble spilt inn på MS Nordnorges nordgående seilas fra Bergen til Kirkenes og varte i hele 134timer, 42minutter og 45 sekunder (NRK, 2011, NTB)

2.0 Teori

2.1 Innledning

Ethvert selskap er i en eller annen form utsatt for risiko. Hvordan og hvor mye selskapet er eksponert for risiko vil variere ut i fra en rekke forhold. Dette kan være alt fra generelle makroforhold i økonomien og til hvilken bransje selskapet operer i. Forholdene kan variere fra land til land og innad i et lands økonomi. De siste års konjunktursvingninger er et bevis på nettopp dette. I dagens samfunn opplever vi en stadig større kompleksitet som følge av globaliseringens inntog på 1800- og 1900-tallet (Store norske leksikon [SNL], 2013). Den økende kompleksiteten har medført at fokuset rundt risikostyring i næringslivet har vært stort og viktig for å kunne overleve i det stadig tøffere markedet.

Oppgaven vil basere mye av sin teori rundt rammeverket ”Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk (HRS)”, da dette rammeverket i stor grad fanger opp de mest sentrale områdene innenfor risikostyring. Rammeverket vil bli presentert i kapittel 2.2.

Vi vil i denne oppgaven komme nærmere inn på ulike former for risiko. Vi skal i kapittel 2.3 se på hvordan ulike risikoer kan identifiseres. I kapittel 2.4 skal vi se hvordan disse skal håndteres for å bringe risikoeksponeringen i samsvar med virksomhetens risikoappetitt. Risikofaktorene vi fokuserer på i teorikapitlet er de vi finner relevante for Hurtigruten ASA.

2.2 Risikostyring

”The risk management function’s primary responsibility is to understand the portfolio of risks that the company is currently taking and the risks it plans to take in the future” (Hull, 2010:1)

Risikostyring er et område som er beskrevet i ulike rammeverk. Som følger av økende kompleksitet og et stadig tøffere marked har implementering av et godt system for risikostyring blitt svært sentralt. Dette har medført at behovet for gode rammeverk har vært stort og vi har fått flere slike de siste tiårene. I 1992 ble det utgitt et rammeverk av *The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)* som omhandlet internkontroll. I 2004 kom den samme komiteen med et oppgradert og utvidet

rammeverk. Norges Interne Revisors Forening (NIRF) oversatte dette rammeverket til norsk, *Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk*.

”Gjennom god risikostyring er det mulig å trygge driften og sikre verdiskapningen gjennom å beskytte egenkapitalen. Evnen til å gjennomføre en langsiktig strategi bedres. En vil kunne unngå «fire sales» og lettere komme seg gjennom nedgangstider.” (Aas, 2006)

I de siste tiår har vi vært vitne til store økonomiske skandaler som har kostet investorer og selskaper milliarder av kroner. Vi har også sett hvordan finanskrisens inntog høsten 2008 har påvirket verdensøkonomien. Kravene til virksomhetens internkontroll har blitt strengere. I USA ble Sarbanes-Oxley Act (SOA) i 2002 vedtatt, denne loven skulle gjenoppbygge tilliten i markedet ved å forbedre selskapsrapporteringen. I SOA fremkommer det at et anerkjent internkontrollrammeverk må benyttes for å sikre selskapsrapporteringen. (Berger, 2004). I så måte har COSO – rammeverket fått en sterk posisjon og blir flittig brukt for å imøtekomme disse kravene.

2.2.1 Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk (COSO)

”Helhetlig risikostyring er en prosess, gjennomført av virksomhetens styre, ledelse og ansatte, anvendt i fastsettelse av strategi og på tvers av virksomheten, utformet for å identifisere potensielle hendelser som kan påvirke virksomheten, og håndtere risiko slik at den er i samsvar med virksomhetens risikoappetitt, for å gi rimelig grad av sikkerhet for virksomhetens måloppnåelse.” (NIRF, 2005:16)

”Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk” utarbeidet av *The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO), definerer helhetlig risikostyring (HRS) som vist ovenfor. Vi velger å benytte denne definisjonen av HRS videre i oppgaven. Definisjonen ovenfor baserer seg på at enhver virksomhet eksisterer for å skape verdier for sine eiere og at alle virksomheter i en eller annen form er eksponert for risiko. (NIRF, 2005:3)

Vi har i de senere år sett i lys av finanskrisen, at verdensøkonomien er sterkt utsatt for svingninger som fører til store økonomiske - og sosiale kriser. COSO - rammeverket er derfor

et viktig og anvendelig hjelpemiddel for å sette risikostyringen i system, for å kunne være rustet for det som venter i fremtiden.

Helhetlig risikostyring innebærer, i følge COSO – rapporten, seks punkter.

- *Samordne risikoappetitt og strategi.* Dette er en viktig del av ledelsens arbeidsoppgaver da de skal fastsette strategi og tilhørende mål for den videre prosessen rundt risikostyringen.
- *Forbedre beslutninger angående risikohåndtering.*
- *Redusere driftsrelaterte overraskelser og tap.* Her er hensikten å kunne identifisere ulike hendelser som kan inntreffe og deretter iverksette de tiltakene ledelsen ser som mest hensiktsmessige for nettopp å redusere overraskelser og tap.
- *Identifisere og håndtere sammensatte risikoer som gjelder på tvers av virksomheten.*
- *Utnytte muligheter.*
- *Forbedre utnyttelsen av kapital.*

2.2.2 Oppbygging

COSO – rapporten er bygd opp som en matrise med tre dimensjoner, som illustrert i COSO-kuben nedenfor. Disse dimensjonene er:

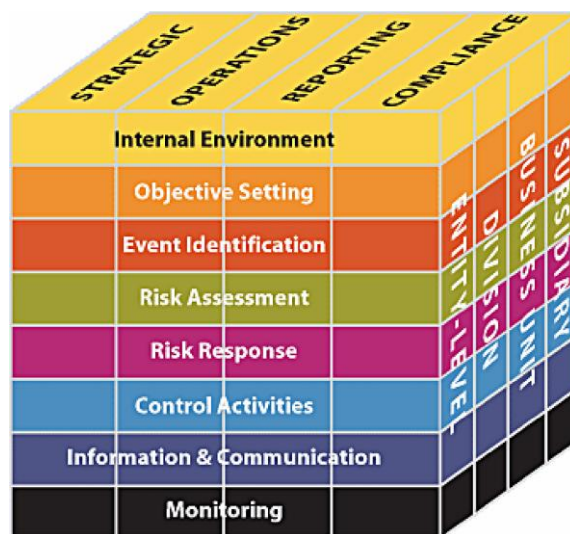
- 1) *Målsettinger*
- 2) *De ulike nivåene i organisasjonen*
- 3) *Selve prosessen*

Målsettinger deles i *strategiske, driftsrelaterte, rapporteringsrelaterte og etterlevelsesrelaterte* målsettinger. Fokuset ligger på viktigheten av å samordne målene da de gjerne henger sammen og danner grunnlaget for virksomhetens strategi knyttet til den helhetlige risikostyringen.

Den neste dimensjonen som COSO – rapporten bygger på er de ulike nivåene i organisasjonen. For at risikostyringen skal kunne integreres godt i virksomheten og gi et godt resultat ved mindre overraskelser og tap må alle nivå i virksomheten trekkes med i prosessen (virksomhetsnivå, avdeling, forretningsenhet og datterselskap).

Den siste dimensjonen er *selve prosessen*. Dette er en åttetrinns prosess som beskriver hvordan verktøyet kan brukes for å drive med god og effektiv helhetlig risikostyring. De åtte trinnene er:

- Internt miljø
- Etablering av målsettinger
- Identifisering av hendelser
- Risikovurdering
- Risikohåndtering
- Kontrollaktiviteter
- Informasjon og kommunikasjon
- Oppfølging



Figur 2.1: COSO-kuben

Internt miljø dreier seg om virksomhetens indre kultur, herunder de ansattes holdninger og oppfatninger omkring risiko. Ledelsen må her fastsette virksomhetens risikoappetitt, noe som skal danne et grunnlag for den videre prosessen. Jo høyere risikoappetitt, desto større usikkerhet knyttet til beskyttelse av egenkapitalen til virksomheten.

Å *etablere målsettinger* vil være et naturlig steg etter at det interne miljøet er definert. Først må det etableres målsettinger på strategisk nivå. Dette er i grove trekk hva virksomheten ønsker å oppnå. Ofte vil dette dreie seg om utarbeidelsen av visjon og overordnede mål. Dette skal uttrykke virksomhetens drømmesyn et stykke inn i fremtiden. Deretter skal det dannes mål innenfor drift, rapportering og etterlevelse. Målsettingene er et resultat av bedriftens holdning til risiko, altså risikoappetitten.

Videre må ledelsen *identifisere hendelser* som de mener kan påvirke virksomhetens måloppnåelse. En hendelse blir i COSO – rapporten definert som:

”En hendelse er en episode eller begivenhet med utspring i interne eller eksterne kilder som påvirker implementeringen av strategi eller måloppnåelsen. Hendelser kan ha positive eller negative konsekvenser, eller begge deler” (NIRF, 2005:41).

Om ledelsen har denne definisjonen som utgangspunkt, har de akseptert at det finnes en usikkerhet. Hendelser som regnes som sannsynlige blir tatt med videre. I denne delen av risikostyringen er det viktig både å ha fokus på de negative hendelsene, men likeså viktig er fokuset på de positive hendelsene som representerer muligheter.

Etter at hendelser er identifisert rettes fokuset mot *risikovurdering*. Denne komponenten innebærer å få et overblikk over de hendelsene som er identifisert og se på i hvilken grad disse hendelsene kan påvirke måloppnåelsen. Her vurderes hendelsene etter sannsynlighet for at hendelsen inntreffer og hvilken konsekvens dette får for virksomheten.

Etter at det er foretatt en risikovurdering, må de ulike risikoene *håndteres*. Dette dreier seg om hvordan ledelsen skal gripe tak i og prøve å få håndtert risikoen på best mulig måte. Hvordan dette skjer, vil igjen være knyttet til virksomhetens risikoappetitt. Risikohåndteringen deles inn i fire kategorier og vil bli nærmere forklart i kapittel 2.5

Videre i integreringsprosessen kommer *kontrollaktiviteter*. Hensikten og viktigheten med denne delen er å sikre at de gjennomførte komponentene som beskrevet ovenfor blir videreført i praksis. Kontrollaktivitetene skal gjennomsyre hele organisasjonen slik at virksomheten er i stand til å integrere den helhetlige risikostyringen. Igjen vil det være hensiktsmessig å knytte kontrollen til de fire ulike målsettingskategoriene.

For at ledelsens forslag og planer knyttet til den helhetlige risikostyringen skal kunne gjennomføres, er det viktig at informasjons- og kommunikasjonsflyten skjer både horisontalt og vertikalt i organisasjonen. Kommunikasjonen nedenfra og opp er kanskje lik så viktig, da dette vil bidra til å gjøre risikostyringen til en del av hele organisasjonen. Fallgruven kan være at de øvrige ansatte ikke får ta del av prosessen, noe som kan føre til at implementeringen av risikostyringen vil bli vanskeligere enn nødvendig. Informasjonen forekommer i både kvantitative og kvalitative data og kan innhentes både internt i bedriften eller fra eksterne aktører. Informasjonen er med på å kvalitetssikre evalueringene knyttet til risiko.

Den siste komponenten i COSO – rapporten er *oppfølging*. Denne komponenten har til hensikt å vurdere den helhetlige risikostyringen over tid og rapportere om det finnes mangler

og/eller forbedringspotensialet. Oppfølgingens hyppighet og omfang vil være situasjonsbestemt ut ifra virksomhetens eksponering og risikoappetitt.

Vi ser det ikke nødvendig å gå dypere i COSO – rapporten enn det vi har redegjort for ovenfor, men vil i påfølgende kapitler se nærmere på komponentene *identifisering av hendelser, risikovurdering og håndtering av risiko* da disse er relevante for å kunne se risikostyringen i Hurtigruten ASA som en helhetlig kontekst.

2.3 Risikofaktorer, fra identifisering til vurdering

Identifisering av hendelser

Som definert i kapittel 2.2. er en hendelse en episode med enten positive eller negative konsekvenser. En hendelse som kan tenkes å ha positive konsekvenser vil være gjenstand for en mulighet, mens negative hendelser representerer risiko. En hendelse som påvirker implementeringsprosessen kan bli påvirket av både eksterne og interne faktorer. For at ledelsen skal kunne ha best mulig forutsetning for å gjennomføre den helhetlige risikostyringen, må ledelsen forstå de ulike faktorene og hvilke hendelser som kan forekomme. COSO – rapporten kommer med følgende eksempler på eksterne og interne faktorer:

Eksterne faktorer:

- Økonomiske
- Naturlige/miljømessige
- Politiske
- Sosiale
- Teknologiske

Interne faktorer:

- Infrastruktur
- Medarbeidere
- Prosess
- Teknologiske

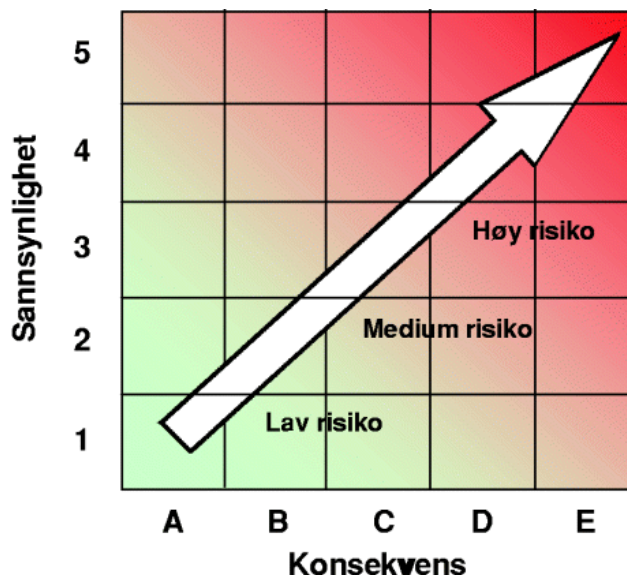
På et enda mer detaljert nivå kan en si at eksterne faktorer eksempelvis kan være endringer i markedspriser, kapitaltilgang i markedet, naturkatastrofer og ny teknologi. Alle disse eksemplene er faktorer som selskapet ikke har mulighet til å påvirke og kan dermed medføre en hendelse for virksomheten. Eksempel på interne faktorer på bakgrunn av dem vi har nevnt ovenfor kan være bedret vedlikehold, økt service, bedre rutiner.

Disse eksterne og interne faktorene vil hjelpe ledelsen på vei til å kunne identifisere de hendelser som vil kreve oppfølging i arbeidet mot å redusere den iboende risikoen slik at gjenværende risiko er i samsvar med virksomhetens risikoappetitt. Essensen her er å finne de hendelser som vil kunne påvirke måloppnåelsen enten positivt eller negativt.

Risikovurdering

Når virksomheten har kartlagt hvilke konsekvenser potensielle hendelser kan ha på måloppnåelsen, må de ta stilling til hvor betydningsfulle disse risikoene er for virksomheten. Her må virksomhetene forholde seg til ulike typer risikofaktorer, det kan blant annet være fluktasjoner i valutakurser og råvarepriser. Virksomhetene står i posisjon til å kunne påvirke konsekvensene for de ulike risikofaktorene med et godt vurderings- og håndteringsarbeid. Risikovurderingen sees opp mot den iboende og gjenværende risikoen. Den iboende risiko er risikoen som finnes, sett bort ifra de tiltak som er satt i gang av ledelsen. Gjenværende risiko er risikoen som finnes etter at tiltak er gjennomført. Her er ønsket å redusere risikoen, det vil si at gjenværende risiko bør være mindre enn den iboende risikoen etter gjennomførte tiltak. Virksomhetens risikoprofil er igjen den avgjørende ”rettesnoren” som ledelsen må følge i sin streben etter å nå sine oppsatte målsettinger på de ulike nivå.

I vurderingsarbeidet vil de ulike risikofaktorene og mulige hendelser bli målt etter sannsynlighet og konsekvens. Disse to faktorene er i stor grad dekkende for å avdekke hvilke hendelser som vil være viktig å jobbe videre med for å bringe gjenværende risiko i samsvar med risikoappetitten. Hendelsens sannsynlighet kan betegnes som muligheten for at den gitte hendelsen skal inntreffe, mens konsekvens er hvilke følger hendelsen eventuelt vil medføre på måloppnåelsen.



Figur 2.2: Sannsynlighet og konsekvens

Et annet aspekt innenfor risikovurderingen er spørsmålet om tid. Har virksomheten langsiktige strategier og målsettinger vil det være naturlig og samtidig fokusere på de mer

langsiktige risikofaktorene, dette gjelder også motsatt vei. Videre vil det også være svært hensiktsmessig å se om enkelte risikofaktorer er representert i flere virksomhetsområder i organisasjonen.

Vi vil igjen påpeke at en hendelse kan ha både positive og negative konsekvenser, eventuelt bestå av en kombinasjon. Når vi tar utgangspunkt i vår problemstilling, vil det være naturlig å se på de ulike risikoene Hurtigruten ASA er eksponert for. Vi vil derfor fokusere videre på å identifisere hendelser som kan påvirke virksomheten negativt.

2.3.1 Markedsrisiko

Markedsrisiko kan defineres:

”Markedsrisiko innebærer risiko for verdiendringer på eiendeler som følge av endringer i markedsforhold - herunder endringer i aksjekurser, rentenivå, og valutakurser samt endringer i volatiliteten i disse markedene” (Rystad, Westgaard & Vestrum, 1998).

Vi har valgt å benytte definisjonen av markedsrisiko som skrevet ovenfor, da denne illustrerer markedsrisikoens omfang og karakter. For å knytte det opp mot COSO – rapporten som vi har vært inne på i tidligere kapitler vil det her være nærliggende å komme inn på de eksterne faktorene som nevnt under *identifisering av hendelser* i kapittel 2.3. Økonomiske faktorer beskrives som:

”(...) relaterte hendelser kan være prisendringer, tilgang på kapital eller en lavere terskel for konkurrenters inntreden, noe som resulterer i høyere eller lavere kapitalkostnad og nye konkurrenter” (NIRF, 2005:42)

Markedsrisikoen oppstår gjerne ved høy volatilitet i markedet. Risiko kan f. eks oppstå ved en handelstransaksjon og kan ha stor innflytelse på virksomhetens økonomiske resultat og stilling. En endring i de underliggende markedsforholdene medfører på mange måter en hendelse. Dette er i tråd med hva COSO – rapporten sier.

Svingninger i f. eks vareprisene kan blant annet komme av substitutter og nye aktører i markedet. Substitutter er produkter som dekker det samme behovet, altså et erstatningsprodukt. Hvor stor innvirkning de har på markedet avgjøres i stor grad av både kvalitet og pris. Det at nye aktører slipper inn på markedet kan bidra til at tilbudet av en vare øker. Dette kan gi utslag i prisene og dermed redusere marginene for hele bransjen.

Dagens økende globalisering og kompleksitet har medført at enhver hendelse, enten politisk eller økonomisk, kan ha påvirkning på markedet (Reve, 2007). Ulike markeder reagerer forskjellig på hendelser som inntreffer. Et begrep som ofte benyttes for å beskrive hvordan et marked eller en indeks endrer seg er *volatilitet*. Volatilitet kan defineres som hvordan et marked eller indeks endres som følger av endring i markedet eller en annen indeks. Begrepet er nært knyttet til usikkerhet.

Sosiale og politiske forhold vil alltid være faktorer som kan påvirke markedet i den forstand at virksomheter blir eksponert og utsatt for risiko. Sosiale forhold kan være endrede atferdsmønstre som påvirker markedets reaksjonsmønstre. Dette kan innebære endringer i både etterspørsel og konsum. Når etterspørselen etter en vare eller tjeneste endrer seg, vil prisen i markedet bli påvirket. Risiko som dreier seg om endringer i atferdsmønstre vil være vanskelig å gardere seg mot. Dette er en risiko vi velger å ikke fokusere så sterkt på, siden det bare vil være spekulasjoner om fremtiden.

Politiske forhold er også noe som vil påvirke markedet. Ofte vil f. eks. subsidier, konsesjoner, lovendringer, tilskudd etc. føre til at markedsforhold enten endrer seg positivt eller negativt. Dette er noe enhver virksomhet må ta stilling til når de skal planlegge fremtidig drift.

Vi vil nå presentere tre ulike former for markedsrisiko som alle er relevante for vår oppgave.

Valutarisiko

Valutarisiko er direkte knyttet til fluktuasjoner i valutakurser. Børsum og Ødegaard (2005) sier følgende om valutarisiko:

”Et selskap er utsatt for valutarisiko dersom dets verdi påvirkes av svingninger i en eller flere valutaer” (Børsum og Ødegaard, 2005:84)

Endringer i valutakurser sier noe om konkurranseforholdet mellom de ulike valutaer. Dersom den norske kronen (NOK) svekkes (depresieres) i forholdt til f. eks EUR, innebærer det bedret konkurransesituasjon for norske eksportbedrifter, da norske varer og tjenester blir billigere sammenliknet med varer og tjenester i eurosonen. Motsatt vil en styrkelse (appresiering) svekke konkurransesituasjonen for norske eksportbedrifter som opererer i andre valutaer. For norske importbedrifter så er de tjent med en sterk norsk krone, da utenlandske varer og tjenester blir billigere jo sterkere NOK er. Dette er en av faktorene som er sentrale i Norges Bank sin fastsettelse av styringsrenten.

I tillegg til risikoen som er knyttet til konkurranseforhold, er også endringer i valutakurser en risiko når fordringer og/eller balanseposter er nominert i annen valuta enn den lokale valutaen. Valutaeksponering defineres av Korsvold & Høidal (2012) som:

"(...) konsekvensen av en uventet endring i prisen på det underliggende aktivum for en investering eller et låns markedsverdi" (Korsvold & Høidal, 2012)

Her er det underliggende aktivum f. eks valutakursen. Ved måling av økonomisk eksponering måles normalt den hjemlige valutaen som virksomheten er nominert i.

Videre defineres eksponeringsgrad som:

"Den prosentvise endringen i verdi, målt i basisvaluta, gitt 1 % uventet endring i prisen på det underliggende aktivum" (Korsvold & Høidal, 2012)

$$\text{Eksponeringsgrad} = \frac{(\text{Endring i kontantstrøm i kroner})}{(\text{Opprinnelig kontantstrøm i kroner})(\text{Uventet prisendring})'}$$

Som igjen kan skrives: $E = \frac{C1-C0}{C0*\Delta S} = \frac{\Delta C}{\Delta S}$ der,

- $C0$ og $C1$ er kontantstrøm i kroner på tidspunkt 0 og 1 ved uventet endring i prisen.
- ΔC er prosentvis endring i kontantstrømmen
- ΔS er prosentvis endring i valutakursen

For å gjøre dette anvendelig vil vi nedenfor komme med et enkelt eksempel:

- Vi har en investering i Fremmed med verdi lik FRM 10 000 000 ($t=0$). Spotkurs i dag er 4,0 NOK/FRM. 1 prosent endring i det underliggende, gir en verdi på 10 100 000 i FRM gitt uventet endring i kursen på tidspunkt 1 ($t=1$) til 4,08 (appresiering av FRM på 2 prosent).

Dette gir følgende eksponering ved bruk av Korsvold & Høidal sin fremgangsmåte for å beregne eksponeringsgrad:

- **Eksponering Fremmed (FRM):**
 - o $t = 0$: 10 000 000
 - o $t = 1$: 10 100 000
- **Eksponering hjemlig (NOK):**
 - o $t = 0$: $10\,000\,000 * 4$ (NOK/FRM) = 40 000 000 kr
 - o $t = 1$: $10\,100\,000 * 4,08$ (NOK/FRM) = 41 208 000 kr
- **Eksponeringsgrad tidspunkt 0:**
 - o $E = \frac{(41\,208\,000 - 40\,000\,000)}{(40\,000\,000 * 0,02)} = 1,51$

Dette sier oss at en appresiering på 1 prosent av FRM indikerer en oppgang på 1,51 prosent i investeringsverdien angitt i kroner. Dette utgjør i dette eksemplet Eksempelet som vist ovenfor forteller at relativt små fluktuasjoner i valutakursen gjør relativt markante utslag i investeringsverdien. Uansett om en virksomhet kun opererer nasjonalt vil valutarisikoen være sentral da utenlandske produsenter kan ha incentiver for eksport til Norge dersom NOK depresieres i forhold til utenlandsk valuta. Det betyr at enhver virksomhet er eksponert, spørsmålet er bare i hvilken grad de er eksponert (Korsvold & Høidal, 2012).

For virksomheter som er eksponert for valutarisiko vil dette i aller høyeste grad være en aktuell problemstilling og et område som trenger oppfølging. Endringene i valutakursene og kontantstrømmene kan på lengre sikt medføre stor konsekvenser for virksomheten og det er avgjørende å vurdere og deretter håndtere denne formen for risiko for å kunne implementere en god helhetlig risikostyring.

Prisrisiko

De fleste virksomheter opplever i ulik grad prisrisiko. Det kan dreie som om priser knyttet til innsatsfaktorer som f. eks: energi, råvarer og drivstoff (bunkers) etc. Endrede markedsforhold som nevnt ovenfor kan i ulik grad påvirke prisene. Eksempelvis vil en høyere oljepris påvirke prisen på drivstoff, noe som vil slå hardt ut i bransjer som benytter store mengder av dette i sin daglige drift. Prisrisiko er i dagens komplekse verden en risiko som er svært aktuell og de fleste bedrifter har et forhold til denne risikoen. Det finnes en rekke muligheter for å sikre seg mot prisrisiko. Dette blir belyst senere i forbindelse med ulike sikringsinstrumenter.

Renterisiko

Renterisiko er en type risiko som de fleste virksomheter har uavhengig av bransje og marked. Denne typen risiko er knyttet til rentebærende eiendeler og gjeld. Renterisiko kan defineres som:

”Risikoen for at svingninger i renten påvirker markedsverdien og/eller rentenettoen”(Aas, 2006).

Rentenettoen kan sees på som bankenes viktigste inntektskilde, da den representerer differansen mellom bankenes utlånsrenter og renten i andre verdipapirer og renteutgifter til innskudd og annen finansiering (Sparebankforningen, 2010). Når vi ser på foretaksnivå så vil markedsverdien være den måleenheten som er mest relevant. Markedsverdien vil reduseres ved økt rente, siden diskonteringsfaktoren øker, mens redusert rente vil øke markedsverdien. For de fleste virksomheter oppstår renterisikoen ved opptak av lån. Opptak av lån innebærer betaling av renter og avdrag der risikoen er knyttet til økte rentekostnader ved en renteoppgang. Om virksomheten får umiddelbare virkninger av en eventuell renteoppgang vil avhenge av virksomhetens rentebinding. Dersom en stor del av virksomhetens rentebærende gjeld er bundet over en lengre periode, vil risikoen for økte rentekostnader reduseres. Samtidig øker dette risikoen for å gå glipp av en eventuell gevinst ved fall i markedsrenten, sammenlignet med renten i gjeldsporteføljen.

Virksomheter som opererer i internasjonale markeder vil også oppleve renterisiko ved eksempelvis valutalån. Slike lån er svært vanlig for virksomheter som har inntekter og/eller eiendeler i fremmed valuta. Valutalånet kan også fungere som sikring av valutarisiko.

2.3.2 Kreditrisiko

Kreditrisiko kan defineres:

”Risiko for at motpart ikke oppfyller sine forpliktelser i henhold til avtale” (Norges Bank).

Kreditrisiko er knyttet til en virksomhets fordringer. Denne risikoen oppstår når kunden ikke kan gjøre opp sine forpliktelser overfor virksomheten som har utstedt fordringen.

Kreditrisiko oppstår dersom en virksomhet gir kredittid på et salg. I denne oppgaven med Hurtigruten ASA, vil vi ikke legge for stort fokus på kreditrisiko. Dette fordi det meste av salg skjer kontant eller via velkjente kredittkortselskaper (Hurtigruten, 2011). Dette er likevel en type risiko som vi mener det er hensiktsmessig og fornuftig å nevne, siden kreditrisiko er en type risiko som det er viktig å ha et sunt og bevisst forhold til.

2.3.3 Likviditetsrisiko

Hurtigruten ASA skriver i sin årsrapport hva de mener med likviditetsrisiko:

”Styring av likviditetsrisiko innebærer å vedlikeholde en tilstrekkelig beholdning av likvider, samt å ha finansieringsmuligheter i form av et tilstrekkelig antall sikre trekkrettigheter” (Hurtigruten, 2011).

Likviditetsrisiko dreier seg om risiko for at virksomheten ikke er i stand til å innfri sine forpliktelser, samt finansiere ønsket vekst og utvikling. Balansestruktur, likviditeten i kapitalmarkedet og kredittverdigheten til virksomheten vil spille en rolle for hvor stor denne risikoen faktisk vil være. Kredittverdigheten til virksomheten vil bli basert på en rekke ulike faktorer.

Kvantifisering - Value at Risk

Vi har i dette kapitlet sett på ulike risikofaktorer en virksomhet kan møte i markedet. Vi har påpekt at en rekke forhold er med på å avgjøre virksomhetens risikoeksponering. For å kunne måle denne risikoen har Value at Risk (VaR) blitt et godt og veletablert hjelpemiddel. Vi skal i denne oppgaven ikke benytte VaR til å beregne risiko for Hurtigruten, men ser det viktig å presentere hvordan dette verktøyet kan benyttes i risikostyringsarbeidet.

VaR er en statistisk teknikk som skal måle og kvantifisere risikoen til en virksomhet eller en portefølje. VaR prøver å summere all type risiko for virksomhetens portefølje i et eneste tall. Tallet som VaR representerer skal uttrykke hva en portefølje eller en virksomhet kan forvente i tap som følge av normale markedsbevegelser. Vi velger å benytte John C. Hull (2010) sin forklaring av hva verdien VaR representerer:

”We are X percent certain that we will not lose more than V dollars in time T ”

Her uttrykker variabelen V , VaR-verdien til porteføljen og er en funksjon av både tid, T , og konfidensnivå, X prosent. Dette skal gi oss forventet tap, i verste fall, i løpet av tidsperioden T som vi er X prosent sikker på at ikke vil bli overgått (Hull, 2010).

For at VaR skal kunne gi et best mulig bilde av risikoeksponeringen er det nødvendig at alle de mest relevante risikofaktorene er identifisert. Modellen søker å svare på spørsmålet *”Hvor ille kan situasjonen bli?”* (Hull, 2010). Dersom viktige markedsfaktorer utelates i modellen vil VaR verdien ikke være en representativ verdi for risikoen til virksomheten eller porteføljen. Vi velger ikke å gå nærmere inn på hvordan VaR beregnes.

2.4 Nye tanker rundt risikostyring

Vi har hittil i oppgaven i hovedsak presentert risikostyring ved å se på COSO-rapporten. Vi har sett at denne formen for risikostyringsarbeid fokuserer på identifisering, vurdering, håndtering, kontroll og oppfølging. Det dreier seg om å trekke ut de viktigste og mest kritiske risikofaktorene, for å kunne iverksette tiltak. Hensikten er å redusere virksomhetens risikoeksponering. Dette arbeidet er i all hovedsak basert på data fra fortiden og skal gi virksomheten et bilde av fremtiden. Faren med bruk av data fra fortiden vil være at de forventinger virksomheten har ikke reflekterer den faktiske risikoeksponeringen og de utsikter som virksomheten møter. Dette kan medføre at virksomheten ikke klarer å imøtekomme fremtidens risikobilde og dermed påføres økonomiske tap.

Det brukes i dag mye tid og ressurser på å identifisere de ulike risikoene og deretter undersøke hvor tapene og eventuelle problemer ligger i virksomheten. Risikostyring i dag ser ofte på de ulike risikokategoriene hver for seg. I fremtiden vil vi kanskje ha behov for å ha en

mer helhetlig tilnærming, der en også vurderer forretnings – og systematisk risiko i større grad (Alexander, 2003). Nyere fagartikler har tatt opp dette tema og sett på hvordan risikostyring foregår i dag og hvordan de ser for seg dette vil foregå i fremtiden. Carol Alexander presenterte i 2003 en artikkel i ”*ISMA Centre Discussion Papers in Finance*” hvor hun går nærmere inn på det vi har nevnt ovenfor. Hun tar for seg problemstillingen rundt det å se risikofaktorene hver for seg og drøfter muligheten for å adoptere en mer helhetlig tilnærming. Alexander refererer til Alexander og Pezier (2003) hvor de kommer med nye tanker rundt risikovurdering. Her er poenget at all typer risiko er drevet og styrt av de samme faktorene i markedet. Dette kan f. eks være rentenivå og aksjekurser. Fremtidens risikostyring har et behov for et felles rammeverk og måleverktøy som er i stand til å fange opp alle vesentlige typer risiko, for å kunne føre risikoeksponeringen i samsvar med virksomhetens risikoappetitt.

I prosessen med å integrere en god helhetlig risikostyring vil spørsmålet om gode og passende data være et svært sentralt tema. Virksomheten bør stille kritiske spørsmål angående den data de har tilgjengelig, da dette vil være avgjørende for utbyttet av risikostyringen. Faren med historiske tall er at de ofte kan gi en falsk sikkerhet, som fører til at virksomheten med en grad av sikkerhet vurderer risikoeksponeringen og fremtidsutsikter i et lengre perspektiv (Alexander, 2003). Dette trenger ikke å være representativt for faktiske forhold i markedet, selv om det ofte kan gi et greit oversiktsbilde. Det som avgjør om data er gode eller ikke er dataens validitet, som uttrykker datamaterialets relevans og gyldighet. Begrepet validitet skal vi komme grundigere inn på i metodekapitlet senere i oppgaven.

Som nevnt i kapitlet om COSO – rapporten er den avsluttende delen som går på håndtering og rapportering kanskje det viktigste i hele prosessen med å implementere helhetlig risikostyring i en virksomhet. I dagens høyteknologiske samfunn opplever vi stadig oftere ”live – oppdaterte ” tall som illustrerer situasjonen i nåtid. utfordringer knyttet til dette er at slik informasjon kan føre til panikkpregede handlinger, noe som er et urolighetsmoment i økonomien. Ved at alle aktører har tilgang til denne oppdaterte informasjonen, som f. eks ved VaR - baserte verdier (Value at Risk), kan vi oppleve at alle aktører handler på samme måte og dermed skaper stor frykt i markedet. Dette kan være forstyrrende for den økonomiske stabiliteten.

For å sette kontrollaktivitetene i risikostyringsprosessen i perspektiv velger vi å sitere Carol Alexander (2003):

”If all risk managers are aware of all risks, at all times, this does not necessarily imply that risks will be reduced. It all depends on the risk control strategies” (Alexander, 2003)

Dette er en uttalelse som setter fokus på å gjennomføre og deretter kontrollere at de risikofaktorene som er identifisert og vurdert blir håndtert på en god og effektiv måte. Dersom den helhetlige risikostyringen skal ha en effekt, må målet være at hele virksomheten skal være tjent med denne prosessen. For at en slik tankegang skal kunne dyrkes må beslutninger av slik art tas på toppledernivå, da en på dette nivået har en helhetlig tilnærming til organisasjonen. Ofte opplever vi i dagens risikostyringsarbeid at mellomledere både håndterer og rapporterer, samtidig som de har anledning til å bedrive kontrollaktiviteter av de samme risikoene som de til daglig arbeider med. Fallgruben i et slikt system er at en kan oppleve at individuelle tanker vil komme foran virksomhetens beste. I så måte vil et mer overordnet arbeid med kontrollaktiviteter gagne virksomhetens totale risikobilde.

Enkelte fagkretser har kommet med forslag til nye, som i følge dem selv er bedre måter å utføre risikostyring på. Et eksempel er James W. Kallmann og Romy Violette Maric som i 2004 skrev en artikkel i *Risk Management: An international Journal*. Der lanserte de en ny risikostyringsprosess som består av fem steg, i motsetning til COSO som består av åtte. Den nye fem-stegs prosessen kan kort presenteres på følgende måte:

- 1) *Program development*: Her skal risikostyringen settes i system og sette mål for risikostyringsarbeidet. Virksomhetens ressurser skal organiseres. Målet er her å komme frem til skriftlige retningslinjer for risikostyringen i virksomheten.
- 2) *Risk analysis*: Steg to innebærer mye av det vi kjenner fra COSO og dreier seg om å identifisere, vurdere og evaluere virksomhetens risiko. Dette er felles for alle risikostyringsmodellene som finnes i litteraturen.
- 3) *Solution analysis*: Etter at analysen av risikofaktorene er gjort vil neste steg være å prøve å sette seg inn i de ulike mulighetene en har til å håndtere risikoene. Det er her viktig å se hele risikoporteføljen og ikke hver enkelt risiko hver for seg.

- 4) *The decision process*: Nest siste steg innebærer å ta en avgjørelse og samle ressurser for å understøtte den valgte avgjørelsen.
- 5) *System administration*: Her skal risikostyringsarbeidet vurderes. En ønsker her å forstå om risikostyringen er effektiv og om den hjelper til med å nå virksomhetens fastsatte mål.

Som vi ser av denne modellen så inneholder den en rekke punkter som COSO også tar for seg, men på en noe annen måte. Poenget er å understreke at det finnes andre modeller og rammeverk en virksomhet har til rådighet for å kunne gjennomføre risikostyring. utfordringer som vi har vært inne på ovenfor, kan bli gjeldende ved ukritisk bruk av rammeverk slik som COSO – rapporten. Vi velger uansett å benytte COSO i vår oppgave da dette er et anerkjent og veletablert rammeverk som står sterkt tross noen svakheter og utfordringer.

2.5 Håndtering av risiko

Vi vil i dette kapitlet gå nærmere inn håndtering av risiko og vi skal presentere de vanligste derivatene og hvordan disse kan benyttes i sikringsøyemed. Ved riktig bruk, vil derivater være et viktig verktøy for å håndtere risiko av ulik karakter. Vi vil til slutt i kapitlet komme inn på hvordan ulike risikofaktorer kan håndteres ved hjelp av de ulike hjelpemidlene som finnes i markedet.

Hvorfor håndtere risiko?

Risiko medfører fare for tap av virksomhetens økonomiske verdier. Dette gjør at enhver virksomhet, i en viss grad, ønsker å redusere eksponert risiko for dermed å unngå økonomiske tap. Som vi har nevnt ovenfor, blir dagens økonomiske hverdag stadig mer kompleks og krever dermed økte ressurser i form av både human - og økonomisk kapital. I både nasjonale og internasjonale selskaper er det normalt med egne ansatte som har ansvar for at selskapets risikoeksponering er i samsvar med ønsket risikoappetitt og risikotoleranse. Denne utviklingen med stadig økt fokus på risikostyring vil fortsette, for å kunne møte og takle de stadig mer krevende markedsforhold. Håndtering av risiko er de faktiske tiltak som blir iverksatt for å bringe risikoen i samsvar med virksomhetens risikoappetitt.

2.5.1 Håndtering, i følge COSO

Når risikofaktorer for virksomheten er identifisert og vurdert, er håndteringen et naturlig steg i prosessen med å integrere helhetlig risikostyring i en virksomhet. Vi tar her utgangspunkt i COSO sin betraktning av denne delen av prosessen.

- *Å unngå:* Virksomheten må vurdere de ulike aktivitetene for å ta stilling til om de skal videreføre eller i ytterste konsekvens avvike for å unngå all risiko knyttet til aktiviteten.
- *Å redusere:* Tilpasse aktiviteten i markedet slik at sannsynlighet og konsekvens er i samsvar med risikoappetitt.
- *Å dele:* Overførsel av risiko til andre. Dette kan forekomme gjennom eksempelvis forsikringer for å redusere konsekvens av uforutsette hendelser.
- *Å akseptere:* Virksomheten velger i dette tilfelle å ikke sette i verk tiltak, da sannsynlighet og konsekvens er i samsvar med det som tolereres.

Når virksomheten skal håndtere de ulike risikoene, må ledelsen i virksomheten vurdere hvilke tiltak som har størst effekt på risikoens sannsynlighet og konsekvens. De ulike mulighetene må også vurderes opp mot risikotoleransen til virksomheten. Samtidig vil kostnadsaspektet med håndteringen spille en viktig rolle. Nyten må vurderes opp mot kostnaden ved håndteringen. Virksomheten vil oppnå en større gevinst ved en kombinasjon av de ulike formene for håndtering og må derfor se på summen av all risiko, og ikke enkeltrisikoen hver for seg. Hensikten med risikohåndteringen vil være å nå de målsettinger som er satt på de ulike nivåene i organisasjonen.

2.5.2 Sikringsinstrumenter

”Ledende europeiske politikere ber EU vurdere å forby handel med derivater, en type verdipapirer som regnes som en svært risikabel form for investering” (Herland, 2010)

Våren 2010 kom dette forslaget fra Frankrikes president Nicolas Sarkozy, den tyske statsministeren Angela Merkel og Luxemburgs regjeringssjef Jean-Claude Juncker. Forslaget var å forby handel med derivater på bakgrunn av det de mener er såkalte ”spekulanter” i

markedet. Dette forteller noe om hvordan derivater blir forbundet med noe negativt. Vi skal derimot i denne oppgaven fokusere på de mulighetene derivatmarkedet gir og forsøke å gi et enkelt bilde hvordan disse derivatene kan benyttes i risikostyringen.

Vi benytter følgende definisjon av et derivat:

”Et derivat er en avtale om en framtidig finansiell transaksjon til en forhåndsavtalt pris. Verdien av derivatet bestemmes eller avledes av prisutviklingen på et underliggende objekt som den framtidige transaksjonen er knyttet til. Det kan være finansielle instrumenter, varepriser, indekser eller valutakurser” (NOU 2011:1)

Av definisjonen ovenfor ser vi at derivater kan brukes til å sikre blant annet valutakursen, vareprisen etc. Dette kan gjøre bedrifter i stand til å kunne bergene kontantstrømmene nøyaktig uansett landegrenser, innsatsfaktorer med mer. Under vil vi presentere de ulike derivatene som er vanlige i dagens derivatmarked.

Opsjoner

Vi kan kort definere opsjon som:

”(...) en rett til å kjøpe eller selge noe til en fastsatt pris innen eller på et bestemt tidspunkt i fremtiden” (Oslo Børs).

En opsjon som blir utstedt kan både kjøpes og selges. Kjøperen av en opsjon betaler en opsjonspremie for å sikre seg retten til å kunne innfri opsjonen om det ønskes. Utsteder derimot, mottar opsjonspremien som en motytelse for å forplikte seg til å innløse opsjonen dersom kjøper ønsker det. Det blir handlet både call-opsjoner (kjøpsopsjon) og put-opsjoner (salgsopsjon) (Oslo Børs).

For å sikre løpende handel og et velfungerende opsjonsmarked, er det viktig å ha standardiserte vilkår. Det innebærer at vilkårene er like for alle opsjonene i samme opsjonsserie. Vilkårene forteller aktørene om det underliggende aktivumet, innløsningskursen og bortfallsdatoen. Standardiseringen gjør det enklere å prise opsjonene riktig.

Ved innløsning, stenging eller bortfall realiseres den eventuelle gevinsten eller tapet. Det er verdt å merke seg at det kun er kjøperen av opsjonen som kan foreta innløsningen. Når som helst i opsjonsperioden kan både kjøper og utsteder realisere gevinst eller tap ved å stenge opsjonen. Dette skjer ved at kjøper selger opsjonen i opsjonsmarkedet, eller at utsteder kjøper opsjonen tilbake i opsjonsmarkedet. Innen eller på bortfallstidspunktet er siste frist for kjøper å benytte seg av opsjonen. Etter dette tidspunktet faller kjøpers rettigheter bort og utsteder er fristilt fra sin plikt til å innløse opsjonen. (Oslo Børs)

Innløsningstidspunktet varierer i forhold til opsjonene, og vi skiller hovedsakelig mellom tre typer opsjoner: (Hull, 2010)

- Amerikanske opsjoner: innehaveren av opsjonen kan når som helst innløse i løpet av opsjonsperioden.
- Bermuda opsjoner: innehaveren av opsjonen kan kun innløse på enkelte datoer i opsjonsperioden.
- Europeiske opsjoner: innehaveren av opsjonen kan kun innløse på selve bortfallsdagen.

Vi kan med et eksempel illustrere hvordan en opsjon kan benyttes i sikringsøyemed. Vi benytter de tenkte selskapene Bunkers AS og Båtfrakt AS, hvor Båtfrakt AS på grunn av sin innkjøpsstrategi ønsker å sikre prisen på en andel av sitt forbruk av brensel. Båtfrakt AS sikrer i henhold til sin innkjøpsstrategi 40 prosent av sitt forbruk. De kjøper derfor inn 400 call-opsjoner, hver på 1 tonn brensel, dette betaler Båtfrakt AS en opsjonspremie til utstederen Bunkers AS. Innløsningsprisen er satt til 10,00 kr per kg, noe høyere enn markedsprisen på 9,80 kr per kg. Hvis Båtfrakt AS velger å innløse opsjonen koster det dem $400 \text{ callopsjoner} * 1000 \text{ kg per opsjon} * 10 \text{ kr per kg} = 4\,000\,000 \text{ kr}$. Stiger markedsprisen på brensel over 10,00 kr per kg velger Båtfrakt AS å utøve sin opsjonsrett. Forblir markedsprisen lavere enn 10,00 kr per kg, kjøper Båtfrakt AS heller brensel i spotmarkedet, de utøver da ikke opsjonsretten. Det eneste Båtfrakt AS da har tapt er opsjonspremien, det er denne premien Bunkers AS maks kan tjene på å utstede denne opsjonen.

Et viktig moment er at kjøperen av en opsjon kun kan tape opsjonspremien, mens utstederen har i teorien ubegrenset tapsmulighet.

Forwards og Futures

Vi kan kort definere forwards og futures som:

”forwards og futures er en avtale mellom to parter om å kjøpe eller selge underliggende verdipapir til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt i fremtiden” (Oslo Børs).

Vi kan kategorisere både forwards og futures som terminkontrakter. I likhet med opsjoner, er det her snakk om å kjøpe eller selge et underliggende aktivum. Et skille går der en opsjon er en rett, men ingen plikt til å kjøpe eller selge det underliggende aktivumet (utstederen er pliktig til å innløse opsjonen). Er terminkontrakten en bindende avtale mellom to parter, som plikter seg til å oppfylle avtalen.

Forskjellen mellom forwards og futures ligger blant annet i oppgjøret. På oppgjørstidspunktet blir kontrakten enten fysisk- (varen leveres og kjøper betaler det som er avtalt), eller finansielt gjort opp (betales forskjellen mellom spot og avtalt pris). Forwardoppgjøret skjer på bortfallsdagen, med levering av det underliggende aktivumet. For futures derimot skjer det et daglig oppgjør, på bakgrunn av endringene i sluttkursen fra dagen før. Her vil det foretas en pengeoverføring mellom kjøper og selger i henhold til hvem som har tjent eller tapt. Siden futures har daglige oppgjør ses den på som sikrere enn forwardkontrakten, der alt skjer på oppgjørstidspunktet. Ved en forwardkontrakt vil det alltid kunne medføre en kredittrisiko, da det finnes mulighet for at en av aktørene ikke overholder sine forpliktelser. (Oslo Børs)

Vi skiller mellom terminkontrakter som har finansielle aktiva som underliggende og handel av råvarer, som råvaren da er det underliggende aktivumet. Her kan det underliggende f. eks være en indeks på Oslo Børs eller en råvare som olje. Futures har som opsjoner standardiserte vilkår, men for forwards derimot blir dette avtalt individuelt mellom kjøper og selger.

Ved inngåelse av en terminkontrakt betales ingenting annet enn transaksjonskostnader, dette skal gå til å dekke avgifter til markedsplassen (f. eks Oslo Børs), clearingsentralen (f. eks Oslo Clearing) og megleren. Inngår man en terminkontrakt på Oslo Børs er det Oslo Clearing som beregner sikkerhetskravet, de bruker da marginberegningssystemet RIVA (Risk

Valuation). Teorien bak RIVA er basert på at det skal stilles sikkerhet for det beregnede maksimale tapspotensialet for terminkontrakten (Oslo Børs).

Vi velger her å videreføre eksempelet med selskapene Bunkers AS og Båtfrakt AS. Båtfrakt AS ønsker fortsatt å kjøpe 400 tonn bunkersolje, men nå ønsker de å inngå en forwardavtale med finansielt oppgjør. Her inngår Båtfrakt AS direkte med Bunkers AS en avtale om å kjøpe 400 tonn bunkersolje med levering om 3mnd til en pris på 10,00 kr per kg. Dersom spotprisen er høyere (lavere) enn 10,00 kr på kg på oppgjørstidspunktet må Bunkers AS (Båtfrakt AS) betale differansen mellom spotprisen og den avtalte forwardprisen. Selskapene kjøper (selger) bunkersoljen i spotmarkedet, med differansen de fikk av forwardavtalen blir netto kjøps-/salgspris lik forwardprisen.

Ved å benytte finansielt oppgjør, så slipper selskapene å ta høyde for variabel kvalitet på det underliggende aktivumet. Da kan hver aktør kjøpe/selge ønsket kvalitet og mengde direkte i spotmarkedet, og få kronedifferansen inn i regnskapet som finansinntekt/finanskostnad.

Swaps

En swap kan defineres som:

“A swap is an agreement between two companies to exchange cash flows in the future. The agreement defines the dates when the cash flows are to be paid and the way in which they are to be calculated. Usually the calculation of the cash flows involves the future values of interest rates, exchange rates, or other market variables” (Hull, 2010:92)

En swap-kontrakt er en finansiell transaksjon mellom to aktører, som innebærer bytte av kontantstrømmer over en tidsperiode. Kontantstrømmene virksomheten får trenger ikke av ulike årsaker å være i samsvar med virksomhetens ønskede risikoprofil. Det kan skyldes ønsket om f. eks endrede lånebetingelser, valutakontantstrømmer og rentebetingelser.

Vi skiller mellom ulike typer av swapkontrakter: (Brealey, Myers & Allen, 2011)

- Credit Default Swaps (CDS): En avtale der en aktør selger en kredittapsforsikring og hvor kjøperen får kredittbeskyttelse. Kjøperen vil være sikret sitt utestående i henhold

til CDS-avtalen dersom virksomheten misligholder sin gjeldsforpliktelse. En CDS gjelder hovedsakelig obligasjoner og lån der risikoen for mislighold gjenspeiles i prisen på avtalen.

- **Interest Rate Swaps:** Er en avtale med forhåndsspesifiserte vilkår, der to aktører bytter rentebetaling. Den vanligste formen for renteswap kalles ”plain vanilla swap” (SNL, 2013). Det innebærer at en aktør som har et lån med flytende rente kan bytte sine renteforpliktelser med en aktør som har et lån med fast rente. Denne typen swap-kontrakter er de mest utbredte og markedet anses som meget likvid (Bank of International Settlements, 2010).
- **Currency Swaps:** Er en avtale der en aktør selger et valutabeløp til dagens valutakurs, og samtidig inngår en avtale om å kjøpe tilbake det samme valutabeløpet på et tidspunkt, og til en kurs som er forhåndsbestemt. Det medfører ingen valutarisiko ved bruk av valutaswap når aktørene overholder sine avtalte forpliktelser.
- **Total Return Swaps (TRS):** Er et kredittderivat der man bytter kontantstrømmer fra to forskjellige underliggende, det kan f. eks være: aksjer, lån, råvarer eller en indeks.

2.5.3 Håndtering av de ulike risikofaktorene

Markedsrisiko

Vi har tidligere gjort rede for, så faller valuta-, pris- og renterisiko under markedsrisiko. Sikringsinstrumentene som er presentert i kapittel 2.4.2 vil alle være aktuelle for å håndtere de ulike markedsrisikoene som en virksomhet som er eksponert for. En virksomhet som Hurtigruten ASA vil ha til hensikt å sikre fremtidig pris på innsatsfaktorer, som f. eks drivstoffpris/bunkers. Her kan derivatene benyttes til å sikre prisen på viktige innsatsfaktorer. Sikringen kan være både av kort- og langsiktig karakter.

Håndtering av valutarisiko vil gjelde fremtidige inntekter og kostnader som vil påløpe i utenlandsk valuta og eiendeler som er balanseført i annen valuta. Metodene som kan benyttes er mange, og en rekke kombinasjoner av terminkontraktene kan være aktuelle.

Forwardskontrakter kan benyttes til å *redusere* valutarisikoen ved å sikre deler av de utenlandske kontantstrømmene virksomheten har, eventuelt *unngå* hele risikoen ved å sikre hele kontantstrømmen. Å *redusere* og *unngå* risiko er eksempler på COSO - rapporten sine metoder for håndtering av risiko.

Opsjonskontrakter kan også bli benyttet som sikringsinstrument. Dette vil være aktuelt for håndteringen av både valuta-, pris- og renterisiko. Vi har gjennom vårt eksempel om opsjoner illustrert enkelt hvordan opsjonskontrakter fungerer.

Lån i utenlandsk valuta vil være relevant for aktører som opererer på tvers av landegrenser. Valutalån kan tas opp i den valuta som kontantstrømmen forventes i, for i så måte være sikret mot fluktuasjoner i valutakursen.

Valutalån kan benyttes for å håndtere og redusere valutarisiko. Valutalån tas opp i en annen valuta enn den lokale valutaen virksomheten er notert i. Virksomheter som forventer inntekter i fremmed valuta vil med opptak av valutalån redusere valutarisikoen. Dette *reduserer* risikoen ved at virksomheten kan utnytte forventninger om fremtidig valutakurs. Samtidig vil det være mulig for virksomheten å oppnå en lavere rente enn hva man oppnår i sin hjemlige valuta.

For å *unngå* valutarisiko er fakturering i lokal valuta en metode å benytte. Dette vil være lite utbredt der det finnes et internasjonalt marked. Ved bruk av fakturering i lokal valuta vil ikke risikoen elimineres, men flyttes fra selger til kjøper.

Som vi har drøftet er det en rekke håndteringsformer som kan benyttes. En siste form for håndtering vil være å ikke iverksette tiltak, som vil si å *akseptere* risikoen. Dette muliggjør både gevinst og tap ved vekslende valutakurs. Normalt vil virksomheter som opererer i ulike valutaer ha incentiver til å benytte ulike former for sikring hvis markedet har høy volatilitet.

Kredittrisiko

Som vi nevnte i kapitlet om kredittrisiko, er dette ikke en veldig aktuell risiko for Hurtigruten ASA (Årsrapport 2011), men vi ser det nødvendig og også her nevne kort om hvordan denne formen for risiko håndteres.

På generelt grunnlag vil håndtering av kredittrisiko dreie seg om å sikre seg mot mislighold av fordringer som virksomheten har hos en motpart. Dette kan enkelt gjøres ved å gjennomføre en kredittsjekk. Kredittsjekken vil blant annet innebære faktorer som omdømme,

balanse, likviditetsgrad, tilgang på bankkreditt osv. En slik kredittsjekk vil redusere risikoens *sannsynlighet* og redusere usikkerheten knyttet til mislighold fra en motpart.

En annen benyttet håndteringsform vil være forhåndsbetaling. Dette innebærer at virksomheten ønsker å *unngå* risiko ved å ta betalt før varen leveres. For virksomheter som har lav risikotoleranse er dette en form for håndtering som er meget aktuell. I praksis vil man kunne oppleve at kjøper av varen eller tjenesten stiller krav til selger noe som gjør forskuddsbetaling vanskelig å gjennomføre.

Kredittforsikring er en form for håndtering av kredittrisiko som vil si at virksomheten *deler* eksponert risiko med en finansinstitusjon, som regel bank eller forsikringsselskap. Å *dele* risiko innebærer at den iboende risikoen fordeles på flere aktører og dermed reduseres virksomhetens eksponering. En kredittforsikring skal sikre virksomheten mot mislighold av fordringer og gir således en trygghet i markedet. Forsikringen vil dekke konkurser og eventuelle mislighold av betingelsene som er fastsatt. Samtidig vil også virksomheten kunne forsikre seg mot politisk risiko og såkalt insolvens i produksjonstiden (DNB, 2013).

Bankgaranti vil være enda en metode for å *redusere* risikoen. En bankgaranti betyr at kundene må vise til en garanti om at de er i stand til å betale sine forpliktelser, gjerne i form av en bestemt beløp (DNB, 2013).

Factoring er en håndteringsform som innebærer at virksomheten selger sine fordringer som den innehar til en tredjepart, factoringselskapet. Virksomheten vil på denne måten sikre seg kontantstrømmen før kredittiden er utløpt. En slik kontrakt vil innebære en betaling som skal dekke risikoen og eventuelle kostnader som påløper factoringselskapet (Brealey, Myers & Allen, 2011).

Likviditetsrisiko

Håndtering av likviditetsrisiko omhandler styring av virksomhetens likviditet. Hensikten er å påse at virksomheten til en hver tid har tilstrekkelig med likvide midler for å overholde sine forpliktelser overfor en motpart. Håndtering av denne type risiko er sentral, da enhver økonomisk aktør er avhengig av likviditet for å kunne operere i markedet. Her vil tilstrekkelige trekkmuligheter være et eksempel på å imøtekomme denne type risiko. I et

overordnet perspektiv må virksomheten danne seg et bilde av forfallsstrukturen og deretter iverksette eventuelle tiltak som sees nødvendig.

2.6 Oppsummering

Vi har nå presentert relevant teori for denne oppgaven. Vi har presentert hva risikostyring er på et generelt grunnlag og presentert COSO-rammeverket. Deretter har vi lagt frem relevante finansielle risikofaktorer og sett på ulike håndteringsformer som er mulige å benytte seg av i streben etter å redusere virksomhetens risikoeksponering. Vi mener dette skal legge et godt grunnlag for den videre analysen av risikostyring i Hurtigruten.

3.0 Metode

I dette kapitlet vil vi presentere forskningsprosessen for vår oppgave. Vi vil presentere våre metodevalg, samt nødvendige modeller for analysen som skal gjennomføres. Kapitlet vil drøfte hva metode er og hvilke ulike forskningsmetoder som brukes, herunder kvalitativ og kvantitativ metode. Vi vil presentere oppgavens forskningsdesign og kort redegjøre for relevant teori innenfor metodelæren som vil bli benyttet videre i oppgaven.

Vi skal komme nærmere på spørsmålet om kvalitet på oppgaven, gjennom begrep som validitet og reliabilitet, og knytte dette opp mot vår studie. Oppgavens datamateriale vil bli kommentert. Til slutt i metodekapitlet presenterer vi hypotesene som danner grunnlaget for vår analyse av Hurtigrutens aksjekurs.

Metoden legger grunnlaget for en god forskningsprosess og vil hjelpe oss med å kartlegge de finansielle risikoene Hurtigruten ASA er eksponert for og analysen av Hurtigrutens aksjekurs.

3.1 Samfunnsvitenskapelig metode

Samfunnsvitenskapelig metode dreier seg om å benytte en bestemt rute mot et mål. Samfunnsvitenskapene skal bidra med kunnskap om virkeligheten. Med utgangspunkt i dette må vi bruke en metodisk tilnærming. Ordet metode stammer fra det greske ordet *methodos*, som betyr å følge en bestemt vei mot et mål. Samfunnsvitenskapelig metode omhandler hvordan man skal tilegne seg informasjon om den sosiale virkeligheten og hvordan denne informasjonen skal analyseres. Etter at analysen er gjennomført skal man tolke hva informasjonen forteller oss (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Metodelæren dreier seg i hovedsak om hvordan vi skal finne ut om våre antakelser stemmer overens med virkeligheten eller om det er uoverensstemmelse med virkeligheten. For å kunne utlede konklusjoner, må funn tolkes. I den sammenheng må forskeren legge til grunn den objektive sannhet og ikke sin egen antakelse om virkeligheten. For at antakelsene skal kunne gjøres allmenngyldige må forskningen oppfylle en rekke vitenskapelige krav. Det er nettopp dette samfunnsvitenskapelig metode har til hensikt å hjelpe forskeren med. En viktig forutsetning vil være at de funnene som blir gjort i forskningsprosessen ikke nødvendigvis er solide bevis, men derimot konklusjoner ut ifra tolkninger og analyser som er gjennomført i den aktuelle undersøkelsen (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

3.2 Kvantitativ vs. kvalitativ metode

Samfunnsvitenskapelig metode skiller mellom to ulike metoder, kvantitativ og kvalitativ metode. Kvantitativ metode er opptatt av å skaffe seg breddekunnskap om fenomenet som undersøkes, mens kvalitativ metode vil søke dybdekunnskap gjennom studier av mennesker og menneskelige fenomener. Kvantitative studier har høy grad av struktur som kjennetegn og gir forskeren således lite fleksibilitet. Kvalitative studier gir, i motsetning til den kvantitative, en større kjennskap om bakenforliggende tanker og motivasjon som ligger bak en handling (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

For både kvalitativ og kvantitativ metode er stegene i forskningsprosessen de samme.

- 1) Forberedelse
- 2) Datainnsamling
- 3) Dataanalyse
- 4) Rapportering

Det som skiller metodene skal vi nedenfor kort påpeke.

Kvalitative studier samler inn datamateriale på ulike måter. De to vanligste formene for datainnsamling er dybdeintervju og observasjon. Dybdeintervju benyttes i situasjoner der forskeren ønsker å tilegne seg fylldige og detaljerte beskrivelser rundt det som studeres. Kvalitative intervjuer er i de fleste tilfeller en samtale med en viss struktur og et formål. Intervjueren, her forskeren, stiller spørsmål til informanten og vil videre følge opp det som er interessant for forskningsspørsmålet. Vedkommende som intervjues betegnes i metodelæren som informanten. Dybdeintervju egner seg når forskeren ønsker å se på menneskelig erfaring og oppfatning knyttet til et fenomen. Et intervju er i mye større grad fleksibelt sammenlignet med kvantitative undersøkelser og vil derfor skape rom for at informanten(e) i større grad kan komme med utdypet og mer detaljert informasjon. Intervjuet kan tilpasses den enkelte informanten som skal intervjues (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Observasjon skiller seg fra dybdeintervjuet, da observasjon gjerne benyttes dersom fenomenet skal studeres utenfra for å avdekke menneskers aktiviteter, atferd og/eller handlinger. Tidsperioden som benyttes vil avhenge av hva forskeren ønsker å oppnå og hvordan

observasjonen praktisk mulig kan gjennomføres. Observasjon benyttes gjerne når det ønskes direkte tilgang til fenomenet som undersøkes (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Kvalitative studier kan benytte ulike måter for å analysere og tolke datamaterialet. Noen kjente teknikker er Grounded theory, fenomenologisk analyse, etnografisk analyse, historiefortelling og analyse i casestudier (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Vi ser det ikke relevant å gå inn på alle teknikkene, da dette ikke er veldig relevant for vår oppgave, men påpeker at det er stor valgmulighet og det finnes en rekke ulike tilnæringsmåter for å forstå fenomenet gjennom kvalitativ metode. Vi velger å presentere casestudie som er benyttet i vår oppgave.

Kvantitative studier søker i forhold til kvalitative studier breddekunnskap om fenomenet som studeres og benytter helt andre metoder for datainnsamling enn de som er nevnt innefor kvalitativ metode ovenfor. Kvantitativ metode benytter som oftest spørreundersøkelser og statistiske - og økonometriske modeller. Hvilke av disse som benyttes i det enkelte forskningsprosjektet er situasjonsbestemt. Analysedelen i den kvantitative undersøkelsen skal måle og telle data for å danne et bilde av fenomenets utbredelse. For at en kvantitativ undersøkelse skal gi et best mulig bilde av virkeligheten, må uvalget være representativt for hele populasjonen som studeres (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

3.3 Metodevalg

Vi har i denne oppgaven benyttet oss av både kvalitativ og kvantitativ metode. Vi har benyttet kvalitativt intervju i delen av oppgaven som omhandler finansiell risiko i Hurtigruten i tillegg til kvantitative data fra årsrapporter. Innsamling av relevant teori for vår oppgave har bestått av å benytte tilgjengelig litteratur fra tidligere kurs og fra skolebibliotek, samt fagartikler innenfor de respektive temaene som er presentert i teorikapitlet. Det meste av teorien vi benytter knyttet til risikostyring er av generell karakter og det har i så måte ikke vært nødvendig å gå nærmere inn på de ulike finansielle verktøyene enn det vi har redegjort for.

I denne oppgaven er vi ute etter data som kan gi oss innsikt i Hurtigruten ASA sin finansielle risikoeksponering og håndtering. For å samle relevant empiri til oppgaven har vi benyttet intervju av en sentral ansatt i ledelsen i Hurtigruten, samt data fra årsrapporter for spesielt 2011 og 2012. Personen vi har intervjuet er finansdirektør (CFO) Asta Lassesen. Vi mener

dette vil gi oss valide data som gir et godt utgangspunkt for å kunne besvare oppgavens problemstilling på en god måte. I tillegg vil vi benytte lineær regresjon for å se på ulike variabler som kan være med å påvirke Hurtigrutens aksjekurs. Denne delen av oppgaven baseres på harde data i form av indekskurser hentet fra Thomson Reuters Datastream og statistisk sentralbyrå (SSB), og vil være en ren kvantitativ del av oppgaven. Dette gjør vi for å kunne avdekke hvilke variabler som har innvirkning på virksomheten. Her vil vi kunne avdekke sammenhenger som kan ses opp mot virksomhetens risikostyring. Datamaterialet vil bli nærmere presentert i kapittel 3.6.

3.4 Forskningsdesign

Etter at problemstillingen er definert må undersøkelsens forskningsdesign utformes. Dette innebærer å velge hvordan undersøkelsen skal gjennomføres for å oppnå et godt resultat i form av en skriftlig rapport. Spørsmål knyttet til hva og hvem som skal undersøkes er essensielt i utforming av forskningsdesign (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Som nevnt under kapittel 3.3 vil undersøkelsen i hovedsak basere seg på kvalitativ metode der dybdeintervju blir benyttet. I tillegg vil harde data fra årsrapporter benyttes for å supplere det som avdekkes i dybdeintervjuet. Dette skal hjelpe oss å kartlegge Hurtigrutens eksponering og håndtering av finansiell risiko.

Den kvantitative delen av oppgaven baseres på månedlige kursnoteringer. Tidsperspektivet begrenses av tilgang på data. Hurtigruten har vært notert på Oslo Børs siden 2003 mens tilgangen til passasjertall begrenser seg januar 2006. Likevel mener vi at vi skal kunne avdekke visse trekk om hvilke variabler som eventuelt påvirker aksjekursen gjennom enkel regresjonsanalyse. Oppgavens datamateriale blir nærmere presentert senere i dette kapitlet.

Ut ifra problemstilling og metodevalg har vi sett det mest hensiktsmessig å bygge oppgaven som en casestudie. I et casestudiedesign innhenter forskeren en mengde data og informasjon fra en rekke kilder over en tidsperiode. En ønsker å studere en organisasjon eller hendelse for å tilegne seg dybdekunnskap. Denne formen for forskningsdesign har til fordel å benytte seg av kvalitative metoder for datainnsamling (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Dette

gir forskeren mulighet til å erverve god kjennskap til caset som studeres samtidig som det kan gi andre perspektiver enn det forskeren trodde før datainnsamlingen ble igangsatt.

Hensikten med analysen er å avdekke ulike årsaker til at Hurtigruten sikrer seg mot de ulike finansielle risikofaktorene som de anser som viktige for sin finansielle stilling. Dette mener vi at vi skal klare å oppnå gjennom intervju og data fra tidligere årsrapporter.

3.4.1 Dybdeintervju

Det kvalitative intervjuet kan bli sett på som en samtale mellom to parter med en struktur og et formål. Gjennomføringen av intervjuet skjer ved at intervjueren stiller informanten spørsmål for å tilegne seg kunnskap opp fenomenet som studeres. (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Hensikten med et kvalitativt intervju er å finne ut hva sentrale personer har av kunnskap, hva de gjør og hva de føler. Relevante spørsmål er som regel knyttet til faktaopplysninger, oppførsel, tro eller holdning rundt fenomenet (Robson, 2011). For at vi skal kunne få godt utbytte av dybdeintervjuet vi skal gjennomføre velger vi å utforme intervjuet etter en semistrukturert oppbygging. Her benytter vi en overordnet intervjuguide som skal hjelpe oss med å opprettholde en god tråd gjennom intervjuet. Dette gir oss mulighet til å bevege oss frem og tilbake samtidig som det gir oss mulighet til å stille oppfølgingsspørsmål om vi skulle se det relevant. Semistrukturert intervjuguide er den mest anvendte formen for kvalitative intervjuer (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Undersøkelsens problemstilling legger føringer for undersøkelsen og vil samtidig begrense hvilke informanter som det er aktuelt å intervju. I vår oppgave er det viktig at informanten som intervjues har kjennskap til Hurtigrutens risikostyring og hvordan dette praktiseres i virksomheten. Det vil i utgangspunktet bli gjennomført et dybdeintervju men ved behov vil informanten kontaktes for ytterligere tilleggsinformasjon. Informanten som intervjues har en sentral posisjon i virksomhetens ledelse som finansdirektør/Chief financial officer (CFO). Dette skal gi oss god innsikt om fenomenet som studeres og således danne et godt grunnlag for videre analyse.

3.4.2 Lineær regresjon

Johannessen, Christoffersen & Tufte (2011) sier følgende om regresjonsanalyse:

”(...) en analyseteknikk for å undersøke hvordan gjennomsnittsverdien på en avhengig variabel varierer med en eller flere uavhengige variabler”

Innenfor økonometrien er regresjonsanalyse et velkjent hjelpemiddel for å kartlegge sammenhenger mellom gitte variabler. En regresjonsanalyse har til hensikt å forklare endringer i en gitt variabel ved å se på endringer i en eller flere andre variabler (Brooks, 2008).

I denne rent kvantitative delen av oppgaven skal vi se på hvordan flere uavhengige variabler kan innvirke på Hurtigruten sin aksjekurs. Dette vil vi gjøre ved å gjennomføre en multivariat, også kalt multippel regresjonsmodell. En slik modell vil i motsetning til bivariat regresjon ta hensyn til flere forklaringsvariabler og vil dermed øke muligheten for å gi et mer fullstendig bilde av det som studeres. Vi vil nå først presentere hvordan en enkel bivariat regresjonsmodell er bygd opp før vi til slutt presenterer den multipple modellen som vi benytter i vår oppgave.

Bivariat regresjon

Enkel regresjon har som utgangspunkt at et avhengig variabel, y , påvirkes av en uavhengig variabel, x . Her antas det at variabel x påvirker variabel y . For å avdekke sammenhengen mellom de to variablene vil det være mulig å plote verdier av disse inn i et punktdiagram for og deretter kartlegge et mønster i variablenes spredning. Det vil i en slik metode være hensiktsmessig å tegne inn en lineær linje som kan skrives som (Brooks, 2008):

$$y = \alpha + \beta x \quad (3.1)$$

Punktdiagrammet vil operere med en x -akse og en y -akse hvor verdiene til de respektive variablene legges inn i diagrammet etter følgende oppstilling: $((x_1, y_1), (x_2, y_2), \dots, (x_n, y_n))$ Formelen for en lineær linje som definert ovenfor, (3.1), vil med alle verdier vise en rett linje. Konstantleddet og stigningstallet er representert med hhv α og β . Her ønskes det å bestemme

den verdien av α og β som passer best til datamaterialet. Dette vil vær en vanskelig oppgave og det er derfor utviklet en utvidet modell som tilføyer formellen et ekstra ledd, u . Dette leddet kan sees på som et tilfeldig forstyringsledd (Brooks, 2008). Formelen ser med forstyringsleddet slik ut:

$$y_t = \alpha + \beta x_t + u_t \quad (3.2)$$

Vi har nå fått forstyringsleddet i tillegg til t , som angir observasjonsnummer ($t=1,2,3\dots$). Verdiene α og β bestemmes slik at avstanden fra punktene i punktdiagrammet er minst mulig fra den lineære linjen som tilfredsstillter formelen ovenfor. Her vil x -verdiene være representert på den horisontale aksene (1.aksen) og y -verdiene på den vertikale aksene (2.aksen). Dette skyldes antakelsen som ble gjort om at x representerte den uavhengige variabelen og y den avhengige. Det er av dette logisk at en ønsker å estimere den avhengige variabelen, y , ut ifra observerte verdier av den uavhengige variabelen, x (Brooks, 2008).

Innenfor regresjonsanalyse er den metoden som blir benyttet i størst grad den såkalte ”minste kvadraters metode”, eller på engelsk ”ordinary last squares” (OLS) (Brooks, 2008). Denne metoden innebærer å samle de vertikale distansene fra punktene ned til den lineære linjen og deretter kvadrere for så å minimere den totale summen til kvadratene som er funnet. Denne fremgangsmåten med å minimere summen av de kvadrerte distansene kan uttrykkes:

$$\sum_{t=1}^n \hat{u}_t^2$$

Denne summen omtales som *residual sum of squares* (RSS). Dette, u_t , representerer differansen mellom de aktuelle punktene og den lineære linjen, hvor hatten over u tilsier en estimert verdi. Summen av denne avstanden kan uttrykkes på følgende måte:

$$\sum_t (y_t - \hat{y}_t)^2$$

Om vi videre betegner konstantleddet og stigningstallet med tilsvarende hatter, $\hat{\alpha}$ og $\hat{\beta}$, innebærer dette verdiene av α og β som vi fant ved RSS. Dette gir oss en ny regresjonslinje:

$$\hat{y} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}x_t \quad (3.3)$$

Deretter betegnes RSS som L (loss function) og gir følgende formel av det vi har sett på ovenfor:

$$L = \sum_{t=1}^T (y_t - \hat{y}_t)^2 = \sum_{t=1}^T (y_t - \hat{\alpha} - \hat{\beta}x_t)^2 \quad (3.4)$$

Videre viser teorien at dersom vi partiellderiverer L med hensyn til konstantleddet, α , og stigningstallet, β , og setter dette lik null vil vi kunne bevise formel for stigningstallet til hhv $\hat{\alpha}$ og $\hat{\beta}$ i regresjonslinjen (Brooks, 2008):

$$\hat{\alpha} = \bar{y} - \hat{\beta}\bar{x} \quad \text{og} \quad \hat{\beta} = \frac{\sum x_t y_t - T\bar{x}\bar{y}}{\sum x_t^2 - T\bar{x}^2} \quad (3.5)$$

Formelen for $\hat{\beta}$ kan også skrives, $\hat{\beta} = \frac{\sum(x_t - \bar{x})(y_t - \bar{y})}{\sum(x_t - \bar{x})^2}$, (3.6)

Dette er kovariansen mellom variabel x og variabel y dividert på variansen til variabel x (Brooks, 2008). Kovarians er et mål på samvariasjon som tar utgangspunkt i avvikene mellom verdiene og gjennomsnittet til to variabler (Midtbø, 2007). Varians er på sin side et mål på spredningen mellom verdier.

Om vi ser på de generelle formlene for hhv. kovarians og varians ser vi at dette tilsvarer den alternative formelen for $\hat{\beta}$ som skrevet ovenfor.

$$\text{Varians} = \sum_{t=1}^n p_t (x_t - \bar{x})^2, \quad \text{Kovarians} = \sum_{t=1}^n p_t [(x_t - \bar{x})(y_t - \bar{y})]$$

Vi ser av disse kjente formlene for varians og kovarians at dette tilsvarer formelen for $\hat{\beta}$, som er det samme som:

$$\hat{\beta} = \frac{\text{Cov}(y_t, x_t)}{\text{Var}(x_t)} \quad (3.7)$$

Som nevnt tidligere i metodekapitlet vil vi i denne oppgaven kartlegge hvilke uavhengige faktorer som kan påvirke Hurtigrutens aksjekurs og det er nettopp her at beta, β , er en relevant koeffisient å se på. Beta kan benyttes til se på hvordan en avhengig variabel, y , endres dersom en uavhengig variabel, x , endres. Dersom den uavhengige variabelen, x , endres med 1 prosent endres med den avhengige variabelen, y , med β prosent.

Multivariat regresjon

Vi har nå kort redegjort for bivariat regresjonsanalyse og nå kan vi fortsette å se på multivariat, også kalt multippel, regresjon. Modellen hvor vi ser på flere uavhengige variabler opp mot den avhengige variabelen y . Dette bygger videre på hva vi har sett i den enkle regresjonsanalysen, men vi ønsker nå å se på om den avhengige variabelen kan forklares ved hjelp av flere forklaringsvariabler. En multivariat modell er i større grad stand til å forklare årsakssammenhenger på et mer presist nivå og vil dermed gi en større troverdighet (Midtbø, 2007). Modellen vil også kunne avdekke effekten av endring i én variabel ved at de andre holdes uendret. Multivariat regresjonsmodell kan på generell form skrives (Brooks, 2008):

$$y_t = \alpha + \beta_2 x_{2t} + \beta_3 x_{3t} + \dots + \beta_k x_{kt} + u_t, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (3.8)$$

Her er x_{2t} , x_{3t} , ..., x_{kt} forklarende variabler som er tenkt til å påvirke den avhengige variabelen y , mens $\beta_2, \beta_3, \dots, \beta_k$ representerer kvantifiseringen av effekten de ulike variablene faktisk har på y . $\widehat{\beta}_2$ måler hvordan variabel x_2 påvirker y når de andre variablene er uendret. Modellen brukes til å måle gjennomsnittlig endring i den avhengige variabelen gitt endring i en gitt uavhengig variabel når de resterende uavhengige variablene holdes uendret. (Brooks, 2008).

Denne modellen vil vi benytte for å kartlegge hvordan Hurtigrutens aksjekurs påvirkes av ulike uavhengige variabler. For at regresjonen skal kunne gi et best mulig resultat har vi valgt å benytte månedlige noteringer for de variablene vi skal se på.

3.4.3 Modellens forklaringskraft - R^2

For å teste om modellen forklarer variasjonen i den avhengige variabelen benyttes føyningsmål. Føyningsmålet R^2 er det mest brukte og står for *forklart varians*. Dette er et mål som forteller oss hvor mye av variasjonen i den avhengige variabelen som kan spores tilbake til de uavhengige variablene (Midtbø, 2007). Befinner verdiene i prikkdiagrammet seg tett inntil regresjonslinjen, vil det tilsi høy R^2 . Dette føyningsmålet vil prøve å forklare endringer i den avhengige variabelen y og variabelens gjennomsnittsverdi, \bar{y} (Brooks, 2008). Her er \bar{y} kjent som den ubetingede gjennomsnittsverdien av y . I denne sammenhengen fungerer \bar{y} som et ”benchmark” ved at det bare ble gjennomført en regresjon av den avhengige variabelen y på en konstant (Brooks, 2008).

Ut ifra den vanlige regresjonen har vi:

$$y_t = \beta_1 + u_t$$

Her er β_1 gjennomsnittet av y , som her er \bar{y} . Den totale variasjonen rundt alle de observerte verdiene av den avhengige variabelen rundt gjennomsnittsverdien er kjent som TSS (total sum of squares). Dette skrives:

$$TSS = \sum_t (y_t - \bar{y})^2 \quad (3.9)$$

For å forstå TSS er det greit å dele dette opp i to deler, ESS + RSS. ESS står for *explained sum of squares*, mens vi ovenfor under lineær regresjon har sett på RSS. Vi skriver dette som:

$$TSS = ESS + RSS = \sum_t (\hat{y}_t - \bar{y})^2 + \sum_t \hat{u}_t^2 \quad (3.10)$$

RSS for den gitte observasjonen t kan forklares å være differansen mellom de aktuelle og de tilpassede verdiene for observasjonen t . Dette gjør at føyningsmålet kan forklares som ESS over TSS. Vi bruker også sammenhengen som sier at $TSS = ESS + RSS$ til å uttrykke føyningsmålet R^2 :

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = \frac{TSS - RSS}{TSS} = 1 - \frac{RSS}{TSS} \quad (3.11)$$

Av dette uttrykket har vi at R^2 må befinne seg mellom 0 og 1 $[0,1]$. Som vi påpekte ovenfor vil en høy R^2 indikere at modellen passer dataene. Er R^2 nært 1 vil de si at modellen forklarer omtrent all variasjon i den avhengige variabelen rundt gjennomsnittsverdien (Brooks, 2008).

I denne oppgaven hvor vi skal se på ulike forklaringsvariabler vil det dukke opp noen utfordringer med føyningsmålet. Ved at en ny variabel tillegges modellen vil verdien av R^2 aldri avta, uavhengig av variabelens relevans (Midtbø, 2007). Dette medfører at det ikke vil være heldig å søke en høyest mulig R^2 . Vi velger ikke å gå nærmere inn på hvordan en kan justere R^2 , med tanke på oppgavens omfang. Det generelle trekket ved den justerte R^2 (\bar{R}^2), er at antall variabler og utvalgsstørrelse reduserer verdien sammenlignet med den opprinnelige R^2 presentert ovenfor (Midtbø, 2007).

3.5 Kvalitet på undersøkelsen

Vi skal nå se på metodelitteraturens refleksjon av to begreper som er sentrale i spørsmålet om et forskningsprosjekt er godt eller ikke. De to begrepene er *reliabilitet* og *validitet*. Vi skal trekke linjer mot vårt datamateriale og vår undersøkelse for å forsøke å oppsummere oppgavens *reliabilitet* og *validitet*.

Reliabilitet

”The extent to which a measuring device, or a whole research project, would produce the same results if used on different occasions with the same object of study” (Robson, 2011:532)

Datas pålitelighet betegnes med reliabilitet og er avgjørende for troverdigheten til forskningen. Reliabilitet i forskningsmetode er knyttet til datamaterialet som benyttes i undersøkelsen. Det dreier seg om hvilke data som benyttes, hvordan den innsamles og hvordan den bearbeides. Reliabilitet er sentralt i kvantitativ forskning (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Det er flere måter en kan undersøke datas reliabilitet. En vanlig måte å gjøre dette er ved å teste det samme utvalget på to ulike tidspunkt. Oppnås da samme resultat er dette et godt utgangspunkt for å si at dataens reliabilitet er god/høy. I samfunnsvitenskapelig metode kalles dette test-retest - reliabilitet. En annen metode vil være såkalt inter - reliabilitet, som innebærer at to eller flere forskere undersøker det samme fenomenet. Dersom flere forskere kommer til samme konklusjon vil dette indikere god/høy reliabilitet (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Vi vil av både praktiske begrensninger og tidsbegrensninger ikke ha mulighet til å utføre hverken en test - retest eller si noe om inter - reliabilitet i denne oppgaven.

Validitet

”The degree to which what is observed or measured is the same as what was purported to be observed or measured” (Robson, 2011:534)

Når det gjennomføres en undersøkelse og forskeren har samlet inn data som skal analyseres og tolkes, er datamaterialets relevans viktig. Validitet kommer fra det engelske ordet *validity*, og betyr *gyldighet*. Validitet dreier seg om hvordan datamaterialet representerer fenomenet som studeres. Valide data kan sies å være relevante og representere fenomenet på en god måte. I metodelæren benyttes i hovedsak tre former for validitet: begreps-, intern - og ytre validitet (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Vi har i denne oppgaven en problemstilling med klare og definerte spørsmål som vi ønsker å finne svar på. For å kunne få valide data har vi valgt strategisk utvelgelse til dybdeintervjuet som gjennomføres. Dette skal sikre at vi innhenter informasjon som er gode og som skal hjelpe oss i å oppdage nyanser og innsikt utover årsrapporter. Intervjuet blir håndtert ved at det blir tatt opp og deretter transkribert. Dette gir oss liten fare for hukommelsesskjevhet.

Begrepsvaliditet:

Denne formen for validitet dreier seg om relasjonen mellom fenomenet og datamaterialet. For å måle om data er valide nok vil sunn fornuft ofte være den beste måten å avgjøre om datamaterialet er valid eller ikke. Sunn fornuft betegnes som *face - validity*. Ved bruk av sunn fornuft ser forskeren i de fleste tilfeller om datamaterialet måler det fenomenet som skal undersøkes (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

I denne oppgaven hvor vi benytter årsrapporter og dybdeintervju for å kartlegge risikoeksponering og hvordan risikostyringen er i Hurtigruten, så mener vi at undersøkelsen vil måle det den er tenkt til. De statistiske beregningene som skal se på aksjekursen til Hurtigruten er basert på velkjente modeller som gir grunnlag for at det som måles er det vi ønsker.

Intern validitet:

I motsetning til begrepsvaliditet så er intern validitet knyttet opp mot undersøkelsens evne til å påpeke gyldige resultater, med utgangspunkt i undersøkelsens utvalg og fenomenet som studeres. Hensikten med en forskningsprosess er å finne årsakssammenhenger. For å kunne finne dette må undersøkelsen ha god intern validitet (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Robson (2011) sier følgende om intern validitet:

”If a study can plausibly demonstrate this causal relationship between treatment and outcome, it is referred to as having internal validity” (Robson, 2011:88)

Ekstern validitet:

”The extent to which research findings can be legitimately generalized to other situations or contexts” (Robson, 2011:525)

En undersøkelse har god ekstern validitet dersom resultatene fra undersøkelsen kan generaliseres og/eller overføres til andre arenaer. I følge Johannesen, Christoffersen & Tufte (2011) er det tre ulike faktorer som kan føre til at generaliseringen kan gå galt. De tre

faktorene er *individer, sted og tid*. Individer og sted kan hindre en generalisering dersom undersøkelsen tar for seg individer eller steder som skiller seg fra de individene eller stedene som undersøkelsen ønsker å generalisere resultatene til. Tid kan hindre generaliseringen dersom undersøkelsen blir gjennomført i en annen tidsperiode, f. eks lenge før, eller at undersøkelsen blir gjennomført i en periode som er preget av spesielle hendelser (Johannessen, Christoffersen & Tuft, 2011).

I denne oppgaven om risikoeksponering i Hurtigruten vil vi tro på et generelt grunnlag at overførbarheten ikke er veldig høy. Oppgavens tidsperspektiv er ikke veldig omfattende og det blir heller ikke gjennomført mer avanserte beregninger. Der hvor det vil være snakk om overførbarhet vil være på de områder som dreier seg om de ulike risikofaktorene, f. eks håndtering av disse. Dette vil også gjelde for andre internasjonale virksomheter.

3.6 Oppgavens datamateriale

Datamaterialet som benyttes i den delen av oppgaven som er knyttet til finansiell risikostyring i Hurtigruten er hentet fra selskapets hjemmeside, der de siste års årsrapporter er tilgjengelig. Årsrapportene gir et godt innblikk i hva som har skjedd i virksomheten i rapportenes periode og gir således oss et godt utgangspunkt. De tar for seg hendelser som har påvirket virksomheten og hva som venter frem i tid. De ulike risikofaktorene presenteres og kort hvordan disse blir håndtert. Årsrapporter for de tre siste årene (2010, 2011 og 2012) har blitt brukt, men hvor fokuset har vært på årsrapport for 2012. Dette fordi vi føler den gir det mest korrekte bilde av de finansielle risikofaktorene Hurtigruten er eksponert for per dags dato.

Data som benyttes i den rent kvantitative delen i oppgaven er hentet fra Thomson Reuters Datastream og SSB som begge er velrenommerte tilbydere av statistiske data. Vi benytter som nevnt tidligere månedlige noteringer som er vedlagt i slutten av oppgaven. Månedlige kursdata skal forhåpentlig kunne gi oss et bilde av det vi ønsker å analysere. Vi har sett på de månedlige avkastningene for de ulike variablene. Vi har valgt å se om Hurtigrutens aksjekurs påvirkes av følgende uavhengige variabler: OSEBX (hovedindeks Oslo Børs), NIBOR (Norwegian Inter Banking Offered Rate) 3mnd, valutakurser (NOK/USD, NOK/EUR, NOK/GBP), bunkerspris (MGO) og passasjertall. Dette er valide data med høy reliabilitet. Egen innsamling ville ikke tilføyd noe større reliabilitet eller validitet. Bunkerspris er tatt

utgangspunkt i typen MGO (marine gasoil). Hurtigruten har uttalt at de benytter en slik type drivstoff, men det er noe uklart om kvalitet på den bestemte oljen de handler. Vi mener allikevel at dette er representativt for det vi ønsker å kunne avdekke.

Tidsperioden vi skal se på begrenses av tilgangen på passasjertall, noe som gjør at tidsperioden vi skal se på er fra *januar 2006 – september 2012*. Passasjertallene som er presentert for januar 2006 regnes som de blir først kjent 1.februar 2006. Dette medfører at i regresjonen som skal utføres tar for seg månedlige noteringer for de uavhengige variablene fra *1.2.2006 – 1.10.2012*.

Med utgangspunkt i likning for multivariat regresjon som presentert ovenfor, får vi følgende likning når vi setter inn de valgte uavhengige variablene:

$$y = \alpha + \beta_2 * OSEBX + \beta_3 NIBOR\ 3mnd + \beta_4 \frac{NOK}{USD} + \beta_5 \frac{NOK}{EUR} + \beta_6 \frac{NOK}{GBR} + \beta_7 Bunkers + \beta_8 Passasjertall + u_t$$

3.7 Hypoteser

Hypotesene i denne oppgaven skal se på hvorvidt Hurtigrutens aksjekurs blir forklart av de ulike uavhengige variablene vi har presentert. Vi har valgt å gjennomføre en analyse på en tidsperiode for disse kurssammenhengene:

- 1) HRG \leftarrow OSEBX
- 2) HRG \leftarrow NIBOR 3mnd
- 3) HRG \leftarrow NOK/USD
- 4) HRG \leftarrow NOK/EUR
- 5) HRG \leftarrow NOK/GBP
- 6) HRG \leftarrow BUNKERS
- 7) HRG \leftarrow Passasjertall

Vi ser i denne oppgaven kun på hvordan aksjekursen i Hurtigruten blir forklart av disse variablene. Analysen baseres på betav verdier for hele tidsperioden. Dette gjør at vi vil ha 2 hypoteser for hver uavhengig variabel, som gir oss totalt 7 nullhypoteser og 7 alternativhypoteser. Hypotesene blir presentert nedenfor. Vårt utgangspunkt for denne analysen er at vi ikke har noen formening om de valgte uavhengige variablene vil kunne

forklare kursutviklingen til Hurtigruten. Dette dreier seg derfor om tosidige hypotesetester. Det legges til grunn at det ikke er blitt presentert teori som tar for seg finansmarkeder. Vi tar kun utgangspunkt i det vi har presentert gjennom regresjonsanalyse i metodekapitlet.

Hypoteser:

1) $HRG \leftarrow OSEBX$

$H_0: \beta = 0$, Kursbevegelser i *OSEBX* påvirker ikke kursbevegelser i HRG i perioden februar 2006 – oktober 2012,

$H_1: \beta \neq 0$

2) $HRG \leftarrow NIBOR\ 3mnd$

$H_0: \beta = 0$, Kursbevegelser i *NIBOR 3mnd* påvirker ikke kursbevegelser i HRG i perioden februar 2006 – oktober 2012,

$H_1: \beta \neq 0$

3) $HRG \leftarrow NOK/USD$

$H_0: \beta = 0$, Kursbevegelser i *NOK/USD* påvirker ikke kursbevegelser i HRG i perioden februar 2006 – oktober 2012,

$H_1: \beta \neq 0$

4) $HRG \leftarrow NOK/EUR$

$H_0: \beta = 0$, Kursbevegelser i *NOK/EUR* påvirker ikke kursbevegelser i HRG i perioden februar 2006 – oktober 2012,

$H_1: \beta \neq 0$

5) $HRG \leftarrow NOK/GBP$

$H_0: \beta = 0$ Kursbevegelser i *NOK/GBP* påvirker ikke kursbevegelser i HRG i perioden februar 2006 – oktober 2012,

$H_1: \beta \neq 0$

6) HRG \leftarrow BUNKERS

$H_0: \beta = 0$, Kursbevegelser i *BUNKERS* påvirker ikke kursbevegelser i HRG i perioden februar 2006 – oktober 2012,

$H_1: \beta \neq 0$

7) HRG \leftarrow Passasjertall

$H_0: \beta = 0$, Kursbevegelser i *PASSASJERTALL* påvirker ikke kursbevegelser i HRG i perioden februar 2006 – oktober 2012,

$H_1: \beta \neq 0$

3.7.1 Signifikanstest

Test - verdien for denne analysen bregnes av følgende formel: $test - verdi = \frac{\hat{\beta} - \beta^*}{SE(\hat{\beta})}$, (3.12)

her representerer β^* verdien av β under nullhypotesen, H_0 . I denne analysen, som er en tosidig test, er nullhypotesen, $H_0: \beta = \beta^*$ og alternativhypotesen, $H_1: \beta \neq \beta^*$.

Standardfeilen til signifikanskoeffisienten kan skrives: $SE(\hat{\beta}) = s \sqrt{\frac{1}{\sum(x_t - \bar{x})^2}}$, (3.13)

hvor s er standardfeilen til regresjonen, $s = \sqrt{\frac{\widehat{u}_t^2}{T-2}}$ (Brooks, 2008). \widehat{u}_t^2 er som vi har sett tidligere lik RSS. Vi bruker dette til å skrive:

$$SE(\hat{\beta}) = \frac{\sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n n(y_i - \hat{y}_i)^2}}{\sqrt{\sum_{i=1}^n n(x_i - \bar{x})^2}}. \quad (3.14)$$

Vi opererer med $t = 1, 2, 3, \dots, n$ observasjoner. Vi ser av den siste formelen at det opereres med $n - 1$ frihetsgrader. Antall frihetsgrader blir lavere ved flere forklaringsvariabler, slik at vi benytter $n - 7$ frihetsgrader da vi har syv forklaringsvariabler i vår modell. Her velges også signifikansnivået til testen. Ved å benytte t-fordelingstabell finner vi testens kritiske verdier.

Tosidig test benyttes:

Dersom: $k_1 \text{ kritisk verdi} < t < k_2 \text{ kritisk verdi}$ forkastes ikke nullhypotesen, H_0 .

Dersom: $t < k_1 \text{ kritisk verdi}$ eller $t > k_2 \text{ kritisk verdi}$ forkastes nullhypotesen, H_0 .

4.0 Resultater

Vi vil i dette kapitlet presentere de finansielle risikofaktorene Hurtigruten anser som de viktigste for selskapets risikoeksponering. Vi vil også presentere funnene vi gjør i regresjonsanalysen, hvor vi har sett på ulike variablers påvirkning på Hurtigrutens aksjekurs.

Vi skal først å gjøre rede for de enkelte risikofaktorene som står i årsrapportene til Hurtigruten. Deretter vil vi presentere hva vi har funnet av interessant og relevant informasjon i intervju med Hurtigrutens CFO, Asta Lassesen. Funnene baseres i hovedsak på årsrapporter for de to siste regnskapsår, 2011 og 2012. Vi ønsker i denne delen av oppgaven å tilegne oss innsikt og kunnskap om hvilke risikofaktorer som Hurtigruten har størst fokus på og hvordan disse blir håndtert. Forhåpentligvis vil årsrapportene og intervjuet gi oss nyanser som kan gi oss en forståelse av hvordan Hurtigruten driver sitt risikostyringsarbeid og i hvilken grad de er eksponert for finansiell risiko.

Funnene i regresjonsanalysen presenteres i form av beregnede verdier som skal kunne avdekke sammenhenger mellom de valgte uavhengige variablene og den avhengige variabelen.

4.1 Finansielle risikofaktorer

Hurtigruten skriver i sin årsrapport:

”Konsernet blir gjennom sine aktiviteter eksponert for ulike typer finansiell risiko: markedsrisiko (inkludert valutarisiko, prisrisiko, virkelig verdi renterisiko og flytende renterisiko), kredittrisiko og likviditetsrisiko.”

Hurtigruten har som overordnet mål å skape forutsigbarhet for konsernets drift. Samtidig ønsker de å redusere virkningene av eventuelle svingninger i ulike makroforhold som kan ha innvirkning på virksomheten. Her ligger fokuset på å unngå økonomiske tap (Årsrapport, 2012)

Hurtigruten har innenfor områder som valuta-, rente-, kredittrisiko og bruk av derivater utarbeidet prinsipper for hvordan risikostyringen skal foregå. Dette skjer ved at

finansfunksjonen, i samråd med konsernsjefen, påser at dette arbeidet er i henhold til virksomhetens strategi.

I intervjuet forklares det at risikoprofilen til Hurtigruten er forankret på et overordnet plan i styret. Chief Executive Officer (CEO) sitter med det overordnede ansvaret som delegeres nedover i organisasjonen til CFO som skal sørge for rapportering innenfor de ulike risikofaktorene. Lassesen forteller i intervjuet at de har utarbeidet et eget risikodokument for internt bruk, godkjent av styret, hvor de har trukket ut de 8 største risikoene som ligger nærmest i tid. Dette er et internt dokument som er unnlatt offentligheten.

Videre sies det at de siste års finansielle resultater har gjort at fokuset på de finansielle risikofaktorene har økt og at deres behov for god risikostyring har økt som følge av dette. Det kommer fram av intervjuet at de ønsker å kunne agere på et tidligst mulig tidspunkt og da har risikostyring vært et naturlig område å fokusere på. Tapet på chartervirksomheten i Australia gis som et eksempel på en slik hendelse. Videre hører vi at det økte fokuset på risikostyring har gjort de i stand til å iverksette tiltak mot de enkelte risikofaktorene. Hun forteller at de tre viktigste risikoene de jobber med er: rente-, valuta- og bunkersrisiko.

4.1.1 Markedsrisiko

Hurtigruten deler markedsrisiko inn i: valuta-, pris-, virkelig verdi rente- og flytende renterisiko. Vi har derfor tenkt å presentere markedsrisiko på samme måte som Hurtigruten gjør i sine årsrapporter. Før vi går inn på de ulike risikofaktorene vil vi på generelt grunnlag drøfte Hurtigrutens markedsrisiko.

Gjennom tidene har de viktigste markedene vært Tyskland og Norden. De siste årene har Hurtigruten opplevd at markedet har endret seg ved at Tyskland har blitt hengende litt etter, mens de opplever en økning i etterspørselen fra Storbritannia og Asia. Det fortelles at de gjennom flere år har prøvd å selge seg inn på det kinesiske markedet. På dette området har de opplevd motgang i forbindelse med kinesiske myndigheters sanksjoner mot agenter som solgte deres produkt i Kina. Dette innebar for Hurtigruten sin del at de siste års arbeid med å øke markedsandelen i Asia ble satt nesten fem år tilbake i tid. Dette trekkes frem som et eksempel på hvordan uforutsette hendelser i markedet kan innebære en risikofaktor.

Hurtigruten opererer både med et kortsiktig- og langsiktig perspektiv når de skal forholde seg til markedsrisiko. Det som ble nevnt angående markedsposisjon ovenfor reflekterer et langsiktig perspektiv. Når Hurtigruten snakker om kortsiktig perspektiv vil det dreie seg om hvordan de nærliggende aktivitetene skal håndteres. Et eksempel som nevnes er hvordan de skal klare å fylle opp ledig kapasitet på skipene.

Valutarisiko

Fra årsrapporten

Hurtigruten opererer internasjonalt og er derfor eksponert for valutarisiko. De presiserer at denne risikoen er knyttet til spesielt euro (EUR), amerikanske dollar (USD) og britiske pund (GBP).

Av styrets årsberetning for 2012 leses det at de styrer valutarisikoen ved å få balanse i inntekter og kostnader i samme valuta. I tillegg sikrer de den eventuelle differansen i terminmarkedet.

I *note 4.1* definerer de hvordan de blir eksponert gjennom valuta:

”Valutarisikoen oppstår når fremtidige handelstransaksjoner eller balanseførte eiendeler eller forpliktelser er nominert i en valuta som ikke er enhetens funksjonelle valuta.”

De har som strategi, at 60 – 80 prosent av den forventede kontantstrømmen i euro 1-2 år frem i tid skal sikres. Dette skal gjøres ved å bruke transparente og likvide instrumenter slik som terminforretninger og opsjoner. Vi leser at det for året 2013 er sikret 70 prosent av forventet kontantstrøm i euro. Selskapet kan også oppnå naturlig sikring der deler av lånet kan konverteres fra norske kroner til euro.

Om sin risiko knyttet til oljepris, som for Hurtigruten gjelder bunkerspris, ser vi av årsrapporten at risikoen kan deles i to ulike elementer. Det ene elementet er valuta, mens det andre er et produktelement. I årsrapporten skriver de følgende om valutaelementet knyttet til bunkerprisen:

”Oljeprisen, og dermed bunkersprisene, handles internasjonalt i amerikanske dollar, mens den for konsernets del kjøpes med basis i norske kroner(...). Valutaelementet samordnes delvis med konsernets eksponerte kontantstrøm i amerikanske dollar (...)”.

Vi ser av Hurtigrutens egne beregninger av valutaeksponering, at dersom NOK depresieres med 5 prosent mot hhv. EUR, USD og GBP ville effekten på resultatet for 2012 vært +4,5 mill, -1,2 mill og +6,5 mill. Motsatt effekt ville oppstått dersom NOK hadde appresiert tilsvarende.

Fra intervjuet:

Om valutarisiko sier Lassesen at de benytter forventninger om fremtidige valutakurser sentralt i budsjetteringsarbeidet. De styrer valutakursen aktivt ved inngåelse av ny terminkontrakt og inngåelse av opsjoner. I budsjettarbeidet beregner de en valutakurs de mener å tåle, for så å benytte den beregnede kursen som et utgangspunkt for videre budsjetteringsarbeid. De har ikke til hensikt å slå markedet da dette ikke er deres primærfokus, men de ønsker å kunne minimere risikoen i størst mulig grad og lukke valutarisikoen. Som vi også ser av årsrapporten forteller Lassesen at de sikrer 80 prosent av euro-eksponeringen. Her vil de, i den grad det er mulig, prøve å lukke kursen til en bedre kurs enn det som er budsjettet for å gi seg selv økt fleksibilitet. De opplever at de prognosene som finnes i markedet ikke holder mål, dette gjør at de heller fokuserer på estimatene som er benyttet i budsjetteringsarbeidet. Av intervjuet har vi:

”(...) vi må hele tiden forholde oss til det vi har i budsjettet og det vi vet at med realisering av en kurs på x antall kroner klarer vi å komme i mål med de finansielle målene våre”.

I forlengelsen av valutarisiko forteller hun at de ikke er utsatt for transaksjonsrisiko.

Prisrisiko

Fra årsrapporten

Hurtigruten utsettes for prisrisiko gjennom svingninger i drivstoffprisen. Her har styret vedtatt kvartalsvis sikring av 0-80 prosent av forventet bunkersforbruk i en tidsperiode på en til seks kvartaler fremover i tid. Fordelingen som er blitt bestemt går på en større andel sikring for de

nærmeste kvartalene enn de siste. Virksomheten har også en såkalt ”stop-loss” strategi som betyr at dersom bunkersprisen overstiger et gitt nivå, skal usikret beløp sikres. For året 2013 er det inngått terminkontrakter for 45 prosent av forventet bunkersforbruk, med en høyere andel i starten av året enn mot slutten. For året 2014 er det inngått terminkontrakter for 12 prosent av forventet bunkersforbruk i første og andre kvartal.

Vi ser av deres egne beregninger i årsrapporten 2012, at dersom bunkersprisene hadde økt med 20 prosent i 2012 ville det gitt et negativt utslag i resultatet for virksomheten med ca 43,8 millioner kroner etter skatt. Egenkapitalen ville bli svekket med 45,7 millioner kroner. Dette er beregnet ut ifra bunkersvolum som det ikke er foretatt sikring på. Forskjellen på endringer i resultatet og egenkapitalen er på grunn av sikringsbøkføring, da urealiserte endringer i verdien føres mot egenkapitalen.

Avtalen Hurtigruten har med staten, der staten kjøper transporttjenester av Hurtigruten langs norskekysten, inneholder årlige reguleringer når det gjelder bunkerskostnader. Dette fører imidlertid ikke til at risikoen faller over fra virksomheten til staten. Det er likevel selskapet som bærer hoveddelen av risikoen. Dette underbygger virksomhetens strategi med en sikring på 0-80 prosent av forbruket knyttet til bunkers.

Fra intervjuet

På generelt grunnlag hører vi av Lassesen at prisrisiko er en svært sentral del av Hurtigrutens markedsrisiko. Prisrisiko omtales i intervjuet som den mest forutsigbare risikofaktoren da de gjennom avtalen med staten vet hvor de skal gå og hvor mange havner de skal anløpe hver dag gjennom hele året. Dette gjør at de vet hvor mye bunkersforbruk de omtrent vil ha de neste åtte årene og i så måte hvor mye bunkers de kan sikre. Når det kommer til innkjøp av bunkers forteller hun at de kjøper i NOK, men det kvoterer i USD. Dette medfører at de får både et valutaelement og et drivstoffelement i bunkersprisene. Dette er noe som vi også har funnet i årsrapporten og kommentert under valutarisiko ovenfor.

Kontantstrøm og virkelig verdi renterisiko

Fra årsrapporten

Hurtigruten er eksponert for renterisiko i forbindelse med både kortsiktige og langsiktige lån. Her vil lån som har flytende rente være en risiko for virksomhetens kontantstrøm, lån som er inngått med fastrente vil utsette virksomheten for virkelig verdi renterisiko.

Det brukes flytende-til-fast rentebytteavtaler (swapkontrakter) til å styre den flytende renterisikoen. I mars 2012 ble det gjennomført en refinansiering av den langsiktige gjelden. Det ble da vedtatt en sikringsstrategi som innebar at 40-60 prosent av virksomhetens totale gjeld skulle være sikret. Det ble da inngått rentebytteavtaler som sikret 58 prosent av virksomhetens totale gjeld.

Ser av Hurtigrutens egne beregninger for 2012 at dersom den flytende renten hadde økt med 50 basispoeng, som tilsvarer +0,5 prosentpoeng, ville det gitt et utslag i økte rentekostnader for virksomheten med ca 4,1 millioner kroner etter skatt. Egenkapitalen derimot ville bli styrket med 3,4 millioner kroner på grunn av endring i virkelig verdi på rentebytteavtalene.

Fra intervjuet

Av intervjuet blir mye av det som presenteres i årsrapportene bekreftet. Det fortelles at renterisikoen er en av risikoene som de lengst har hatt et forhold til. Det foreligger til enhver tid sikringsstrategier som på årlig basis godkjennes av styret. I intervjuet sies det at omtrent 60 prosent av renterisikoen er sikret, dette bekreftes av årsrapporten. I sikringsarbeidet blir det benyttet en kombinasjon av historiske tall og fremidige renteprogner.

Det presiseres at Hurtigrutens finansiering med en relativ høy eksponering på lånesiden, en langsiktig gjeld på cirka 3 milliarder NOK, tvinger selskapet til å ha et sterkt fokus på risikoen dette medfører.

4.1.2 Kredittrisiko

Fra årsrapporten

Hurtigruten skriver at de ikke har noe vesentlig kredittrisiko. Dette skyldes at salget til sluttkunden skjer ved kontantoppgjør eller via anerkjente kredittkortselskap. Salg som går via agent, skjer enten ved forskuddsbetaling, kredittkort eller faktura. Virksomheten har gode interne rutiner som sørger for at kreditt kun gis til agenter med tilfredsstillende

kredittverdighet. Her settes det egne grenser av virksomheten selv som baseres på hhv. interne og eksterne kredittvurderinger.

Det opplyses også at Hurtigruten kun benytter finansinstitusjoner med høy kredittverdighet som motpart til derivathandel og kontanttransaksjoner. Samtidig som de har interne rutiner som skal begrense eksponeringen av kredittrisiko mot enkeltaktører.

Av årsrapporten for 2011 ser vi at Hurtigruten ASA hadde en større andel forfalte kundefordringer enn normalt per 31.12.2011. Dette er knyttet til betingede utfall (voldgift charter og tilleggskompensasjon fra staten) som man i løpet av året 2012 har fått en klarhet i.

Fra intervjuet

Vi opplever at kredittrisiko ikke har noe stort fokus sett opp mot de øvrige risikofaktorene og det ble fra Lassesen` side ikke et tema i intervjuet.

4.1.3 Likviditetsrisiko

Fra årsrapporten

For å styre likviditetsrisikoen sørger de for å ha likvider tilpasset drifts- og investeringsplanene, samtidig som de også skal besitte ett gitt antall sikre trekkrettigheter. Det opereres med konsernkontoordning som sørger for at fri likviditet er tilgjengelig for morselskapet, dette bidrar til å optimalisere tilgjengeligheten og fleksibiliteten i likviditetsstyringen. Det overordnede ansvaret for styringen av likviditetsrisikoen ligger på finansfunksjonen i virksomheten. Hovedfokuset for styringen er å sørge for at virksomheten kan innfri sine forpliktelser og lånebetingelser.

Vi ser av styrets årsberetning at deres virksomhet er sterkt sesongbetont. 40 prosent av Hurtigrutens inntekter kommer i løpet av månedene juni, juli og august. For at de til en hver tid skal kunne ha en tilstrekkelig beholdning av likvider som skal kunne imøtekomme virksomhetens forpliktelser og lånebetingelser, utarbeides det likviditetsprognoser som skal sikre dette. I tillegg presiseres det at de har klare covenants (lånebetingelser) som skal overholdes.

Det utarbeides prognoser i forfallsstrukturen både med tanke på de finansielle forpliktelsene og for derivatene de benytter seg av. Her klassifiseres det med utgangspunkt i fire tidsperioder: *under ett år, 1-3 år, 3-5 år og over 5 år.*

Fra intervjuet

Det fortelles i intervjuet at de senere års dårlige resultater har medført at fokuset på denne risikoen også har blitt sentral. Her er spesielt fokuset på de finansielle lånebetingelsene sentral. De er avhengig av god likviditetsstyring slik at de skal kunne opprettholde lånebetingelsene bankene og obligasjonseierene krever.

4.1.4 Derivater

Fra årsrapport

Vi ser at det blir brukt derivater i sikringsøyemed i relativ stor grad. Det benyttes sikringsinstrumenter på henholdsvis valuta, rente og drivstoff, altså det begrenses ikke til en enkelt risikofaktor, men anvendes i hele prosessen for å redusere eksponeringen i de ulike risikofaktorene som anses å være viktige.

Fra intervjuet

Lassenen forteller at det blir brukt derivater for å sikre henholdsvis valuta, rente og drivstoff.

Hurtigruten har inntekter i utenlandsk valuta, men regnskapet føres i norske kroner. Her er det viktig for Hurtigruten å sikre en stor del av de forventede kontantstrømmene. Lassenen presiserer at de er forsiktige med å sikre valuta, da de kun har estimater av inntektene og vil unngå oversikring.

Hurtigruten besitter en stor del gjeld, her vil store svingninger på rentesiden kunne gjøre stor skade på resultatene. De har valgt å sikre en relativt stor del av gjelden, dette for å kunne ha forutsigbarhet i driften.

Finansielle derivater er veldig sentrale ved sikring av drivstoffet. De vet hva flåten bruker av drivstoff og vet hva de må forholde seg til i henhold til statsavtalen.

4.1.5 Makroforhold

Fra årsrapport

Den økonomiske usikkerheten er noe som påvirker selskapet, da flere av Hurtigrutens markeder er hardt rammet av økonomisk usikkerhet. Spesielt har usikkerheten i makrobildet ført til en nedgang i markeder som Tyskland og Nederland. Risikoen knyttet til ulike makroøkonomiske forhold er noe som de følger nøye med på og de vurderer fortløpende om det skal iverksettes tiltak for å imøtekomme markedet.

Fra intervjuet

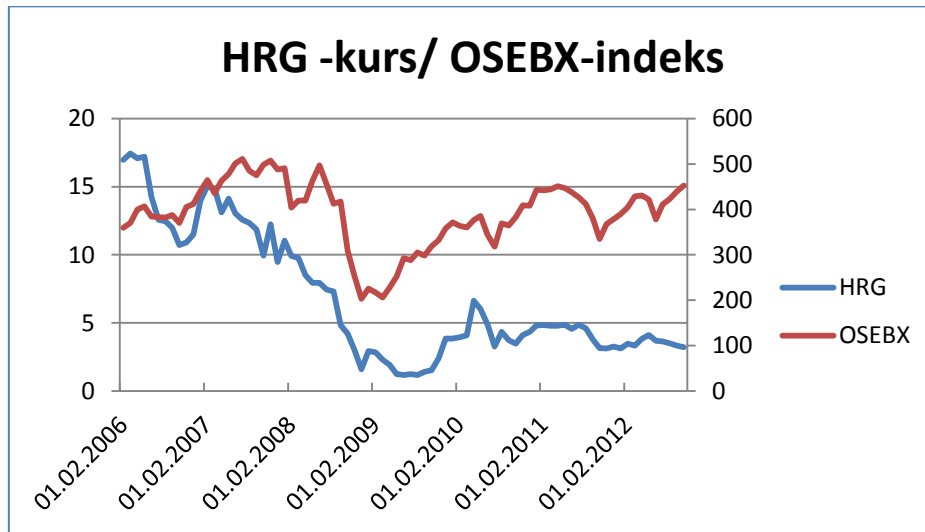
Vi opplever av intervjuet at risiko knyttet til makroforhold er noe som opptar virksomheten i aller høyeste grad. Her er faktorer som økt konkurranse og de generelle makroøkonomiske forholdene i Europa sentrale. Det uttales at risikoen på dette området er svært vanskelig å gardere seg imot. På generelt grunnlag får vi vite i intervjuet at de gjennom et eget risikodokument forsøker å være på forkant, for å kunne agere på endringer i makroforhold så tidlig som mulig. Her vurderes sannsynligheten for at ulike risikoer kan inntreffe. Risikoer de anser å ha høy konsekvens og høy sannsynlighet blir prioritert.

4.2 Regresjonsanalyse

Målet med denne analysen av aksjekursen til Hurtigruten er å kunne avdekke sammenhenger mellom aksjekursen og ulike uavhengige variabler vi har valgt å ha med i analysen. De uavhengige variablene vi presenterte i kapittel 3.6 mener vi kan ha innvirkning på aksjekursens bevegelser. Analysen vi har gjennomført skal se på hvordan aksjekursen til Hurtigruten kan påvirkes av ulike makroøkonomiske-, industrispesifikke- og selskapsspesifikke variabler. Vi skal kort presentere ulike verdier som er sentral i analysen.

Under ser vi kursutviklingen for OSEBX og HRG i tidsperioden analysen tar for seg, 1.2.2006 – 1.10.2012. Hver akse i figuren representerer hver sin indeks/kurs. Ved å sette to indekser opp mot hverandre kan vi i noen tilfeller kunne avdekke mulige felles trekk i kursutviklingen. Av teorien kan vi si at en lik kursutvikling indikerer en betaverdi i retning av 1. Av grafen under ser vi at utviklingen i en viss grad kan sies å være lik for denne perioden. Dette vises spesielt fra rundt år 2007 og utover. Dette kan ha sammenheng med finanskrisen som traff verdensøkonomien i det samme tidsrommet.

Figur 4.1: HRG og OSEBX i analyseperioden

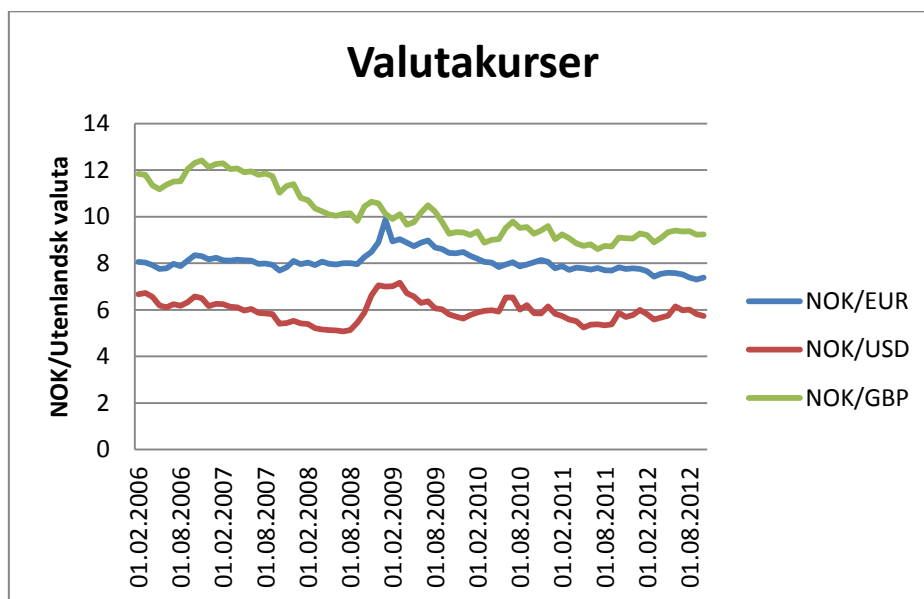


Kilde: Konstruksjon med datamateriale fra Thomson Reuters Datastream

Vi ser at aksjekursen har svekket seg betraktelig i analyseperioden. Fra en aksjekurs på rundt 18 kroner per aksje og til dagens nivå på under 3 kroner per aksje. Hurtigrutens markedsverdi er 1 189 333 431 NOK pr 28.4.2013. Dette beregnet ut ifra en aksjekurs på 2,83 kr per aksje (Oslo Børs).

Neste graf vi har valgt å presentere viser utviklingen i valutakursen for norske kroner i forhold til USD, EUR og GBP. Av grafen ser vi en tendens av at den norske kronen har styrket seg mot de valgte utenlandske valutaene i tidsperioden. Mot GBP har den norske kronen styrket seg spesielt i tidsperioden. Da dette kun er en sammenlikning av en kort tidsperiode, gjør dette det vanskelig å kunne trekke slutninger om den langsiktige valutakursutviklingen. Uansett mener vi det er viktig å se på hvordan valutakursene utvikler seg mot NOK, da Hurtigruten som selskap er sterkt påvirket av det internasjonale markedet. Utviklingen i valutakursen vil reflektere konkurransevnen mot de ulike valutaene.

Figur 4.2: Valutakursutvikling i analyseperioden



Kilde: Konstruksjon med datamateriale fra Thomson Reuters Datastream

4.2.1 Funn i regresjonsanalyse

Vi vil under presentere relevante variabler som er viktig for å forstå regresjonsanalysen som er utført på Hurtigrutens aksjekurs. Vi vil videre kort kommentere de relevante variablene innenfor hver enkelt uavhengig variabel som vi har tatt med i denne analysen.

Tabell 4.1: Resultat regresjon

	OSEBX	NIBOR 3mnd	NOK/USD	NOK/EUR	NOK/GBP	Bunkerspris	Passasjertall
Beta	1,067**	-0,189	-0,33	2,312**	-0,525	0,133	-0,058

R kvadrert, R^2	0,25843133
Justert R kvadrert, \bar{R}^2	0,18732201
Alfa	-0,00669881
Standardfeil, SE ($\hat{\beta}$)	0,181

Kilde: resultat da regresjonsanalyse med utgangspunkt i datamateriale fra Thomson Reuters Datastream og SSB.

I analysen vi har gjennomført er den avhengige variabelen Hurtigrutens aksjekurs, HRG, og hvor de uavhengige variablene er OSEBX, NOK/USD, NOK/EUR, NOK/GBP, bunkerspris og passasjertall. Her presenteres analysens R^2 , \bar{R}^2 , SE ($\hat{\beta}$) og betaverdier. Vi velger å

presentere R^2 istedenfor feilledet u , da RSS er representert i signifikanstesting i tillegg til beregningen av R^2 .

Vi ser at R^2 for denne analysen er 25,84 prosent, noe som sier oss at de uavhengige variablene kan forklare 25,84 prosent av endringen i den avhengige variabelen. Dette viser at modellen i relativ liten grad kan forklare variasjon i den avhengige variabelen. Videre viser \bar{R}^2 noe lavere verdi, 18,73 prosent noe som ut ifra teorien virker naturlig da denne analysen baseres på syv uavhengige variabler. Betaverdiene blir presentert nedenfor.

4.2.2 Betaverdier

Vi ser av analysen og gjennom signifikanstesting at kun de beregnede betaverdiene for OSEBX og NOK/EUR er signifikante. Vi velger allikevel å presentere samtlige betaverdier funnet i regresjonsanalysen. Signifikante funn i denne analysen er merket med **.

Beregnete betaverdier for hver av de uavhengige variablene:

HRG \leftarrow OSEBX**:

Ved å se på betaverdien som er beregnet ser vi at det er en signifikant sammenheng mellom utviklingen i OSEBX og HRG. Om vi legger teorien til grunn, vil en betaverdi på 1,067 tilsi at en oppgang for hovedindeksen ved Oslo Børs på 1 prosent vil medføre en økning i Hurtigrutens aksjekurs på 1,067 prosent.

HRG \leftarrow Nibor 3mnd:

Betaverdien for Nibor 3mnd mot den avhengige variabelen er beregnet til -0,189. Dette innebærer at en økning i renten på 1 prosent vil svekke aksjekursen med -0,189 prosent.

HRG \leftarrow NOK/USD:

Her finner vi en beregnet betaverdi på -0,33. Denne indikerer at en svekkelse av NOK mot USD (depresiering) på 1 prosent, medfører at Hurtigrutens aksjekurs svekkes med -0,3297 prosent.

HRG ← NOK/EUR**:

For den uavhengige variabelen EUR opplever vi en betaverdi på 2,312. Dette betyr at dersom NOK svekkes mot euro med 1 prosent vil aksjekursen styrkes med 2,312 prosent.

HRG ← NOK/GBP:

Den beregnede betaverdien mot GBP er -0,525, som innebærer at en svekkelse av NOK mot GBP på 1 prosent, gir en svekkelse på aksjekursen med -0,525 prosent.

HRG ← Bunkerspris:

For bunkersprisen som er benyttet, beregnes betaverdien til 0,133. Dette tilsier at en økning i bunkersprisen på 1 prosent, vil aksjekursen styrkes 0,133 prosent.

HRG ← Passasjertall:

Betaverdien for passasjertall beregnes til -0,058. Dette vil ut ifra teorien tilsi at en økning i passasjertall på 1 prosent vil redusere aksjekursen med -0,058 prosent.

Vi ser av de beregnede betaverdiene at de uavhengige variablene vi har tatt med i denne analysen ser ut til å ha ulik påvirkning på aksjekursens bevegelser. Betaverdiene som er beregnet viser til effekten av endring i den gitte uavhengige variabelen ved at de øvrige holdes uendret. Årsakssammenhengene vil bli nærmere drøftet i analysekapitlet hvor vi vil kommentere funnene vi nå har presentert. Presiserer at kun de beregnede betaverdiene for OSEBX og NOK/EUR er signifikante i denne analysen.

5.0 Analyse

I resultatdelen presenterte vi hvordan Hurtigruten overvåker og håndterer de finansielle risikofaktorene som anses som de mest kritiske for selskapets risikobilde. Vi presenterte funnene som ble gjort i regresjonsanalysen. I dette kapitlet vil vi komme nærmere inn på hvordan de styrer, eller ikke styrer, risikofaktorene. Vi ønsker å drøfte de funnene som ble gjort i resultatkapitlet og komme med synspunkter på hvorfor Hurtigruten sikrer seg mot de identifiserte risikofaktorene. Dette skal gjøre med utgangspunkt i relevant teori som ble presentert i kapittel 2. Samtidig vil vi forsøke å se om deres risikostyringsarbeid kan sees opp mot COSO- rammeverkets retningslinjer for helhetlig risikostyring.

Vi vil videre se på resultatene vi fant i regresjonsanalysen. Våre nullhypoteser vil bli vurdert og kommentert. Til slutt ønsker vi å kunne se sammenhenger mellom risikostyringsarbeidet og funne vi gjør i regresjonsanalysen.

5.1 Generelt

Slik vi leser og forstår årsrapportene samt informasjon fra intervjuet, er risikostyringsarbeidet i Hurtigruten et resultat av ulike faktorer. Vi ser at risikostyringsarbeidet blir vurdert ut ifra et kostnad/nytte – perspektiv, hvor risikoappetitten i stor grad reflekterer selskapets økonomiske situasjon. Hurtigruten styrer de finansielle risikoene for å skape forutsigbarhet i driften. De ønsker å redusere hvordan svingninger i makroforhold skal påvirke selskapets økonomiske resultat og stilling.

Hurtigruten hadde per 31.12.2012 en egenkapitalandel på 22,1 prosent. En stor egenkapitalandel gjør virksomheter i stand til å tåle potensielle tap som følger av de identifiserte risikofaktorene de er eksponert for. Vi ser at Hurtigruten gjennom den relativt lave egenkapitalandelen er i en posisjon hvor de ikke kan tåle store tap. I de finansielle lånebetingelsene til Hurtigruten er egenkapitalandelen omtalt i eget punkt. Kravet til egenkapitalandelen er midlertidig redusert fra opprinnelig 22,5 prosent til 20,0 prosent. Den midlertidige reduksjonen vil gjelde frem til 30. juni 2013. Egenkapitalandelen skal måles både 30. juni og 31. desember hvert kalenderår.

Det sies i intervjuet at de siste års økonomiske utfordringer har gjort at de finansielle lånebetingelsene i seg selv utgjør en risikofaktor for selskapet. Det er styret i Hurtigruten som har satt nivået for hvordan og hvor mye risiko de ønsker å ta. Dette er knyttet tett opp mot den finansielle situasjonen selskapet befinner seg i. Som for alle andre virksomheter vil brudd på de fastsatte låneforpliktelsene få direkte konsekvenser for lånene til selskapet. Dersom det skulle skje at de ikke klarer å betale sine forpliktelser vil dette også kunne medføre ringvirkninger utover forholdet til kreditorene. Signaleffekten dette vil gi til markedet vil være negativt. I Hurtigrutens tilfelle der de tar forskuddsbetaling fra kunder, vil kunne oppleve at kunder blir usikre og heller kjøper tjenester fra andre i cruiseindustrien og blir tvilende til selskapets produkter. Leverandører vil kanskje bli motvillig til å inngå kontrakter, og eventuelt kreve forskuddsbetaling eller garantier. Aksjonærene vil kanskje tvile på selskapet som eksempelvis kan gi utslag i en lavere aksjekurs. Dette er eksempler på faktorer som kan ha effekter på selskapet utover selve lånet. Et brudd på lånebetingelsene vil dermed kunne gi selskapet ringvirkninger, i form av risiko, knyttet til virksomhetens omdømme. Vi mener et hvert selskap er avhengig av et godt omdømme hos sine interessenter for å kunne prestere gode økonomiske resultater. Vi ser dette ekstra viktig for et selskap som Hurtigruten, som leverer et unikt og spesielt produkt.

Dersom selskapet er i en posisjon der mulighet for mislighold av sine lånebetingelser er til stede, vil sikring gi selskapet større forutsigbarhet. De vil da kunne fokusere på kjernevirksomheten, slik at selskapets ressurser blir benyttet på en fornuftig måte. Som det blir fortalt i intervjuet opplever organisasjonen at de er i en slags unntakstilstand, noe de føler de har vært i de siste årene. På grunn av dette har selskapet vært tvunget til å gjennomføre nødvendige strakstiltak, noe som automatisk tar vekk mye av fokuset fra den normale driften. Dette kan raskt føre til at organisasjonen som enhet blir sliten ved at en rekke negative hendelser blir en byrde på sikt. De har gjennomført en rekke nødvendige tiltak men den ønskede effekten på bunnlinjen har uteblitt. Det kommer klart frem av intervjuet at tiltakene som er gjennomført har lyktes men at engangsposter har medført at den ønskede økonomiske effekten har uteblitt på bunnlinjen.

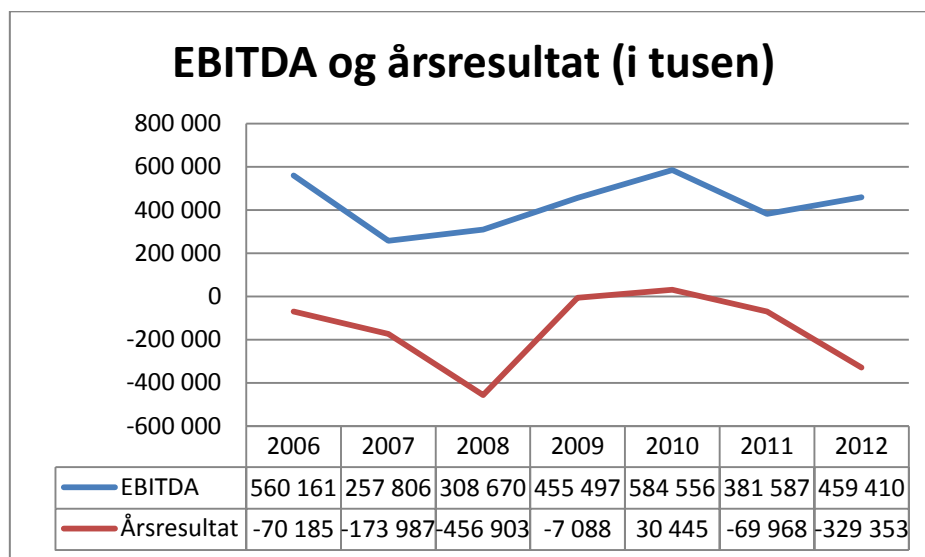
En vanskelig oppgave for ledelsen er å kommunisere ut i organisasjonen at de prosessene de ansatte har vært med på har vært vellykket og at de negative økonomiske resultatene skyldes andre forhold. I intervjuet sier Lassesen at den normaliserte EBITDA (earnings before

interests, taxes, depreciations and amortizations) har forbedret seg de siste årene. Ser vi i årsrapportene så ser vi at den normaliserte EBITDA forbedret seg med 261 millioner kroner fra 2011 til 2012, fra 277 til 538 millioner kroner. Dette indikerer at den underliggende driften begynner å levere gode resultater og at årsresultatet preges av engangsposter. For 2012 gjaldt dette blant annet voldgift charter og tilleggskompensasjon fra staten, og preget resultatet i negativ retning. EBITDA var til sammenlikning 382 og 459 millioner kroner i hhv. 2011 og 2012.

Vi opplever gjennom lesing av årsrapporter at Hurtigruten fokuserer mye på EBITDA som måltall. EBITDA er et sentralt måltall for rapportering av økonomiske resultater. Dersom en bare ser på EBITDA vil en kunne gå glipp av mye informasjon som man får gjennom f. eks årsresultatet. EBITDA tar ikke hensyn til kapitalkostnader, verdiforringelse og skatt. Eksempelvis kunne Hurtigruten ha solgt alle driftsmidlene sine, og leid de tilbake (ser bort ifra regnskapsregler knyttet til sales-leaseback avtale henhold til IFRS). Da ville kostnadene knyttet til leie blitt ført under driftsresultatet. Dette ville gitt et helt annet bilde enn hva EBITDA representerer. Et viktig poeng vil også være å se på avskrivninger som et beløp som må reinvesteres, da driftsmidlene må byttes ut. Vi mener at årsresultatet vil gi et minst like riktig bilde av den økonomiske situasjonen til selskapet.

Nedenfor i figuren presenterer vi EBITDA og årsresultatene for konsernet de syv siste årene. Vi ser at Hurtigruten har levert negative resultater siden fusjonen, foruten i 2010 da de var så vidt i pluss. Figuren viser det vi drøftet ovenfor at det er store forskjeller i de to måltallene og at det er viktig å kunne se disse i sammenheng.

Figur 5.1: EBITDA og årsresultat, 2006 – 2012.



KILDE: Konstruksjon med datamateriale hentet fra det konsoliderte resultatregnskapet.

De nevnte engangspostene har preget de siste års resultater til Hurtigruten. I 2011 foretok selskapet en avsetning til tap på 46 millioner kroner grunnet en voldgiftssak på en charterkontrakt i Australia. På høsten 2012 ble denne saken oppgjort ved forlik og selskapet måtte ta et ytterligere tap på 99 millioner kroner. I juli 2010 åpnet EFTAs overvåkningsorgan en formell undersøkelse som gikk på en tilleggsavtale inngått med staten i 2008. Ett år senere, i juli 2011 konkluderte de med at tilleggsavtalen var brudd på EØS-reglene. Av forsiktighetshensyn gjorde Hurtigruten en avsetning til tap på 35 millioner kroner i 2011. I tredje kvartal 2012 gjorde Hurtigruten nok av avsetning på knyttet til tilleggsavtalen på 108 millioner kroner. Av intervjuet kommer det tydelig frem at engangsposter er en effekt av handlinger gjort av selskapet. Det presiseres at Hurtigruten forventet at departementet hadde avklart med sine respektive instanser at tilleggsavtalen var lovlig. De arbeider videre med staten for å redusere tapet.

Hurtigruten har gjennomført flere tiltak for å forbedre organisasjonen. I 2009 ble ca halvparten av alle stillinger på land fjernet. De har solgt datterselskap som ikke har vært deres kjerneområde. I desember 2012 kom nyheten om å flytte hovedkontoret fra Narvik til Tromsø som et ledd for å skape en ny fremoverlent organisasjon. I januar 2013 kom nyheten om omorganisering. Det innebar en nedbemanning med 40 ansatte i landorganisasjonen. Disse tiltakene skal gi en kostnadsbesparelse på 60 millioner kroner, noe de mener vil gi full effekt fra 2014.

I årsrapporten, under note 4 finansiell risikostyring, blir det spesifisert at selskapet bruker enkelte finansielle derivater. Det er styret som har vedtatt hvordan bruken av derivater skal foregå og hvor det er finansavdelingen som følger opp de vedtatte strategiene. Det blir foretatt en årlig evaluering der de vurderer risikoeksponeringen innenfor de identifiserte risikofaktorene opp mot deres risikoappetitt.

For å sette risikostyringen litt i perspektiv så er det verdt å nevne at det i enkelte fagkretser stilles spørsmålstegn rundt selskapers aktive styring av risiko. I faglitteraturen blir det ofte hevdet at det er den enkelte investoren som skal styre risikoeksponeringen, ikke selskapet. Det hevdes i forhold til dette at selskaper med konvekse kostnader knyttet til skatt og eventuelle konkurskostnader at risikostyringsarbeidet allikevel vil være verdiøkende (Stulz (2003) referert i Frestad & Beisland, 2010). Dette kan sees opp mot Hurtigrutens økonomiske situasjon.

Slik vi ser det, kan en tankegang om at risikostyringsarbeidet skal overlates til investorene føre til utfordringer. Dersom risikostyringsarbeidet blir overlatt til investorene, mener vi at aksjonærsiden kan miste mangfoldet av både profesjonelle og små investorer. Dette fordi det finnes mange små aksjonærer som ikke har samme kunnskap om hvordan en skal kunne vurdere og styre risikoeksponeringen i samme grad som de profesjonelle investorene. En konsekvens av dette kan være at en ender opp med en overvekt av profesjonelle aksjonærer, da små aksjonærer heller investerer i andre selskaper, som igjen kan medføre lavere aksjekurs. Dersom en risikoeksponert virksomhet ikke sikrer vil dette med stor sannsynlighet føre til større variasjon i resultatene. Forskning har vist at virksomheter med mindre variasjon i sine resultater blir verdsatt høyere enn virksomheter med stor variasjon i resultatene. Det påpekes også at liten resultatvariasjon gjør det enklere å forutse fremtidige kontantstrømmer som vil medfører mindre informasjonsrisiko for investorer som kan være villige til å investere i virksomheten (Francis et. Al., 2003, referert i Frestad & Beisland, 2010).

Som vi presenterte i resultatkapitlet har Hurtigruten valgt en relativ omfattende sikringsstrategi. Vi ser av både årsrapporter og av intervjuet at sikringsstrategiene blir nøye fulgt opp av virksomhetens ledelse og styre. Dette kan skyldes en rekke faktorer, men hovedgrunnen er knyttet til Hurtigrutens økonomiske situasjon. Dette presiseres av Lassesen i intervjuet. Som vi så i resultatkapitlet var sikringsmotivasjonen forankret i forutsetningen om

forutsigbarhet i konsernets drift. Ved å benytte ulike sikringsinstrumenter oppnår Hurtigruten en større forutsigbarhet og i forlengelsen av dette redusert risiko knyttet til svingninger i makroforhold. Om vi ser på uttalelsene fra Lassesen der hun uttaler at de står overfor drivstoffkostnader på rundt 420 – 440 millioner kroner årlig så skjønner vi at små svingninger kan gjøre store utslag på de økonomiske resultatene. Hadde derimot Hurtigruten vært i en situasjon der de hadde levert gode økonomiske resultater over tid kunne nok sikringsmotivasjonen vært en annen enn den er i dag. En virksomhet som leverer gode resultater over tid vil kunne velge å ikke benytte seg av sikringsaktiviteter for å kunne oppnå en høyere gjennomsnittlig avkastning. Her er virksomhetens risikotoleranse en avgjørende faktor. En høy risikotoleranse åpner for mindre bruk av sikringsinstrumenter og i forlengelsen større risiko.

Vi vil videre i dette kapitlet se på de ulike risikofaktorene og drøfte Hurtigrutens motivasjon for sikring. Vi vil forsøke å illustrere effektene av risikostyringsarbeidet som blir utført og viktigheten av dette i Hurtigrutens tilfelle.

5.2 Sikringsmotivasjon

5.2.1 Markedsrisiko

Markedsrisikoen består av flere elementer som vi så i resultatkapitlet. Hurtigruten benytter seg i stor grad av sikringsinstrumenter som påpekt tidligere. Hurtigrutens hensikt med sikringen er ikke å slå markedet, men å minimere risikoen. Her er derivathandel et sentralt element. Derivathandel vil alltid innebære to aktører og kan dermed kunne ses på som et null-sum-spill. Tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan (1999) har omtalt nettopp dette:

” Overall, derivatives are mainly a zero sum game: one counterparty’s market loss is the other counterparty’s market gain ”

For Hurtigrutens del som benytter derivater i sikringsøyemed vil ikke en annen aktørs gevinst eller tap være av betydning. Her ligger fokuset på å sikre seg selv og sine risikofaktorer til en pris eller kurs de er tilfreds med. Dette gjøres til en pris eller kurs som er bedre enn hva Hurtigruten budsjetterer med. Ved å sikre seg på en slik måte oppnås en ønsket fleksibilitet.

Hurtigruten har i lengre tid prøvd å ta grep om risikostyringen og har satt risikostyringen på dagsorden. Vi ser av intervjuet at Hurtigruten arbeider systematisk med et omfattende risikodokument som er godkjent av styret. Her har de da trukket ut de 8 største risikoene, både operasjonelle og finansielle, som Hurtigruten anser å ligge nærmest i tid. Disse blir rapportert hvert kvartal tilbake til styret. Vi går ikke inn på operasjonelle risikofaktorer grunnet oppgavens omfang. Vi vil nå gå inn på de ulike risikofaktorene som Hurtigruten anser som en del av sin markedsrisiko og drøfte disse ut ifra det vi avdekket i resultatkapitlet.

Valutarisiko

Valutarisikoen blir styrt av virksomheten i henhold til sikringsstrategiene vedtatt av styret. Hurtigruten bruker en forventning om valutakursen når de budsjetterer og det er denne forventningen som blir aktivt brukt når de skal inngå nye terminkontrakter og opsjoner. Dette får vi bekreftet av både årsrapporter og intervju.

Hurtigruten er eksponert for valutarisiko gjennom sin virksomhet i det internasjonale markedet. Majoriteten av passasjerene kommer fra Norge, Tyskland, Storbritannia og USA. Om vi ser dette opp mot Hurtigrutens inntekter underbygger dette faktum at valutarisikoen er knyttet til euro, amerikanske dollar og britiske pund. Siden størsteparten av inntekten kommer fra internasjonale markeder er viktigheten med et godt risikostyringsarbeid meget relevant. Dette gjenspeiles i det vi så av årsrapporter og hørte i intervjuet at Hurtigruten sikrer opptil 80 prosent av sin forventede euroeksponering. Vi mener dette viser at Hurtigruten er fullstendig klar over de risikoer dette medfører og er i stand til å evaluere og håndtere sin valutaeksponering.

Det at 80 prosent av forventet euroeksponering sikres, og ikke 100 prosent, kan skyldes ulike forhold. I intervjuet påpeker Lassesen at markedsforflytninger er en av grunnene til at det ikke blir sikret mer enn 80 prosent. Dette for å unngå oversikring. Fokuset ligger på å få inn de allerede sikrede kontantstrømmene.

For Hurtigruten sin del er det viktig å skape forutsigbarhet i driften. Om vi ser dette opp mot resultatet i regresjonsanalysen vi har foretatt finner vi en interessant sammenheng. Vi fant en beta for aksjekursen til Hurtigruten mot NOK/EUR på 2,312. Dvs. at en svekkelse av NOK mot euro, vil ut ifra disse resultatene gi en styrkelse i aksjekursen.

Her vil faktisk en oversikring kunne innebære større forutsigbarhet enn ved kun å sikre 80 prosent. Dersom regresjonen holder stand, og forutsetter et effisient marked, vil årsresultatet ved oversikring på lang vei gi et stabilt resultat uavhengig om kronen styrker seg eller svekker seg mot euro. Ved oversikring vil en svekkelse (styrkelse) av kronen mot euro gi økte (reduerte) inntekter i form av økt (reduert) etterspørsel, disse inntektene vil bli tapt (tjent) på selve sikringsinstrumentene. Her ser vi at ved å oversikre kan selskapet skape større forutsigbarhet enn kun ved å sikre en del av forventet kontantstrøm. Ved å redusere volatiliteten på denne måten eliminerer selskapet også mulighetene for særdeles gode og dårlige resultater.

Hurtigruten er i en økonomisk posisjon hvor stabile kontantstrømmer er nødvendig for å oppnå en ønsket stabilitet. I forlengelsen av dette vil muligens en oversikring av valutaeksponeringen være hensiktsmessig. Istedenfor kun å være transaksjonsbasert, som Hurtigruten er i dag ved å sikre deler av kontantstrømmen, vil det være fordelaktig å ha en mer helhetlig tilnærming. Hurtigruten vil ved en oversikring sikre mer enn bare valutadelen. De vil i tillegg kunne sikre deler av endringene i resultatene, noe som regresjonen vi gjennomførte antydte. Legger vi resultatene fra regresjonen til grunn vil oversikringen kunne sikre Hurtigruten mot svakere etterspørsel som følger av en sterkere norsk krone mot euro.

Dette er noe som kan underbygges med Stulz` (1996) artikkel ”*Rethinking risk management*”. Stulz påpeker at risikostyringen til en bedrift må sees opp mot selskapets situasjon.

Usikkerheten i makroforholdene og kontantstrømsestimater er her avgjørende for at Hurtigruten må sikre seg mot markedsforflytninger. Sikringsinstrumenter som benyttes er terminforretninger og opsjoner. Denne delen av valutarisikoen er direkte knyttet til inntektene.

Vi så i resultatkapitlet at Hurtigruten er sterkt eksponert for valutarisiko som følger av det høye drivstofforbruket. Vi så at internasjonalt kvoterer drivstoffet i dollar, men for Hurtigruten sin del kjøpes de med norske kroner. Dette betyr for Hurtigruten sin del at risikoen består av et valutaelement og et produktelement. Produktelementet blir forklart nærmere under prisrisiko.

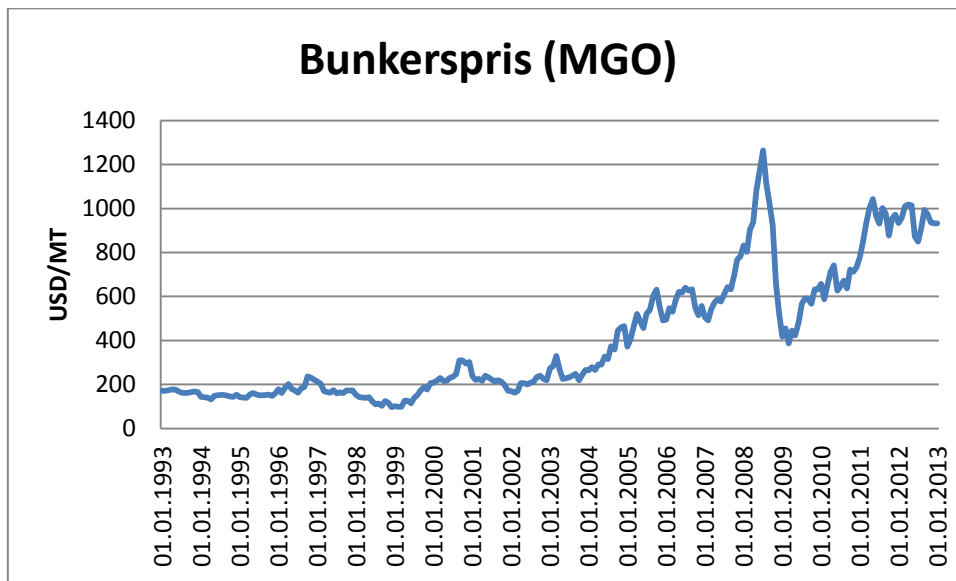
Av Hurtigruten sine egne beregninger ser vi at de tjener penger på både GBP og EUR dersom den norske kronen depresierer, men de taper på USD. Som vi tolker disse beregningene kan dette skyldes at Hurtigrutens inntekter i hovedsak stammer fra GBP og EUR, mens kostnadene knyttet til drivstoff er kvotert i dollar.

For å kunne oppnå naturlig sikring, som innebærer balanse mellom inn- og utbetalinger i utenlandsk valuta, så ser vi av den siste refinansieringen i mars 2012 at de har mulighet til å konvertere deler av lånet over til euro. Ved en slik løsning oppnås inn- og utbetalinger i samme valuta og eksponeringen reduseres. Her er utfordringen å tilpasse inn- og utbetalingene til samme periode da valutakursen kan svinge relativt mye i løpet av en kort periode.

Prisrisiko

I resultatkapitlet så vi at prisrisiko oppstår i forhold til drivstoff/bunkers. Samtidig som prisrisikoen er en stor risikofaktor, er Hurtigrutens avtale med staten et godt hjelpemiddel for å beregne forventet drivstofforbruk. Avtalen har faste rammer hvor det er klart definert hvor mange havner og hvor mange dager som skal seiles gjennom året. Denne forutsigbarheten er noe som preger deres forhold til prisrisiko og sikringsarbeid for å håndtere eksponeringen de er utsatt for. Oljeprisen, og dermed bunkersprisen, er sterkt påvirket av ulike makroøkonomiske faktorer. Svingninger i prisen vil i stor grad påvirke kostnadsbildet til Hurtigruten dersom det ikke blir foretatt sikring. Som vi ser av figuren nedenfor har bunkersprisen økt kraftig i løpet av de siste tjue årene. Vi leser av deres årsrapporter at det benyttes drivstoff av typen *marine gasoil* (MGO). Figuren viser prisen uttrykt i USD per metric ton (1mt = 1000kg).

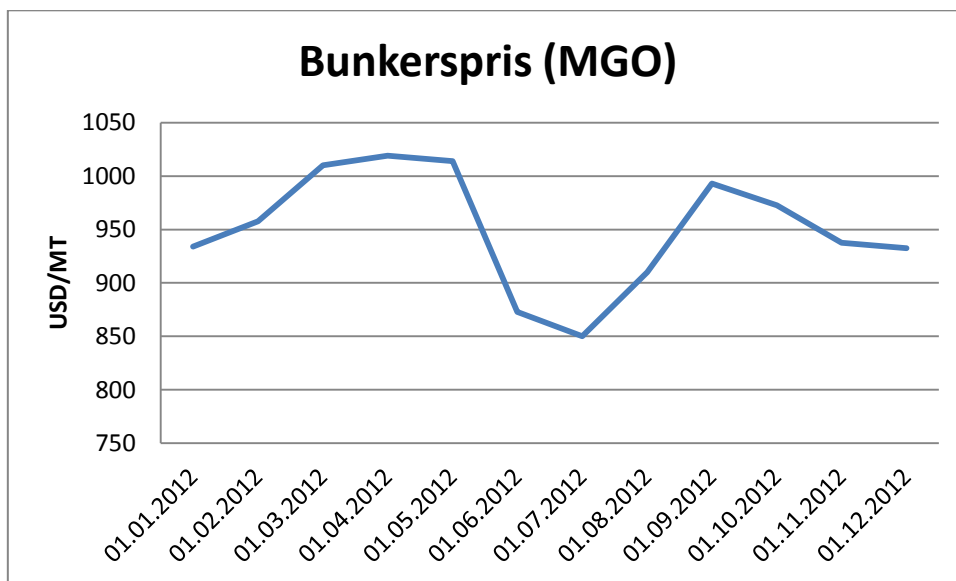
Figur 5.2: Bunkerspris (MGO), 2003 – 2012



Kilde: Konstruksjon med datamateriale fra Thomson Reuters Datastream

Vi ser at oljeprisen falt drastisk i forbindelse med finanskrisen som brøt ut i 2008 og den siden har innhentet nesten hele fallet. Dette kan illustrere hvilke hvordan endringer utenfor selskapets kontroll. Om vi konsentrerer prisutviklingen til en kortere periode, her et år, så får vi illustrert viktigheten med å ha et bevisst forhold til denne type risiko. Ser vi på prisutviklingen i 2012 bekreftes dette.

Figur 5.3: Bunkerspris MGO, 2012



Kilde: Konstruksjon med datamateriale fra Thomson Reuters Datastream

Vi skrev tidligere at Hurtigruten sikrer opptil 80 prosent av sitt forventede drivstofforbruk. Dette er noe de gjør en til seks kvartaler fremover i tid. Som vi så i resultatkapitlet så innebærer Hurtigrutens sikringsstrategi å sikre høyere andel de nærmeste kvartaler og en lavere andel på lengre sikt. Som vi tolker dette kan usikkerhet være en sentral faktor når sikringsandelene bestemmes. Usikkerhet kan ses på som en funksjon av tid, der økt tid vil innebære økt usikkerhet. Dette betyr at sikring av drivstoff nærme i tid innebærer en mindre usikkerhet enn sikring lengre frem i tid. Et annet aspekt vi ser på som relevant for den valgte sikringsstrategien er prisen som betales for de finansielle sikringsinstrumentene. Tar man forutsetning om at usikkerheten øker med tiden, vil dette også medføre at prisen på f. eks opsjoner øker. Her vil lang levetid på opsjonen medføre en høyere opsjonspremie, som er en kostnad for Hurtigruten.

I forhold til de usikrede drivstoffvolumene så vi i resultatkapitlet at de opererer med en ”stop-loss” strategi. Det innebærer at usikret beløp skal sikres dersom oljeprisen overstiger et bestemt nivå. Med en ”stop-loss” strategi har selskapet funnet ut hvilket bunkersprisnivå som er kritisk og de handler deretter. Dette ser vi på som en klok og fornuftig strategi i lys av selskapets økonomiske situasjon. Slik vi ser det, er det helt avgjørende for Hurtigruten å ha kontroll på sine drivstoffutgifter.

For å illustrere dette så vil i komme med et forenklet regnestykke. Vi får opplyst i intervju med Lassesen at Hurtigruten konsumerer cirka 80 millioner liter drivstoff per år. For enkelhetens skyld forutsetter vi at 1 liter olje tilsvarer 1 kg. Med vår forenkling tilsvarer dette 80 tusen metric ton (1 mt = 1000 kg) drivstoff i året. Vi tar utgangspunkt i høyeste, laveste og gjennomsnittlig notering av bunkerspris (MGO) i 2012, som var hhv 1019, 850 og 948.88 dollar pr. metric ton. Forutsetter en dollarkurs lik 5.795 som er gjennomsnittlig kurs for 2012 beregnet av månedlige noteringer fra 1.1.2012 til 31.12.2012. Regnestykket er basert på høyeste, laveste og gjennomsnittlig notering av bunkersprisen når alt annet holdes konstant. Dette gir følgende regnestykke:

Høyeste pris: $80\,000 \text{ metric ton} * 1019 \text{ dollar} * 5.795 \text{ NOK/USD} = 472\,408\,400 \text{ NOK}$

Laveste pris: $80\,000 \text{ metric ton} * 850 \text{ dollar} * 5.795 \text{ NOK/USD} = 394\,060\,000 \text{ NOK}$

Gjennomsnitt: $80\,000 \text{ metric ton} * 948.88 \text{ dollar} * 5.795 \text{ NOK/USD} = 439\,900\,768 \text{ NOK}$

Av dette forenklete regnestykket ser vi at høyeste og laveste notering i bunkerprisen gir en differanse på overkant 78 millioner NOK. I dette eksemplet er alt drivstoffet kjøpt til den gjennomsnittlige dollarkursen for 2012, dette vil ikke skje i virkeligheten, men det illustrer hvilke utslag svingninger i bunkersprisene kan ha på kostnadene til Hurtigruten. Vi ser også at den gjennomsnittlige prisen er tilnærmet 440 millioner kroner. Dette er innenfor det anslaget Lassesen gir, da hun anslår en drivstoffkostnad mellom 420 – 440 millioner kroner pr. år for Hurtigruten. Vi så i figur 5.1 at årsresultatet for 2012 utgjorde -329 millioner NOK. Om vi da tar utgangspunkt i gjennomsnittlig pris på 440 millioner ser vi at resultatet ut ifra dette enkle regnestykke kunne blitt forbedret(forverret) med 45,8 (-32,5) millioner. Dette illustrerer viktigheten av bunkersprisen for Hurtigruten.

Av regnskapet for 2012 ser vi at de har realisert gevinst tilknyttet drivstoffkostnader på 5,3 millioner NOK. For 2011 var det en realisert gevinst på 19,5 millioner NOK. Dette viser at Hurtigrutens bruk av finansielle sikringsinstrumenter på bunkers har gitt en økonomisk gevinst.

Som vi ser det har de helt klart oppnådd en lavere risikoeksponering. Det er rimelig å anta at risikohåndteringen har ført til en lavere gjenværende risiko sammenliknet med den iboende risikoen de er utsatt for i forbindelse med bunkers. Samtidig bekrefter dette at de sikringsstrategiene som er vedtatt av styret er i stand til å redusere risikoeksponeringen knyttet til bunkers.

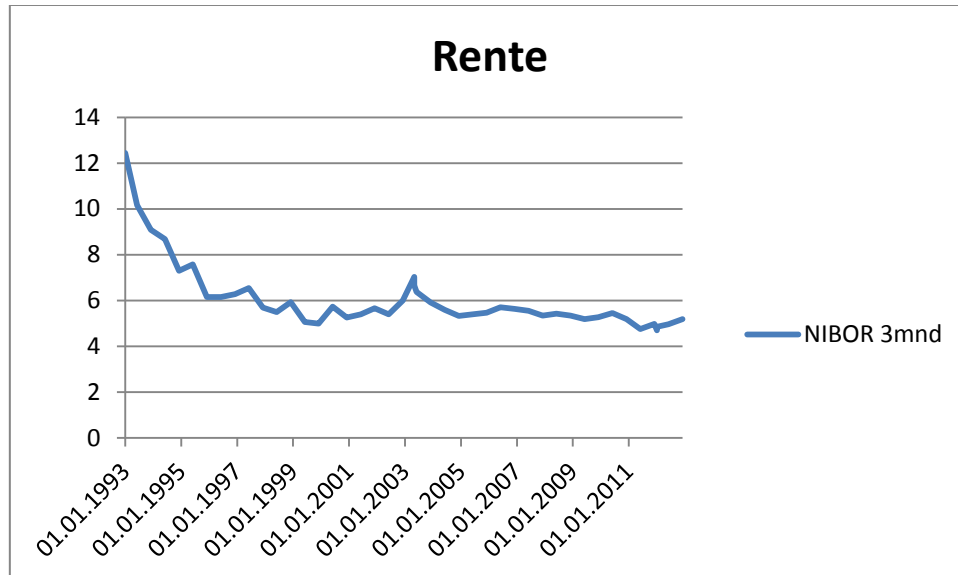
Kontantstrøm og virkelig verdi renterisiko

Hurtigruten er utsatt for både renterisiko knyttet til kortsiktige og langsiktige lån. Vi skiller her mellom flytende rente som medfører en renterisiko for selskapets kontantstrøm og fastrentelån som medfører virkelig verdi renterisiko.

Vi får av årsrapporten opplyst at Hurtigruten har NIBOR som flytende rentesats. Figuren nedenfor viser utviklingen i flytende NIBOR 3mnd de siste tjue årene. Som vi ser av figuren er dagens rente på et historisk lavt nivå. Dette skyldes en rekke forhold som vi i denne oppgaven ikke skal drøfte ytterligere, men en del av forklaringen til den relativt lave renten vi opplever i dag skyldes sentralbankenes ekspansive pengepolitikk de siste år grunnet den globale økonomiske krisen. Når Hurtigruten forholder seg til renterisiko er fremtidige

renteprognoser og makroøkonomiske utsikter en vesentlig del av vurderingen, noe som bekreftes i både intervju og av årsrapporter.

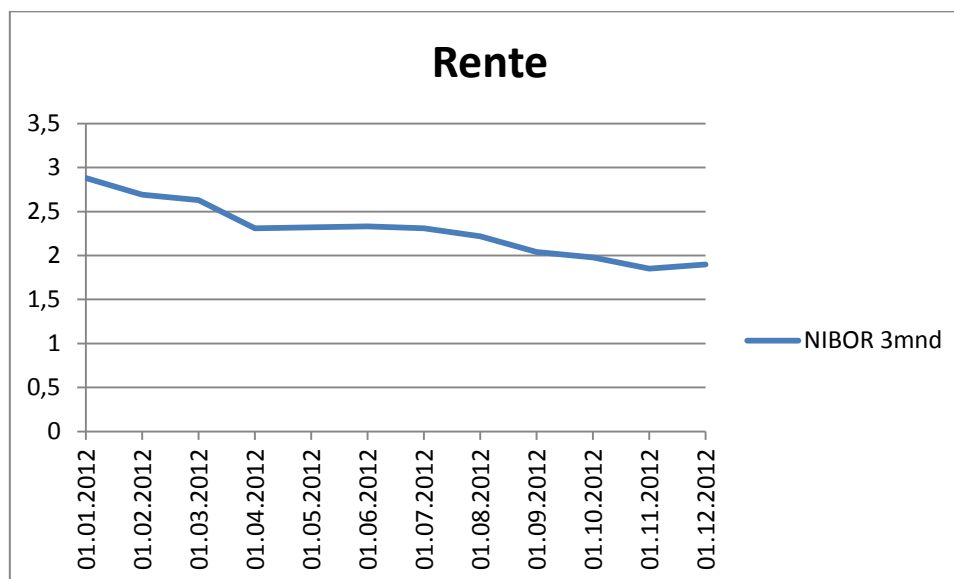
Figur 5.4: NIBOR, 2003 – 2012



Kilde: Konstruksjon med datamateriale fra Thomson Reuters Datastream

Dersom vi ser på utviklingen i flytende NIBOR på kortere sikt, får vi illustrert hvilke fluktasjoner markedsbevegelser kan gi på rentenivået. Vi ser av neste figur at utviklingen i 2012 kan sies å være av vesentlig betydning da høyeste notering er 2,88 prosent 1.1.2012 og laveste 1,85 prosent 1.11.2012. Som vi så i resultatkapitlet ville en endring på +0,5 prosent medføre et redusert resultat etter skatt på 4,1 millioner NOK. I disse beregningene er alle rentebærende instrumenter og derivater tatt hensyn til. Om vi legger disse beregningene til grunn viser det at relativt små endringer i rentenivået vil medføre relative store utslag på bunnlinjen hos Hurtigruten.

Figur 5.5: NIBOR, 2012



Kilde: Konstruksjon med datamateriale fra Thomson Reuters Datastream

Hurtigruten refinansierte den langsiktige gjelden i mars 2012, refinansieringen hadde en ramme på 3 milliarder kroner. Ved refinansieringen ble det vedtatt av styret en ny strategi for sikring av rentene, her skulle de sikre 40 – 60 prosent av selskapets totale gjeld. I forbindelse med refinansieringen ble det inngått rentebytteavtaler på 58 prosent av selskapets gjeld. Ved å inngå en slik avtale oppnås en forutsigbarhet, noe som er i tråd med selskapets overordnede målsetning. Rentebytteavtalene ble inngått på historisk lavt rentenivå. Ved å inngå en slik kontrakt i dagens marked er nedsiderisikoen minimal, lagt dagens lave rentenivå til grunn.

Av årsrapporten for 2012 ser vi at i 2012 er realiserte tap knyttet til rentekostnader beregnet til 19,6 millioner NOK. Om vi ser dette opp mot Hurtigrutens totale rentekostnader for 2012 som er 252,787 millioner NOK, ser vi at tapet utgjør i underkant av 8 prosent av selskapets totale rentekostnader.

Tatt den økonomiske situasjonen i betraktning, med høy eksponering på lånesiden, ser vi at Hurtigruten er tvunget til å ha et sterkt fokus på renterisikoen. Vi ser at det realiserte tapet utgjorde 5,95 prosent av årsresultatet i 2012. Viktigheten av denne risikofaktoren ble presisert i intervjuet.

5.2.2 Kreditrisiko

Slik vi så i kapittel 4.1.2 er Hurtigruten ikke eksponert for kreditrisiko i noen vesentlig grad. Som vi påpekte i resultatkapitlet foregår salg gjennom kredittkortselskap eller ved kontantoppgjør, samtidig som salg gjennom agent blir gjort ved forskuddsbetaling, kredittkort eller faktura. Derivathandel og kontantransaksjoner blir kun gjort med institusjoner som har høy kredittverdighet.

Vi ser det opereres med interne vurderinger av kredittverdighet. Kundemassen i Hurtigrutens tilfelle er preget av mange små enkeltaktører eller mindre grupper som kjøper billett til ett av deres cruise. Det at de ikke har få enkeltkunder gjør at de ikke er eksponert for vesentlig kreditrisiko knyttet til enkeltkunder. Hurtigrutens eneste store enkeltkunde er staten gjennom kjøp av transporttjenester langs norskekysten. Dette medfører derimot ikke noe vesentlig risikoeksponering da den norske stat blir ansett som en aktør med meget høy kredittverdighet.

Ved å se på det som presenteres i årsrapporter og i intervju, samt de ulike håndteringsformene for kreditrisiko vi så i kapittel 2.5.3, opplever vi at Hurtigruten håndterer kreditrisikoen på en akseptabel måte for å redusere risikoen de er eksponert for. Utover det vi har presentert ovenfor ser vi det ikke nødvendig å gå nærmere inn på kreditrisiko, da Hurtigrutens eksponering for kreditrisiko er lav og av liten betydning for det totale risikobilde.

5.2.3 Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko håndteres på lik linje som de andre identifiserte risikofaktorene.

Konsernkontoordningen sørger for en fri likviditetsstrøm i selskapet. Dette kompenserer den sterkt sesongbetonte virksomheten der store deler av inntektene kommer fra virksomhetens aktiviteter i sommermånedene.

I forbindelse med refinansieringen av de langsiktige lånene i 2012 ble det utarbeidet en ny låneavtale. I denne avtalen blir de finansielle lånebetingelsene klart presisert. Lånet har en løpetid på fem år hvor årlige avdrag er 260 millioner kroner. Lånebetingelsene som er fastsatt til dette lånet er nært knyttet til selskapets likviditetsbeholdning. Hurtigruten er forpliktet til å ha en fri likviditetsbeholdning på 200 millioner kroner gjennom hele lånets løpetid. Samtidig skal EBIDTA, eksklusiv gevinster/tap ved salg av eiendeler, være lik eller større enn de årlige gjeldsforpliktelsene og utbyttebetalinger ved utgangen av året eller en fri

likviditetsbeholdning inkludert ubrukke trekkrettigheter på minst 350 millioner kroner. I tillegg til krav til likviditetsbeholdning stilles det også krav til arbeidskapital. Dette er skrevet i årsrapporten for 2012.

Under den samme refinansieringen ble det utstedt et såkalt usikret obligasjonslån på 500 millioner kroner. Lånet har avdragsfrihet frem til lånets forfallsdato i 2017. Lånebetingelsene til dette lånet har mange av de samme trekkene som det sikrede lånet, så vi velger å ikke gå inn på de konkrete betingelsene.

Vi ser at Hurtigrutens totale omløpsmidler pr. 31.12.2012 utgjorde 925 millioner kroner mens kortsiktig gjeld utgjorde 1 118 millioner kroner. Dette gir selskapet en negativ arbeidskapital på 193 millioner kroner pr. 31.12.2012, som er en forbedring fra 2011 på 22 millioner kroner. Selskapets likvide midler pr. 31.12.2012 utgjorde 549 millioner kroner.

Slik vi ser det er selskapets økonomiske situasjon toneangivende for likviditetsstyringen i selskapet. Den økonomiske lavkonjunkturen de siste årene har medført en reduksjon i etterspørselen. Følgene av dette har vært et større fokus på kostnadsstrukturen i selskapet. Om vi ser på selskapets omorganisering, som nevnt i kapitel 5.1, tolker vi dette som et av flere ledd for å bedre selskapets balanse og likviditet. Behovet for en bedre likviditetsstyring ser vi på som et viktig ledd i tiden fremover da stadig tøffere konkurranse og økonomisk usikkerhet internasjonalt preger verdensøkonomien. For å imøtekomme den økte konkurransen og øke sine inntekter fra sine kjernemarkeder er det satt opp en helt ny salgs- og administrasjonsenhet i Norden.

Funnene som ble gjort i kapitel 4.1.3 og drøftelsen ovenfor indikerer en eksponering av likviditetsrisiko som kan betegnes som vesentlig. Vi opplever dette reflekteres i flere av de nevnte punktene vi nå har sett på og ser at selskapets ledelse har iverksatt en rekke tiltak som vil bedre likviditetssituasjonen. Finansavdelingen utarbeider fortløpende likviditetsprognoser for å kunne imøtekomme de finansielle forpliktelsene de står overfor. Refinansieringen og kostnadskutt vil etter alt å dømme kunne bidra til en bedre likviditet på sikt, noe som vi ser på som viktig for å få likviditetsrisikoen ned til et akseptabelt nivå i tråd med risikoappetitten.

5.3 Risikostyring i Hurtigruten sett opp mot COSO-rammeverket

Vi valgte i teorikapitlet å presentere COSO-rammeverket. Dette er et velkjent og veletablert hjelpemiddel innenfor risikostyring som fagfelt. I intervju med Lassesen får vi bekreftet at Hurtigruten benytter nettopp COSO i sitt risikostyringsarbeid. Vi har ikke klart å få noe informasjon fra Hurtigrutens side om hvordan dette benyttes, men vi vil forsøke ut ifra det vi har sett i kapittel 4 og kapittel 5 å se likhetstrekk mellom rammeverket og hvordan vi opplever at risikostyringen i Hurtigruten blir utført. Vi velger å gå igjennom enkelte hovedpunkter i rammeverket for å avdekke eventuelle likheter.

Om vi ser på COSO sin definisjon av risikostyring, som også ble presentert i kapittel 2.2.1, kan det være lettere å oppdage eventuelle likhetstrekk:

”Helhetlig risikostyring er en prosess, gjennomført av virksomhetens styre, ledelse og ansatte, anvendt i fastsettelse av strategi og på tvers av virksomheten, utformet for å identifisere potensielle hendelser som kan påvirke virksomheten, og håndtere risiko slik at den er i samsvar med virksomhetens risikoappetitt, for å gi rimelig grad av sikkerhet for virksomhetens måloppnåelse.” (NIRF, 2005:16)

Rammeverkets fundament bygger på å samordne risikoappetitt og strategi. Vi opplever at Hurtigruten på dette området er har en klar og tydelig risikoappetitt som er forankret i hele organisasjonen. Dette er noe som har blitt bekreftet gjennom å se på alle de identifiserte risikofaktorene og hvordan disse er håndtert. Vi ser at det er fastsatt konkrete strategier for hvordan Hurtigruten skal agere i markedet og hvordan de skal forholde seg til de ulike risikoene de anser som viktige for selskapets risikoeksponering. For oss virker det helt klart at de retningslinjene som er vedtatt av styret benyttes av virksomhetens øvrige ledelse i den daglige driften og at dette skaper et godt fundament for videre risikostyringsarbeid. Vi får inntrykk av at risikoarbeidet og holdningen til risiko er sterkt forankret i organisasjonskulturen.

Hurtigruten har gjennom sine årsrapporter trukket frem de risikofaktorene som de anser som de viktigste for risikoeksponeringen. Som vi har nevnt tidligere får vi i intervjuet vite at de foretar egne vurderinger om hvilke risikoer som anses som mest sannsynlig å inntreffe og hvilke konsekvenser dette eventuelt medfører. COSO-rammeverkets fire former for

risikohåndtering (unngå, redusere, dele og akseptere) er alle tatt hensyn til og vurdert. Dette er noe som er helt i tråd med rammeverkets nevnte håndteringsformer. Vi så tidligere at de har utarbeidet et eget risikodokument til internt bruk som i detalj beskriver de åtte viktigste risikofaktorene.

Som COSO-rapporten viser til, så kan en hendelse representere både muligheter og trusler. Ut i fra Hurtigruten sitt ståsted hvor de har lagt bak seg flere år med negative resultater og høy eksponering på lånesiden så ser vi at deres fokus i stor grad dreier seg om å redusere og unngå risikoen de er eksponert for. I deres tilfelle er gevinsten muligens større ved å unngå eventuelle tap, enn å ta gevinster som følger av muligheter. Dette fordi mulighetene kan medføre en større risiko enn risikoappetitten. Dette synes vi kommer frem av Hurtigrutens sikringsstrategier, der vi ser at vesentlige andeler av risikoeksponerte kontantstrømmer sikres. Slik vi tolker det har ledelsen nøye vurdert de ulike håndteringsformene ut ifra et kostnad/nytte – perspektiv, hvor nytten vurderes opp mot kostnaden som påløper ved å håndtere risikofaktoren. I forlengelsen av dette mener vi det også er grunn til å anta at de valgte håndteringsformene er vurdert opp mot hvilken effekt det vil ha på hendelsens sannsynlighet og konsekvens. Dette i lys av det som er presentert i tidligere kapitler.

Vi ser av intervjuet og årsrapportene at strategiene i forhold til risikostyringen årlig blir revidert og kontrollert av selskapets styre. Det at styret skal godkjenne og kontrollere hvordan håndteringen av de identifiserte risikofaktorene blir gjennomført er noe som er i samsvar med COSO-rammeverkets kontrollaktiviteter.

I intervjuet fortelles det at ledelsen jobber kontinuerlig for å bedre kommunisere nedover i organisasjonen slik at risikoarbeidet skal bli en enda naturligere del av organisasjonens daglige drift. Informasjon og kommunikasjon omtales i COSO-rammeverket som en nøkkelfaktor for å kunne gjennomføre en god helhetlig risikostyring. Vi ser også på dette området av Hurtigruten later til å ha flere sammenfallende måter å utføre risikostyringsarbeid på sammenliknet med det som rammeverket vektlegger for å kunne få et velfungerende risikostyringsarbeid.

Når vi ser på disse nevnte områdene ovenfor og på bakgrunn av det som er presentert hittil i oppgaven så ser vi at en rekke punkter ifra COSO-rammeverket er sterkt representert i

Hurtigrutens arbeid med å implementere en god helhetlig risikostyring. Vi mener rammeverket er et godt utgangspunkt for å kunne håndtere den finansielle risikoen Hurtigruten står overfor.

5.4 Tolkning av resultater i regresjonsanalysen

Vi vil nå se på resultatene vi har funnet i sammenheng med våre hypoteser. Vi vil også se om det er noen sammenhenger mellom risikostyringsarbeidet og funnene som vi gjør i regresjonsanalysen. Kritiske verdier og p-verdier finnes i vedlegg 4.

Tabell 4.1: Resultat regresjon

	OSEBX	NIBOR 3mnd	NOK/USD	NOK/EUR	NOK/GBP	Bunkerspris	Passasjertall
Beta	1,067**	-0,189	-0,33	2,312**	-0,525	0,133	-0,058

Kilde: resultat da regresjonsanalyse med utgangspunkt i datamateriale fra Thomson Reuters Datastream og SSB.

HRG \leftarrow OSEBX**

Nullhypotesen vi har påstår at kursutviklingen på Oslo Børs ikke påvirker Hurtigrutens aksjekurs.

Vi fant en betaverdi lik 1,067** når vi har HRG som avhengig variabel og OSEBX som uavhengig variabel. Vi har beregnet t-verdi samt funnet kritiske verdier for den tosidige testen og kommet frem til at nullhypotesen kan forkastes, med p-verdi på 0,00468 og at funnet dermed er signifikant. Vi kommer til forkastning på 95 prosent nivå, jfr. vedlegg 4. Vi kan med stor grad av sikkerhet si at beta er større enn null.

Det er naturlig at Hurtigrutens aksjekurs blir påvirket av endringer i Oslo Børs sin kursutvikling. OSEBX reflekterer den økonomiske situasjonen i Norge og er på mange måter en ledende indikator på hvordan markedsituasjonen er. Som vi ser av figur 4.1 i kapittel 4.2, ser vi en sammenfallende likhet i indeksenes utvikling. Betaverdien vi fant på 1,067 indikerer nettopp dette.

HRG \leftarrow NIBOR 3mnd

Regresjonsanalysen viser en beta på $-0,189$, noe som virker naturlig. Økt rentenivå innebærer dyrere kapital, noe vi anser som negativt for et hvert selskap med eksponering på lånesiden. Vi kan derimot ikke forkaste nullhypotesen og konkludere med at beta er forskjellig fra null. Nullhypotesen beholdes for NIBORs innvirkning på HRG.

HRG \leftarrow NOK/USD

Vi kan ikke forkaste nullhypotesen til fordel for alternativhypotesen om at HRG påvirkes av endringer i valutakursen NOK/USD.

HRG \leftarrow NOK/EUR**

Nullhypotesen påstår at NOK/EUR ikke påvirker HRG i perioden analysen er gjennomført. Vi finner grunn til å forkaste nullhypotesen på 95 prosent nivå. Dette kan gjøres med en p-verdi lik $0,03162$. Funnene tilsier en beta på $2,312^{**}$. Dette er et interessant funn som indikerer en sterk påvirkning fra euro. Dette kan reflektere markedssituasjonen til Hurtigruten da Tyskland er et av de viktigste markedene for selskapet. Dersom NOK svekkes mot EUR innebærer dette at norske varer og tjenester blir billigere for utenlandske aktører. En svakere NOK vil øke etterspørselen da Hurtigruten er en leverandør av et produkt som preges av utenlandske turister. Et slikt produkt som Hurtigruten leverer med relativ høye priser er ofte følsomt for endringer i ulike økonomiske forhold. Om vi forutsetter et effisient marked og at regresjonen stemmer vil dette kunne indikere at en styrking av kronen mot euro vil innebære svakere resultater for Hurtigruten. Vi har altså sett at valutakursen NOK/EUR vil ha innvirkning på selskapets aksjekursutvikling om vi ser på funnene og analysen ovenfor i oppgaven.

HRG \leftarrow NOK/GBP

Den beregnede betaverdien mot NOK/GBP på $-0,525$ er litt motstridene i forhold til hva en skulle tro ved å legge vekt på at Storbritannia er et stort marked for Hurtigruten. Betaverdien tilsier at dersom NOK depresieres mot GBP så vil dette ha negativ innvirkning på aksjekursen. Dette er motsatt i forhold til resultatet som ble funnet mot EUR. Signifikanstesten viser derimot at den uavhengige variabelen NOK/GBP ikke ser ut til å ha innvirkning på Hurtigrutens aksjekurs og nullhypotesen beholdes på alle nivå.

HRG ←BUNKERS

Betaverdien beregnet for den uavhengige variabelen bunkers ble som sett i kapittel 4.2 beregnet til 0,133. Vi hadde forespeilet oss en betaverdi under null da bunkersprisene påvirker kostnadsbildet til Hurtigruten i stor grad. Vi har sett på risikoen selskapet er eksponert for og ville sett det naturlig om den avhengige variabelens endringer kunne blitt forklart av endringer i bunkersprisene. Vi ser det vanskelig å vurdere variabelen olje, da den er avhengig av en rekke ulike forhold som vi i denne oppgaven ikke er i stand til å gå nærmere inn på. Vi finner av regresjonsanalysen at nullhypotesen beholdes, noe som indikerer en beta lik null.

HRG ←Passasjertall

Den siste uavhengige variabelen vi valgte å ta med i denne multivariate regresjonsmodellen er passasjertall. Vi kunne ikke forkaste nullhypotesen i vår analyse. Vi mente denne variabelen kunne ha innvirkning på selskapets aksjekurs da passasjertall kan gjenspeile etterspørselen etter Hurtigrutens produkt. Vi fant en betaverdi på -0,058, som er meget lav. Den negative betaverdien som ble beregnet er i strid med det vi ville anslått, da vi anser en vekst i passasjertallene som en positiv hendelse for selskapet. Vi beholder nullhypotesene.

Vi har i vår analyse benyttet månedlige passasjertall. Vi har valgt å benytte passasjertall fremfor gjestedøgn med bakgrunn i at vi ikke har klart å fremskaffe månedlige gjestedøgn for analyseperioden. I intervjuet med Lassesen kom det frem at gjestedøgn i større grad ville reflektere selskapets inntektsdrivere, men vi har ikke fått tilgang til disse på månedlig basis. Samtidig ser vi at passasjertall blir rapportert til SSB. Denne rapporteringen skjer ikke på månedlig basis og det vil dermed ikke gi informasjon til markedet. Konsekvensene ved at passasjertallene ikke blir rapportert hyppigere er at markedet ikke tar innover seg endringene i tallene siden de ikke er tilgjengelige før på et senere tidspunkt. Dette kan forklare resultatet av regresjonsanalysen vi gjorde med denne uavhengige variabelen. Ved å benytte gjestedøgn ville vi kanskje kunne avdekket en sammenheng mellom aksjekursens svingninger og antall gjestedøgn.

Samtidig vil Hurtigrutens sesongbetonte inntjening kunne forklare noe av dette funnet. Vi har sett at 40 prosent av selskapets inntjening kommer i månedene juni, juli og august. Dette kan være enda en faktor som indikerer at markedet er klar over sesongvariasjonene og at dette dermed ikke gir utslag i aksjekursen.

5.5 Likheter mellom regresjonsanalysen og risikostyringen i Hurtigruten ASA

Vi har i denne oppgaven sett at risikostyring i Hurtigruten er et stort område som utøves på en rekke nivå og med stort omfang. I regresjonsanalysen har vi sett at nullhypotesene til alle de uavhengige variablene kan beholdes, foruten OSEBX og NOK/EUR. Vi har sett at Hurtigruten driver med omfattende sikring innenfor de identifiserte risikofaktorene noe som reduserer risikoeksponeringen. Dersom vi ser på den uavhengige variabelen NOK/USD og ser på resultatet i regresjonsanalysen for så å knytte dette opp mot sikringsarbeidet som blir utøvd, kan dette tyde på et naturlig resultat. Vi så at drivstoffet kvoteres i dollar og utsetter Hurtigruten for valutarisiko mot dollar. Dersom sikringen mot dollar reduserer eksponeringen vil en naturlig virkning av dette bety at endringer i dollarkursen vi ha mindre innvirkning på aksjekursutviklingen. Dette er igjen en indikasjon på at sikringsstrategiene ser ut til å ha ønsket effekt gjennom den naturlige sikringen ved både inntekter og kostnader i USD.

Om vi derimot ser på funnene som ble gjort mot euro, er resultatet noe annet. Vi fant en beta på over 2. Eurokursens utvikling ser ut til å ha innvirkning på aksjekursutviklingen til Hurtigruten. Vi har sett i resultat- og analysekapitlet at Tyskland representerer et av de største markedene. Selv om det blir gjennomført sikring mot euro, virker det til at aksjekursen påvirkes av utviklingen i eurosonen. Vi ser det ikke unaturlig at dette kan være et korrekt bilde om vi legger til grunn at Tyskland er et viktig marked og av den grunn er en viktig inntektsdriver for selskapet.

Nullhypotesen mot bunkers ble ikke forkastet i vår analyse. Dersom vi ser dette opp mot det omfattende sikringsarbeidet av drivstoff, der vi har sett at 45 prosent for 2013 og 12 prosent av bunkersforbruket for første og andre kvartal for 2014 er sikret, så kan dette tyde på at sikringen har redusert risikoen for selskapet. Dette er ingen absolutt slutning, men kun basert på det vi har funnet gjennom analyse av risikostyringsarbeidet i selskapet.

Vi har sett at renterisikoen blir håndtert med rentebytteavtaler på 58 prosent av langsiktig gjeld i forbindelse med den nevnte refinansieringen selskapet gjorde mars 2012.

Regresjonsanalysen viser at vi ikke kan forkaste nullhypotesen. Om dette skyldes Hurtigrutens sikring mot renterisiko er vanskelig å vurdere ut ifra denne relativt enkle analysen.

Vi har nå kommentert likheter mellom funnene gjort i regresjonsanalysen og det vi har sett i risikostyringsarbeidet til Hurtigruten. Vi har ikke grunnlag for å si for sikkert at de nevnte sammenhengene mellom regresjonen og risikostyringen reflekterer sannheten. Vi mener de sammenhenger og forklaringer som er gjort ovenfor på bakgrunn av vårt datamateriale og funn, virker rimelige og det kan se ut som risikostyringsarbeidet har konsekvenser utover selve risikobildet til en virksomhet.

6.0 Konklusjon

I denne oppgaven har det overordnede temaet vært finansiell risiko i Hurtigruten ASA. Vi har sett nærmere på hvilke finansielle risikofaktorer som er sett på som de viktigste for selskapets risikoeksponering. På bakgrunn av dette utarbeidet vi følgende hovedproblemstilling:

I hvilken grad er Hurtigruten ASA eksponert for finansielle risikofaktorer, og hvordan blir disse eventuelt håndtert?

For å kunne besvare vår hovedproblemstilling på en best mulig måte valgte vi å formulere følgende underproblemstillinger:

- 1) Hvilke finansielle risikofaktorer anser selskapet som de mest kritiske for sin risikoeksponering?*
- 2) Hvordan håndteres de finansielle risikofaktorene?*
- 3) Hvorfor velger Hurtigruten å sikre, eller ikke sikre, de identifiserte risikofaktorene?*
- 4) Er det en sammenheng mellom Hurtigrutens tilnærming til risikostyring og COSO-rammeverket?*
- 5) Vi ønsker å utføre en analyse av ulike variablers påvirkning på selskapets aksjekurs, for å forklare hvordan disse eventuelt påvirker aksjekursens svingninger. De uavhengige variablene vi har valgt å ta med i denne analysen er hovedindeksen på Oslo Børs, rentenivå, de mest aktuelle valutakursene for Hurtigruten, drivstoffpriser og passasjertall.*

I denne oppgaven har vi benyttet både kvantitativ og kvalitativ metode for å prøve å belyse de problemstillingene vi valgte for denne oppgaven. Vi har undersøkt årsrapporter og foretatt intervju samt gjennomført en regresjonsanalyse for å avdekke ulike variablers påvirkning på Hurtigrutens aksjekurs.

Funnene vi har gjort viser at Hurtigruten anser marked-, kreditt- og likviditetsrisiko som de mest kritiske risikofaktorene. Under markedsrisiko definerer selskapet valuta- og prisrisiko samt kontantstrøm og virkelig verdi renterisiko.

Hurtigruten driver med et omfattende sikringsarbeid for å redusere sin risikoeksponering. Finansiell sikring utøves i omfattende omfang og vi ser at selskapet har klare strategier for

hvordan de skal benytte ulike finansielle sikringsinstrumenter for å håndtere de finansielle risikoene.

Hurtigruten benytter terminforretninger og opsjoner for å håndtere valutarisiko. Vi har sett at selskapet sikrer 60 – 80 prosent av forventet kontantstrøm i euro. I forhold til GBP og USD så har vi ikke klart å tallfeste sikringsstrategien. Med utgangspunkt i at Hurtigruten definerer valutaene EUR, GBP og USD som avgjørende for sin valutaeksponering er det nærliggende å tro at de også for GBP og USD sikrer betydelige beløp.

For å håndtere prisrisiko benytter Hurtigruten ulike håndteringsformer. Sikringsstrategien er her å sikre opp til 80 prosent av forventet bunkersforbruk. I tillegg til bruken av sikringsinstrumenter har selskapet en ”stop-loss”-strategi for usikret beløp. I hovedsak er terminforretninger anvendt for å redusere risikoen som oppstår ved et høyt drivstofforbruk.

Kontantstrøm og virkelig verdi renterisiko håndteres med flytende-til-fast rentebytteavtaler. I forhold til selskapets kortsiktige og langsikte lån opereres det med en strategi på å sikre 40 - 60 prosent av konsernets totale gjeld og her er rentebytteavtaler sikringsinstrumentet som benyttes.

Når det gjelder kredittrisiko opplever vi at dette er den finansielle risikofaktoren de er minst eksponert for. For å håndtere den relativt lave eksponeringen så ser vi at det benyttes interne og eksterne kredittvurderinger. Utover dette er det liten grunn til å tro at selskapet håndterer risikoen da de selv presiserer at det ikke forligger noe vesentlig eksponering.

Likviditetsrisiko håndteres ved å ha en kontinuerlig oppdatert oversikt over forfallsstrukturen knyttet til selskapets finansielle forpliktelser. Selskapet opererer med konsernkontoordning som skal sikre fri likviditet for morsselskapet. Slik vi ser det håndteres likviditetsrisikoen i stor grad med å ha et oversiktlig bilde av når forfall foreligger, samt hva som kreves av selskapet i henhold til lånebetingelsene.

Vi opplever at selskapet sikrer seg for å kunne ha en nødvendig forutsigbarhet i driften. Vi har sett at de klare sikringsstrategiene blir fulgt opp og evaluert. Vi mener det er grunn til å tro at selskapets dårlige økonomiske stilling er helt avgjørende for den omfattende sikringen som

blir gjort. Dårlige resultater over tid har medført et sterkt behov for å implementere et godt risikostyringsarbeid, dette for å klare å snu den negative trenden.

Vi har også sett hvordan Hurtigrutens risikostyringsarbeid kan sees opp mot COSO-rammeverket.

Vi har sett at to av våre totalt syv uavhengige variabler ser ut til å ha en innvirkning på Hurtigrutens aksjekurs. Betaverdien ble i vår oppgave tildelt rollen som variabelen som skulle forklare eventuelle sammenhenger mellom aksjekursen og de valgte uavhengige variablene. Vi fant at aksjekursen ble påvirket av Oslo Børs' hovedindeks, OSEBX. Dette ble ved bruk av signifikanstesting bekreftet på 95 prosent nivå. Den andre variabelen som så ut til å ha en innvirkning på aksjekursen var valutakursen mot euro. Alle de andre uavhengige variablene så ikke ut fra vår test ut til å ha innvirkning på aksjekursens utvikling.

Vi har sett at Hurtigruten har et omfattende risikostyringsarbeid mot de identifiserte risikofaktorene og at dette muligens kan være en del av forklaringen av at ingen av de andre variablene så ut til å ha innvirkning på aksjekursen. Selv om vi kun benytter beta som mål i denne analysen mener vi det er grunn til å tro at analysen i en viss grad gir et bilde på hva som påvirker aksjekursen og at risikostyringsarbeidet kan ha en effekt på hvilke variabler som har innvirkning og ikke.

For å oppsummere denne konklusjonen vil vi besvare hovedproblemstillingen vår:

I hvilken grad er Hurtigruten ASA eksponert for finansielle risikofaktorer, og hvordan blir disse eventuelt håndtert?

Med utgangspunkt i våre analyser vil vi si at Hurtigruten i stor grad er eksponert for finansiell risiko, dette på bakgrunn av hva vi har avdekket i resultat- og analysekapitlet. Alle de identifiserte risikofaktorene gir selskapet en vesentlig grad av eksponering, foruten kredittrisiko som ikke ser ut til å være en veldig sentral risikofaktor. Igjen vil vi påpeke at vi gjennom hele analysen har sett at de overordnede strategiene blir fulgt opp og videre håndtert og at den økonomiske situasjonen i stor grad har en innvirkning på risikostyringsarbeidet i Hurtigruten ASA.

Litteraturliste

Aas, L.-E. (2006), *Hvorfor strategisk økonomistyring?* MAGMA, [Internett]

Hentet fra: <http://www.magma.no/hvorfor-strategisk-risikostyring>

[Lastet ned: 2.3.2013]

Alexander, C. (2003), *The Present and Future of Financial Risk Management*, [Internett]

Hentet fra:

<http://pages.nes.ru/agoriaev/Papers/Alexander%20Present%20and%20Future%20of%20Fin%20Risk%20Mgt%2003.pdf>

[Lastet ned: 16.2.2013]

Bank of International Settlements, Alan Greenspan (1999), *Mr. Greenspan discusses financial derivatives and the risks they entail* [Internett]

Hentet fra: <http://www.bis.org/review/r990324a.pdf?frames=0>

[Lastet ned: 21.4.2013]

Bank of International Settlements (2010), *Swap*, [Internett]

Hentet fra: <http://www.bis.org/publ/rpfx10.pdf>

[Lastet ned 15.2.2013]

Berger, H.-C. (2004), *Vil Sarbanes-Oxley øke tilliten til selskapenes rapportering?*, MAGMA [Internett]

Hentet fra: <http://www.magma.no/vil-sarbanes-oxley-oeke-tilliten-til-selskapenes-rapportering>

[Lastet ned 15.3.2013]

Brealey, R.A, Myers, S.C & Allen, F. (2011), *Principles of Corporate Finance*, Tenth edition, McGraw-Hill Irwin

Brooks, C (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, second edition. Cambridge University Press

Børsum, Ø.G. & Ødegaard, B.A. (2005) *Valutaeksponering i norske selskaper*, [Internett]

Hentet fra:

http://www.idunn.no/ts/pof/2005/01/valutasikring_i_norske_selskaper?highlight=risikostyring#highlight

[Lastet ned 4.3.2013]

COSO – The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004/2004), *Helhetlig risikostyring – et integrert rammeverk*

DNB (2013), *Bankgaranti*, [Internett]

Hentet fra: <https://www.dnb.no/bedrift/forsikring/kredittforsikring.html>

[Lastet ned: 16.3.2013]

Finansdepartementet. (2011), *Bedre rustet mot finanskriser*. NOU 2011:1, Oslo, [Internett]

Hentet fra: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-1/9/4/4.html?id=631225>

[Lastet ned: 16.3.2013]

Frestad & Beisland (2010), *IFRS og risikostyring: Kan regnskapsstandarder påvirke selskapers sikringsstrategier?*, MAGMA, [Internett]

Hentet fra: <http://www.magma.no/ifrs-og-risikostyring-kan-regnskapsstandarder-paavirke-selskapers-sikringsstrategier>

[Lastet ned: 18.4.2013]

Herland, J., (11.3.2010), E24, *Ber EU vurdere forbud mot handel med derivater*

Hentet fra: <http://e24.no/utenriks/ber-eu-vurdere-forbud-mot-handel-med-derivater/3560381>

[Lastet ned: 8.3.2013]

Hull, J. C. (2010). *Risk Management and Financial Institutions*, Second Edition, Pearson

Hurtigrutemuseet, *Historie*, [Internett]

Hentet fra: <http://www.hurtigrutemuseet.no/nb/historien>

[Lastet ned: 17.5.2013]

Hurtigruten 1, *Historie*, [Internett]

Hentet fra: <http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/>

[Lastet ned: 17.5.2013]

Hurtigruten 2 (2010), Årsrapport 2010, [Internett]

Hentet fra: http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR_IR/2010/HRG_2010-nor.pdf

[Lastet ned: 30.1.2013]

Hurtigruten 3 (2011), Årsrapport 2011, [Internett]

Henter fra:

http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR_IR/2011/%C3%85rsrapport/HRG_nor_2011_iPDF.pdf

[Lastet ned: 30.1.2013]

Hurtigruten 4 (2012), Årsrapport 2012, [Internett]

Hentet fra:

<http://www.hurtigruten.no/Utils/IR-/Rapportering/Rapportering/arsrapporter/no/arsrapport-2012/>

[Lastet ned: 30.1.2013]

Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P.A. (2011) *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*, 3.utgave. Oslo, Abstrakt forlag.

Kallmann, J.W & Maric, R.V (2004), *A Refined Risk Management Paradigm*, [Internett]

Hentet fra: <http://www.palgrave-journals.com/rm/journal/v6/n3/pdf/8240190a.pdf>

[Lastet ned: 11.4.2013]

Korsvold, P.E. og Høidal, G.B. (2012) *Finansiell risikostyring*.

1.utgave, 1. forlag 2012, Cappelen Damm AS

Midtbø, T (2007), *Regresjonsanalyse for samfunnsvitere*. Universitetsforlaget

Norges Bank, *Kreditrisiko*, [Internett]

Hentet fra: <http://www.norges-bank.no/no/ord-og-uttrykk/>

[Lastet ned: 25.2.2013]

NRK, 5.7.2011, *Hurtigruten kommer i Guinness rekordbok*, [Internett]

Hentet fra: <http://www.nrk.no/nordland/hurtigruten-blir-guinness-rekord-1.7702324>

[Lastet ned: 17.5.2013]

Oslo Børs, *Derivater*, [Internett]

Hentet fra: [Derivater - alt du trenger å vite om opsjoner, forwards & futures](#)

[Lastet ned 1.3.2013]

Oslo Børs, *Hurtigruten*, [Internett]

Hentet fra: http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=HRG

[Lastet ned 20.4.2013]

Reve, T (2007), *Globaliseringen og næringslivet*, [Internett]

Hentet fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/kampanjer/refleks/innspill/oekonomi/reve.html?id=493258>

[Lastet ned: 29.4.2013]

Robson, C (2011), *Real World Research*, third edition. John Wiley and Sons.

Rystad, K.-M., Westgaard, S. & Vestrum G. (1998), *Styring av markedsrisiko i finansielle organisasjoner*, MAGMA [Internett]

Hentet fra: <http://www.magma.no/styring-av-markedsrisiko-i-finansielle-organisasjoner>

[Lastet ned 20.2.2013]

Sparebankforeningen (2010), *Rentenetto*, [Internett]

Hentet fra: <http://www.sparebankforeningen.no/id/17425.0>

[Lastet ned: 29.4.2013]

Store norske leksikon (2013), *Globalisering*, [Internett]

Hentet fra: <http://snl.no/globalisering>

[Lastet ned: 15.2.2013]

Store norske leksikon (2013), *Swap*, [Internett]

Hentet fra: <http://snl.no/swap>

[Lastet ned 5.3.2013]

Stulz, R.M. (1996), *Rethinking risk management*, [Internett]

Hentet fra:

http://scholar.google.no/scholar_url?url=hl=no&q=http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download%3Fdoi%3D10.1.1.200.9948%26rep%3Drep1%26type%3Dpdf&sa=X&scisig=AAGBfm3q-TiupeniJi9Fdlx_sefJ49JguA&oi=scholar&ei=Z2GbUfOJGYfWtAb_sIG4Dg&sqi=2&ved=0CCgQgAMoADAA

[Lastet ned: 10.05.2013]

Vedlegg 1: E-post invitasjon

Hei!

Vi er to studenter ved Handelshøgskolen i Bodø som har valgt risikostyring i Hurtigruten ASA som case til vår bacheloroppgave. I den forbindelse hadde det vært ønskelig å få intervjuet en i deres organisasjon med kjennskap til temaet.

Intervjuet vil omfatte risikoeksponering og -håndtering i Hurtigruten ASA. Et eventuelt intervju kan bli utført enten via oppmøte, mail, telefon, ect.

Datamaterialet danner grunnlag for vår bacheloroppgave i økonomi og ledelse. Oppgaven kan bli unntatt offentligheten dersom dere ønsker dette. Som takk for at dere stiller opp kan dere få tilsendt oppgaven når denne er ferdig.

Spørsmål kan rettes til undertegnede på e-post:
nilsen.k@outlook.com

Med vennlig hilsen og på forhånd takk

Kristian Nilsen og Ole Kristian Koa Edvardsen
Bachelorstudenter ved
Handelshøgskolen i Bodø

Vedlegg 2: Intervjuguide

Generelt

Er Hurtigruten sin risikoprofil, herunder risikotoleranse – og appetitt, uttrykt av styret i virksomheten?

Er risikostyring et område som prioriteres, eventuelt hvordan?

Av årsrapport 2012, leser vi at dere har som ”(...) mål å integrere systematisk risikostyring i selskapets forretningsprosesser”. Hvordan jobber dere mot å nå dette målet?

Har Hurtigruten egne ansatte som i hovedsak jobber med risikostyring?

Hvilke risikofaktorer anser Hurtigruten som de viktigste?

Er Hurtigruten som selskap aktive i styringen av de risikofaktorene som er identifisert?

Hvordan blir de ulike risikofaktorene håndtert?

Er kvantifisering av risiko en viktig del av risikostyringsarbeidet?

Har Hurtigruten innført bestemte rammeverk i risikostyringsarbeidet, eksempelvis COSO?

Er bruken av derivater i sikringsøyemed sentral for virksomheten?

Markedsrisiko

Hvordan forholder Hurtigruten seg til markedsrisiko?

Har selskapet et kortsiktig og/eller langsiktig perspektiv på denne type risiko?

Valutarisiko

Hvordan tar dere hensyn til endringer valutakurser?

Hvordan beslutter dere å benytte derivater for å styre denne risikoen?

Er deres virksomhet eksponert for transaksjonsrisiko?

Renterisiko

Blir renterisiko ansett som en vesentlig del av virksomhetens risikoeksponering?

Er fremtidige renteprognoser sentrale i risikostyringsarbeidet?

Prisrisiko

Av Hurtigruten sine årsrapporter, ser vi at prisrisiko knyttet til bunkers er sentral i virksomhetens risikostyring. Er prisrisiko noe som har større fokus enn andre risikoer virksomheten er eksponert for?

Kredittrisiko/Likviditetsrisiko

Opplever gjennom lesing av Hurtigrutens årsrapporter, at kreditt- og likviditetsrisiko ikke er de risikokategoriene dere har størst fokus på. Hvordan blir disse risikokategoriene håndtert og evaluert?

Veien videre

Hvordan har de siste års økonomiske kriser preget Hurtigruten?

Hvilke tiltak, sett bort i fra virksomhetens risikostyring, er/bli iverksatt for å bedre virksomhetens økonomi? (eksempelvis flytting av hovedkontor til Tromsø)

Hvordan ser ledelsen i Hurtigruten på veien videre?

Olje/bunkerspriser: I styrets årsberetning (s.13) står det at drivstoffkostnadene kvoteres i amerikanske dollar, men i konsernregnskapet, Note 4 s.46, står det at bunkersprisene handles internasjonalt i amerikanske dollar, mens den for konsernets del kjøpes med basis i norske kroner.

- Hva menes med dette?

Passasjertall: Vi ser at dere bruker ”gjestedøgn” for å fortelle hvor mange som reiser med Hurtigrute, men SSB opererer med mye lavere tall kalt ”passasjertall”.

- Kan du utdype hva dere mener med gjestedøgn?
- Hvor ofte rapporterer dere passasjertallene til SSB?
- Har dere egne tall på dette?

Subsidier: Ser dere noen risiko ved evt. Bortfall av subsidiene etter endt kontraktperiode?

- Tap i en anbudskonkurranse etc.
- Har dere en strategi på hvordan dere skal håndtere dette?

Vedlegg 3: Transkribert intervju

Transkribert av intervju med CFO i Hurtigruten ASA, Asta Lassesen

Asta: Hei, det er Asta

Kristian: God dag det er Kristian Nilsen her. Jeg sitter sammen med Ole Kristian det er han jeg skal skrive oppgaven med. Du er på høytaler så jeg håper det går greit?

Asta: Ja det går kjempefint

Kristian: Er det greit at vi tar opp intervjuet?

Asta: JA

Kristian: Har du fått sett litt på intervjuguiden vi sendte deg?

Asta: Ja jeg har raskt sett igjennom den. Tenker du at jeg bare går igjennom den?

Kristian: Ja vi bruker den som et utgangspunkt, så stiller vi noen fordypningsspørsmål hvis det er noe vi synes er uklart eller ønsker mer forklart.

Asta: Vil du at jeg bare skal starte, så kan dere bare avbryte meg og stille spørsmål underveis?

Kristian: Ja det hørtes veldig fint ut det.

Asta: Risikoprofilen til Hurtigruten er ”eiet” av CEO med ansvaret delegert ned til CFO og finansavdeligen som løpende oppfølging og rapportering.

Det er styret i Hurtigruten ASA som helt klart setter nivået for hvordan risiko vi ønsker å ta og hvor mye risiko vi er villige til å ta. Det går veldig mye på den finansielle risikoen vi som henger sammen med den finansielle situasjonen til selskapet. Risikostyring er helt klart ett område som prioriteres hos oss, det prioriteres mer og mer. Vi har hatt en del situasjoner de siste årene som har vært vanskelig for oss å håndtere. Sist det som skjedde i slutten av året hvor vi måtte ta et stort tap på charterkontrakten i Australia. Nettopp den type hendelser har

vist oss behovet for å sette risikostyringen enda høyere opp på agendaen. Så vi tidligere kan agere i forhold til denne type situasjoner som vi har vært i. Vi har et relativt omfattende risikodokument som er godkjent av styret, i tillegg har vi trukket ut de 8 største risikoene til selskapet som ligger nærmest i tid, som vi rapporterer aktivt på hvert kvartal til styret.

Kristian: Hvilke risikoer er det?

Asta: Hvilke konkrete risikoer det er?

Kristian: Ja de 8 risikoene.

Asta: Jeg tror ikke vi skal gå inn på den diskusjonen da det kan bli litt for detaljert informasjon, men de er trukket ut fra både operasjonelle - og finansielle risikoene.

Kristian: Ja vi får nok holde oss unna litt for sensitive områder.

Asta: Ja det blir fort litt for mye, men de er trukket ut fra det store dokumentet de vi mener ligger nærmest i tid. Som har ledelsen sin fulle prioritet, de blir brukt til hva selskapet skal fokusere på det nærmeste året. Det er en veldig fin avklaring og ha inn mot styret.

Kristian: Av årsrapporten 2012, leser vi at dere har som "(...) mål å integrere systematisk risikostyring i selskapets forretningsprosesser". Hvordan jobber dere mot dette målet?

Asta: Gjennom det å sette risikostyringen på agendaen, slik vi har gjort i løpet av det siste året. Det siste halvannet år har vi blitt mye mer aktiv med å ta grep rundt risikostyringen, der det ikke bare rapporteres til styret men også er en viktig del av rapporteringen til ledelsen i selskapet. Vi prøver å innarbeide risiko som en sentral del av vesentlige prosesser. Det betyr at vi ønsker å få inn en risikotankegang hos ledelsen i forhold til f. eks vi ønsker å gjøre en investering, hva er risikoen. Igjen å få dem til å klare å se koblingen inn mot de ulike typer risiko vi har. Finansiell risiko er noe som ligger langt unna de som sitter på salg men det å klare få den tette koblingen mellom de viktigste forretningsprosessene vi har og risikoene i de ulike prosessene, det har vi jobbet ganske mye med det siste året og vi ser at også folk utenfor finans tar ett større eierskap til dette med risiko.

Kristian: Har hurtigruten egne ansatte som i hovedsak jobber med risikostyring?

Asta: Vi har en internrevisjonsavdeling som har jobbet med å kartlegge organisasjonen, de har da laget ett virkelighetsbilde av hvordan vi håndterer risikostyringen i dag, også har internrevisjonen nå skilt lag i forhold til risikostyringen, pga det er deres oppgave å revidere, ikke å utøve risikostyringen. Så nå er det primært jeg og hun som er finanssjef som har med risikostyringen å gjøre. I tett samarbeid med de øvrige selvfølgelig.

Kristian: Hvilke risikofaktorer anser Hurtigruten som de viktigste?

Asta: På generelt grunnlag uten å gå for detaljert inn på disse, er markedssituasjonen både i form av økt konkurranse og de makroøkonomiske forholdene i Europa er noe vi har uttalt i ekstern-presentasjonen som påvirker oss i aller høyeste grad.

Kristian: Senest i helgen kom det en artikkel der SSB fortalte om nedgang i turister fra Tyskland, er det noe dere har merket?

Asta: Ja vi merket det i 2012 da vi hadde en liten nedgang i den tyske turismen, men parallelt med det klarte vi å øke markedet i UK med 40 prosent gjennom den satsningen på nordlysturismen. Slik at vi klarte å demme delvis opp for den nedgangen vi opplevde fra Tyskland. Dette her er klart en viktig del av risikostyringen, at vi på et tidlig tidspunkt skal klare å se at vi har utfordringer i Tyskland, så dermed må begynne å peile oss inn på nye markeder fordi den jobben der tar lang tid, det er ikke snakk om en – to måneder, mer ett – to år. De risikofaktorene der er selvfølgelig veldig viktige for oss og andre cruisereederier, i tillegg har vi jo hatt en anstrengt økonomisk situasjon og vi hadde også to store tap i 2012 der det ene gikk på tilleggsavtalen med staten som EFTA domstolen sa var ulovlig statstøtte som vi måtte tilbakeføre nesten 140 millioner og den andre var tapet på charterkontrakten i Australia. Den finansielle situasjonen og blant annet likviditetsstyring og covenants som vi er avhengig av å oppfylle i forhold til bankene våre er også en risikofaktor som det alltid er når ett selskap har økonomiske utfordringer. Dette er noe vi følger tett som er på agendaen. Vi står ovenfor en del risikoer som vi har definert som blant annet terror risiko, men klart det er mer ett generelt bilde som gjelder for alle som ligger der, som vi må ta stilling til og overvåke den, men den er ikke en del av den daglige prioriteringen til selskapet.

Kristian: Er Hurtigruten som selskap aktive i styringen av de risikofaktorene som er identifisert?

Asta: Når vi identifiserer risikoene så forsøker vi å iverksette tiltak for å redusere dem, konsekvensen kan vi ofte ikke påvirke, men å ta ned sannsynligheten jobber vi aktivt med.

Kristian: Hvordan blir de ulike risikofaktorene håndtert?

Asta: Det er veldig forskjellig uti fra hvordan type risiko det gjelder. De makroøkonomiske risikoene er vanskelig for oss å påvirke. Det er vanskelig for oss å påvirke den økonomiske situasjonen i Europa, men klart i det tilfellet så må vi bli interessert i nye markeder. Så vi prøver hele tiden å bruke det risikodokumentet til å være i forkant nettopp for å unngå å komme i en situasjon der den risikoen inntreffer, så at det ikke bare gjelder sannsynligheten men at det er ett faktum sånn at vi jobber kontinuerlig med ulike tiltak for de ulike risikoene, også ser vi at noen er mer utfordrende å redusere enn andre, men selvfølgelig de som har høy konsekvens og høy sannsynlighet er de som er aktuelle for oss å prioritere.

Sånn som med flåten, det er en også en risiko for oss. Flåten begynner å bli over 20 år. Det er klart vi har en god vedlikeholdsplan, vi har jevnlig kontroll og revisjoner som vi aldri har fått noen påpekninger på, akkurat det er en fysisk handling som gjør at vi tar ned den risikoen vesentlig.

Kristian: Har hurtigruten innført bestemte rammeverk i risikostyringsarbeidet, eksempelvis COSO?

Asta: Vi bruker COSO

Kristian: Er bruken av derivater i sikringsøyemed sentral for virksomheten?

Asta: Ja, vi er både eksponert gjennom at vi har inntekter i utenlandsk valuta også føres regnskapet i norske kroner. I tillegg er vi relativt høyt eksponert på lånesiden, der vi har ca 3mrd i langsiktig gjeld, så med store svingninger på rentesiden, som vi er eksponert for, der har vi valgt å sikre en relativt stor del av den langsiktige gjelden.

Vi konsumerer ca 80 millioner liter drivstoff i året. Og vi ligger på en bunkerskostand på ca 420 – 440 millioner kroner, så der er vi ekstremt eksponert, så ja det er veldig sentralt.

Ole Kristian: I forlengelsen av det, er det naturlig for dere å kvantifisere risikoen, eksempelvis Value at Risk eller andre statistiske mål?

Asta: Vi har ikke kommet dit, men vi på god vei. Det vi har fokus på er å knytte den risikoen opp særlig mot covenants risikoene våres, der eksponeringen mot egenkapitalen er veldig sentral.

Ole Kristian: Så det er ikke noe dere aktivt bruker i dag?

Asta: Nei.

Kristian: Hvordan forholder Hurtigruten seg til markedsrisiko?

Asta: Det litt det vi var inne på, at markedsrisikoen består av flere elementer som blant annet prisrisiko som påvirker vår markedsrisiko. Denne risikoen har vi satt ganske høyt. Vi har tidligere hatt Tyskland som det desidert største markedet og UK har vært lite og Norge og Norden har vært litt bak Tyskland. Der har vi sett en endring i markedssammensetningen. Vi ser at Tyskland har kommet litt bakpå, vi ser at UK har kommet bedre frem, også ser vi også at vi har fått ett bedre tak i Asia.

Kristian: Er det på grunn av strategiske beslutninger dere har tatt? Eller skyldes det tilfeldigheter?

Asta: Nei vi har jobbet i mange år med å klare å selge oss inn på det kinesiske markedet, vi begynte å se ganske store effekter av det, så innførte kinesiske myndigheter sanksjoner mot de agentene som solgte Norge og da var vi nesten 5 år tilbake i tid i Kina. Så markedsrisikoen vår er preget av veldig mange ulike typer faktorer, men samtidig er den måten vi prøver å agere på er å brande oss litt annerledes enn de øvrige cruiseoperatørene. Det henger nært sammen med prisen, da vi tar en litt høyere pris og da må vi også levere ett produkt som skiller seg litt fra hva de øvrige cruiseoperatørene leverer. Per dags dato har vi delvis klart å

lykkes med det, men vi må bli ennå bedre med å klare å få ut hva som er vårt produkt og hva er det som distanserer oss fra de øvrige.

Hvis vi går 3 – 4 år tilbake i tid så hadde vi langt ifra et slikt aktivt forhold til det produktet vi leverer og hvordan vi ønsket å profilere oss og hvordan vi ønsket å fremstå i markedet. Også der er det et resultat av at vi har jobbet målrettet mot at vi differensierer oss i markedet.

Kristian: Så det innebærer at selskapet har et langsiktig perspektiv på denne risikoen.

Asta: Ja, men vi har også ett kortsiktig perspektiv fordi den type reiser blir booket i lang tid i forveien. Så har vi også den del som går på litt kortere turer eksempelvis Tromsø – Kirkenes – Tromsø det såkalte weekendsegmentet, og der er vi mer kortsiktige. Men det er klart at den største andelen vår kommer litt lengre frem og har en lang booking horisont. Så det vi gjør er at vi ser litt langt frem for å se hvordan strategi og hvordan vi skal møte markedet i 2015 som vi har startet å diskutere nå, men på kort sikt så ser vi på hvor er det vi trenger å fylle opp og hvordan skal vi gjøre det. Litt todelt den strategien der.

Kristian: Når dere lanserer små turer, gjerne Bodø – Tromsø, er det den kortsiktige strategien da?

Asta: Ja det er kortsiktig, samt det å serve det lokaltransportmarkedet. Vi har en avtale med staten som går på den lokaltransportbiten som ikke er knyttet til den kommersielle biten, vi er også pliktige til å serve det markedet på en god måte. Vi ønsker å fortelle de som bor langs kysten at de kan reise med oss, at vi alltid ha plass til dem, det er dette vi er pliktige til å levere til dem i henhold til statsavtalen.

Kristian: Hvordan tar dere hensyn til endringer i valutakurser.

Asta: Når vi budsjetterer så budsjetterer vi uti fra en forventning på blant annet valutakursen. Den lar vi styre i relativt stor grad når vi går til ny foretning og opsjoner. Så klart det har vi regnet på, den kursen tåler vi. Så vi har innsett at vi aldri klarer å slå markedet men det er heller ikke det vi skal drive med så jevnt over minimere den risikoen og lukke den inn. Så vi gjør sikringer på opptil 80 prosent av euro eksponeringen vår, og prøver å lukke inn i størst mulig grad til en kurs som er bedre enn budsjettkurs, også har vi alltid laget

litt fleksibilitet og inngår litt andre typer foretninger hvor det har blitt brukt en del opsjoner de siste årene. Slik sett har (...) fått opp kursen på sikringen, viktig i forhold til å bruke rene terminer. Men i forhold til valutakurser så sitter vi å ser inn i de samme grafene som alle andre aktører, og det med siste års prognoser er det stort sett ingen av dem som har holdt mål ... så vi må hele tiden forholde oss til det vi har i budsjettet og det vi vet at med realisering av en kurs på x antall kroner klarer vi å komme i mål med de finansielle målene våre.

Ole Kristian: Er deres virksomhet eksponert for transaksjonsrisiko?

Asta: Nei, ingenting.

Kristian: Blir renterisiko ansett som en vesentlig del av virksomhetens risikoeksponering?

Asta: Ja den er en vesentlig del, vi har alltid hatt et aktivt forhold til sikringsstrategiene i selskapet. Så selv om den generelle risikostyringen har kommet mer på agendaen i løpet av det siste året så har vi alltid hatt et veldig aktivt forhold til det. Styret i selskapet godkjenner årlig de sikringsstrategiene vi gjør. Så ca 60prosent av renterisikoen er sikret. Så den er redusert fra tidligere.

Kristian: Er fremtidige renteprognoser sentrale i risikostyringsarbeidet?

Asta: Ja, det er en kombinasjon av fremtidige renteprognoser og så ser vi på historiske tall i forhold til hvor vi ligger i dag sammenlignet med de siste 10 årene. For å vurdere de nivåene vi befinner oss på.

Kristian: Av hurtigruten sine årsrapporter, ser vi at prisisiko knyttet til bunkers er sentral, er prisisiko noe som har større fokus enn andre risikoer?

Asta: Nei, som tidligere sagt er det de tre: Rente-, Valuta- og Bunkersrisikoene som vi jobber aktivt med. Bunkersen er kanskje den mest forutsigbare, gjennom den statsavtalen vet vi at vi skal gå hver dag, samme ruten de neste 8 årene. Så vi vet at vi har et bunkersforbruk som vi må sikre. Men sånn som med euroen er vi litt mer forsiktige med å sikre da vi kan oppleve

forflytninger i markedene. Slik at vi ikke oversikrer euroen. Så vi faktisk får inn de kontantstrømmene vi allerede har sikret.

Ole Kristian: Opplever gjennom lesing av hurtigrutens årsrapporter at kreditt- og likviditetsrisiko ikke er de risikokategoriene dere har størst fokus på.

Asta: Vi har et veldig aktivt forhold til likviditetsrisiko, og det skal komme frem av årsrapporten for 2012. Det er som sagt når vi har levert dårlige resultater over lengre tid, så er det ikke til å skyve under en stol at vi har måttet (...) til obligasjonseierne på covenantsen knyttet til de økonomiske resultatene. Så vi er tett på for å si det slik.

Ole Kristian: Hvordan har de siste års økonomiske resultater preget Hurtigruten?

Asta: Det preger selskapet på veldig mange måter. Det første er vi aldri kommer oss i en normal driftsfase. På grunn av svake økonomiske resultater har vi vært tvunget til å gjennomføre veldig mange nødvendige prosesser, som tar fokuset fra den normale underliggende driften slik at vi har vært i en slags unntakstilstand de siste årene. Når man går igjennom mange store prosesser og den type restruktureringen vi har hatt så får man fort en organisasjon som blir sliten. Vi gjennomfører mange tiltak så ser vi at uansett hvor mye vi har kuttet og hvor mye vi har restrukturert, så får vi fortsatt ikke klart å få den effekten vi ønsket oss på bunnlinjen. Men det er ikke knyttet direkte til de prosessene og det er det som er litt synd, for hvis vi begynner å se på den normaliserte EBITDA og hva vi har generert i den underliggende driften så ser vi at vi har forbedret oss hvert år. Men så har vi veldig mange andre typer, vi har engangsposter som er knyttet til andre forhold. Som vi selvfølgelig er pliktige til å bokføre i regnskapet vårt, og som da gjør at vi får et underskudd på 310 millioner i 2012. Akkurat den kommunikasjonen der er veldig vanskelig internt i organisasjonen, fordi vi som sitter nært tallene ser det veldig godt, men den kommunikasjonen internt i selskapet og ut i markedet er krevende. Så klart er de engangseffektene et resultat av handlinger som har vært gjort av selskapet, men noen er klart litt mer uforskyldt enn andre. Blant annet den saken med kontraktsinntekten som domstolen sa var ulovlig. Den er vi helt uforskyldt i, vi fikk en tilleggsavtale som vi forventet at departementet hadde avklart med sine instanser.

Ole Kristian: Ja, det er slike ting som man ikke kan forutse.

Asta: Ja, det er en kombinasjon, men det gjør at vi er i en slags unntakstilstand. Vi har veldig lyst til snart å kunne presentere svarte tall, og på den måten få opp motivasjonen og entusiasmen i organisasjonen.

Ole Kristian: Hvis vi ser frem i tid, hvor lang tid tenker du at det kan gå før dere begynner å levere resultater av positiv karakter?

Asta: Der skal jeg være litt forsiktig med å svare, men vi ser at den prosessen vi er inne i nå, der vi flytter hovedkontoret fra Narvik til Tromsø, vi har redusert bemanningen nok en gang i den nordiske organisasjonen, det er satt opp en helt ny salgs og administrasjon i Norden. På grunn av et resultat av at de nordiske landene ikke har vært så gode som vi ønsket de skulle være. Slike prosesser tar tid og det har vi vært helt klare på både internt i organisasjonen og i markedet, der vi har sagt at vi forventer at denne prosessen skal gi en kostnadsbesparelse på 60 millioner, men vi kommer ikke til å se full effekt av det før vi kommer inn i 2014. Og det har vært et bevist valg fra ledelsen sin side og ikke gå ut å si at dette skal realiseres i løpet av eksempelvis 3 mnd. Fordi dette skal være et langsiktig mål som vi ønsker at organisasjonen skal jobbe mot. Hvis vi da forventer at vi skal se effekter etter 3 mnd, også kommer ikke de effektene, da blir det vanskelig for alle å holde motivasjonen oppe og fokus fremover. Men det vi har sagt om den prosessen er at vi skal ha en kostnadsbesparelse på 60 millioner, men vi har ikke sagt noe om hvor mye vi forventer på topplinjen i form av økte inntekter. Så vi har bevist vært litt konservative i anslagene våre, men at vi kommer til å få en helt ny organisasjon etter at vi er ferdige med flyttingen er helt klart. Så vi kan starte å bygge en kultur, da sitter vi sammen, så vi kan begynne å bygge kulturen som vi har manglet siden fusjonen i 2006.

Kristian: Til slutt så har vi noen små spørsmål. I årsrapporten så står det at drivstoffkostnadene kvoteres i amerikanske dollar, men i notene til konsernregnskapet står det at bunkersprisene handles internasjonalt i amerikanske dollar, men for konsernets del kjøpes med basis i norske kroner. Hva menes med dette?

Asta: Når vi kjøper drivstoff, så kjøper vi det i norske kroner, men det kvoteres i dollar, slik at når vi skal regne på dette, så har vi både ett valutaelement og ett drivstoffelement i bunkersprisene våre.

Kristian: Så dere regner på de internasjonale prisene, men kjøper i norske?

Asta: Ja

Kristian: Vi ser at dere bruker "gjestedøgn" for å fortelle hvor mange som reiser med Hurtigruten, men SSB opererer med mye lavere tall som de kaller "passasjertall". Kan du utdype hva som ligger i ordet "gjestedøgn"?

Asta: Vi kan eksempelvis 100 passasjerer om bord, men kun ha 50 gjestedøgn, dette på grunn av at noen av passasjerene kun er med på eksempelvis en tretimers strekning. Et gjestedøgn betinger at en passasjer faktisk har lugar.

Kristian: Hvor ofte rapporterer dere passasjertall til SSB?

Asta: Det er jeg usikker på, lurer på om det er årlig.

Kristian: Informerer dere markedet med passasjertall regelmessig? Eller er det kun til SSB dere rapporterer?

Asta: Det må jeg sjekke opp om vi kan gi ut antall passasjerer, da jeg tror vi for 2012 ikke har gitt det til departementet eller SSB ennå.

Ole Kristian: Vi skal utføre en regresjon på aksjekursen, der vi skal se på hvilke uavhengige variabler som kan være med å påvirke aksjekursen deres. Vi ønsker å bruke passasjertall i den regresjonen.

Asta: Jeg vil nok tro at det er gjestedøgnene som er drivere bak inntekten vår.

Kristian: Ser dere noen risiko ved evt. bortfall av subsidiene etter endt kontraktsperiode?

Asta: Dere må ikke kalle det en subsidie, fordi det er kjøp. Staten kjøper en tjeneste av oss, det er snakk om en kystruteavtale der staten kjøper en viss kapasitet, slik at lokaltransport av passasjerer og en andel som går på gods som gjelder Tromsø – Kirkenes – Tromsø. Den

avtalen der går ut i 2019, den ligger på rundt 700 millioner i året, så hvis vi gjør en enkel øvelse og ser på resultatet, og trekker ut 700 millioner, så vil jo det umiddelbare svaret være at det vil være vanskelig for oss å drive uten den. Men når det er sagt så reflekterer tallene våre den forpliktelsen vi har ovenfor staten. Gjennom at vi en nødt til å gå innom 34 havner hver dag, ingen fleksibilitet i forhold til ruteplan, og vi er nødt til å drive med 11 skip. I en situasjon der vi ikke hadde hatt statsavtalen ville vi nok ikke drevet med 11 skip og gått innom 34 havner, da ville vi lagt opp en helt annen kommersiell ruteplan med et optimalt antall skip. Men vi er veldig glad for at vi har den avtalen med staten fordi den bidrar til å gjøre produktet vårt unikt. Uten den avtalen hadde vi ikke hatt anledning til å gå innom alle havnene, og turistene synes det er en del av det unike med vårt produkt. For de andre store cruiseoperatørene går kanskje kun innom Tromsø, Trondheim og Bergen. Men hos oss for dem ta del i lokalsamfunnet langs den norske kysten. Det får vi veldig gode tilbakemeldinger på. Så det er litt todelt, vi var med å ga tilbud når avtalen var på anbud, og det er fordi vi ønsker å være en del av den, men det betyr ikke at vi ikke kunne hatt ett alternativ i 2019 hvis avtalen ikke forlenges eller at det kommer noen andre på banen.

Kristian: Hvor mange produktområder opererer dere med?

Asta: Produktområdene våre er definert som: norskekysten, explorerer/MS Fram, Spitsbergen også har vi noe vi kaller øvrige aktiviteter. Øvrig aktiviteter er ett produkt i den forstand at vi rapporterer på det, men det er ikke ett produkt som vi jobber strategisk med. Vi har uttalt at øvrige aktiviteter er noe vi ønsker å holde på ett minimum, vi har sagt at vi ønsker å selge busselskapet og vi har noen aksjer i et IT-selskap som ligger inn under det.

Kristian: Da vil jeg si takk for intervjuet og at du tok deg tiden til å bistå oss, er det noe du har på hjertet du ønsker å si?

Asta: Bare hyggelig, dere for bare ringe tilbake dersom dere har noen oppfølgingsspørsmål når dere setter dere ned å bearbeider informasjonen.

Kristian: Nydelig. Vil du ha tilsendt oppgaven per e-post når den er ferdigskrevet?

Asta: Ja takk, det vil jeg gjerne.

Kristian: Den skal leveres i slutten av mai, så da sender vi den til deg da.

Asta: Takk takk.

Vedlegg 4: Signifikanstabell

	HRG ← OSEBX	HRG ← NIBOR 3mnd	HRG ← NOK/USD	HRG ← NOK/EUR
Standardfeil	0,365671027	0,300382904	0,965733282	1,055126536
t-verdi	2,918240125	-0,630733329	-0,34141406	2,19131054
p-verdi	0,004676572	0,530184654	0,733772697	0,03162078
n-7 (frihetsgrader)	73	73	73	73
k_1 ved 95 % nivå	-1,9944	-1,9944	-1,9944	-1,9944
k_2 ved 95 % nivå	1,9944	1,9944	1,9944	1,9944
forkast på 95 % nivå når $t < k_1$ eller $t > k_2$	Forkast H_0	Behold H_0	Behold H_0	Forkast H_0
k_1 ved 99 % nivå	-2,6479	-2,6479	-2,6479	-2,6479
k_2 ved 99 % nivå	2,6479	2,6479	2,6479	2,6479
forkast på 99 % nivå når $t < k_1$ eller $t > k_2$	Forkast H_0	Behold H_0	Behold H_0	Behold H_0

	HRG ← NOK/GBP	HRG ← BUNKERS	HRG ← Passasjertall
Standardfeil	1,016806751	0,328821296	0,06392822
t-verdi	-0,516344061	0,405500462	-0,911137862
p-verdi	0,607174759	0,686295703	0,365221676
n-7 (frihetsgrader)	73	73	73
k_1 ved 95 % nivå	-1,9944	-1,9944	-1,9944
k_2 ved 95 % nivå	1,9944	1,9944	1,9944
forkast på 95 % nivå når $t < k_1$ eller $t > k_2$	Behold H_0	Behold H_0	Behold H_0
k_1 ved 99 % nivå	-2,6479	-2,6479	-2,6479
k_2 ved 99 % nivå	2,6479	2,6479	2,6479
forkast på 95 % nivå når $t < k_1$ eller $t > k_2$	Behold H_0	Behold H_0	Behold H_0

Vedlegg 5: Datamateriale

Dato	HRG	HRG%	OSEBX	OSEBX %	NIBOR 3mnd	NIBOR 3mnd %
01.02.2006	16,96	0,00	359,46	0,00	2,54	0,00
01.03.2006	17,43	0,02771226	370,25	0,03001725	2,63	0,03543307
01.04.2006	17,07	-0,02065404	399,95	0,08021607	2,81	0,06844106
01.05.2006	17,19	0,00702988	407,02	0,01767721	2,86	0,01779359
01.06.2006	14,23	-0,17219314	383,84	-0,05695052	3,05	0,06643357
01.07.2006	12,57	-0,11665495	382,81	-0,00268341	3,05	0
01.08.2006	12,45	-0,00954654	382,02	-0,00206369	3,12	0,02295082
01.09.2006	11,98	-0,037751	387,45	0,01421392	3,3	0,05769231
01.10.2006	10,72	-0,10517529	370,14	-0,04467673	3,44	0,04242424
01.11.2006	10,91	0,01772388	405,36	0,09515319	3,55	0,03197674
01.12.2006	11,5	0,05407883	411,73	0,01571443	3,7	0,04225352
01.01.2007	13,99	0,21652174	440,36	0,06953586	3,91	0,05675676
01.02.2007	15,06	0,0764832	464,66	0,05518212	4,15	0,06138107
01.03.2007	14,88	-0,01195219	435,32	-0,06314294	4,32	0,04096386
01.04.2007	13,1	-0,11962366	462,86	0,06326381	4,43	0,02546296
01.05.2007	14,11	0,07709924	477,61	0,03186709	4,52	0,02031603
01.06.2007	13,04	-0,07583274	501,38	0,04976864	4,68	0,03539823
01.07.2007	12,57	-0,03604294	510,81	0,01880809	4,85	0,03632479
01.08.2007	12,33	-0,01909308	484,83	-0,0508604	4,98	0,02680412
01.09.2007	11,86	-0,03811841	475,32	-0,01961512	5,23	0,0502008
01.10.2007	9,93	-0,16273187	498,42	0,04859884	5,66	0,08221797
01.11.2007	12,24	0,2326284	507,14	0,01749529	5,69	0,00530035
01.12.2007	9,46	-0,22712418	487,71	-0,03831289	5,86	0,02987698
01.01.2008	11,05	0,16807611	490,81	0,00635624	5,88	0,00341297
01.02.2008	9,91	-0,10316742	403,9	-0,17707463	5,76	-0,02040816
01.03.2008	9,78	-0,01311806	419,39	0,03835108	6,07	0,05381944
01.04.2008	8,51	-0,12985685	419,33	-0,00014306	6,12	0,00823723
01.05.2008	7,94	-0,06698002	463,22	0,10466697	6,41	0,04738562
01.06.2008	7,94	0	497,11	0,07316178	6,36	-0,00780031
01.07.2008	7,45	-0,06171285	455,16	-0,08438776	6,56	0,03144654
01.08.2008	7,32	-0,01744966	412,06	-0,09469198	6,44	-0,01829268
01.09.2008	4,84	-0,33879781	417,26	0,01261952	6,55	0,01708075
01.10.2008	4,22	-0,12809917	308,54	-0,26055697	7,91	0,20763359
01.11.2008	3,03	-0,28199052	253,86	-0,17722175	6,84	-0,13527181
01.12.2008	1,61	-0,46864686	202,76	-0,20129205	6,17	-0,09795322
01.01.2009	2,95	0,83229814	225,48	0,11205366	3,97	-0,35656402
01.02.2009	2,85	-0,03389831	216,85	-0,0382739	3,33	-0,16120907
01.03.2009	2,3	-0,19298246	205,85	-0,05072631	3,1	-0,06906907
01.04.2009	1,94	-0,15652174	227,96	0,10740831	2,99	-0,03548387

Finansiell risikostyring i Hurtigruten ASA

01.05.2009	1,26	-0,35051546	252,63	0,10822074	2,76	-0,07692308
01.06.2009	1,19	-0,05555556	292,62	0,15829474	2,31	-0,16304348
01.07.2009	1,24	0,04201681	288,11	-0,01541248	1,94	-0,16017316
01.08.2009	1,19	-0,04032258	305,53	0,06046302	1,83	-0,05670103
01.09.2009	1,41	0,18487395	297,97	-0,02474389	1,99	0,08743169
01.10.2009	1,54	0,09219858	318,87	0,07014129	1,97	-0,01005025
01.11.2009	2,41	0,56493506	331,99	0,04114529	2,01	0,02030457
01.12.2009	3,85	0,59751037	357,75	0,0775927	2,03	0,00995025
01.01.2010	3,85	0	371,56	0,03860238	2,19	0,07881773
01.02.2010	3,96	0,02857143	363,89	-0,0206427	2,27	0,03652968
01.03.2010	4,1	0,03535354	359,87	-0,01104729	2,28	0,00440529
01.04.2010	6,62	0,61463415	376,7	0,04676689	2,34	0,02631579
01.05.2010	6,02	-0,09063444	385,35	0,02296257	2,41	0,02991453
01.06.2010	4,88	-0,18936877	344,31	-0,10650058	2,6	0,07883817
01.07.2010	3,26	-0,33196721	317,89	-0,07673318	2,78	0,06923077
01.08.2010	4,35	0,33435583	369,65	0,16282362	2,65	-0,04676259
01.09.2010	3,74	-0,14022989	364,52	-0,01387799	2,68	0,01132075
01.10.2010	3,48	-0,06951872	382,72	0,04992867	2,6	-0,02985075
01.11.2010	4,11	0,18103448	408,73	0,06796091	2,51	-0,03461538
01.12.2010	4,36	0,06082725	407,86	-0,00212854	2,5	-0,00398406
01.01.2011	4,83	0,10779817	443,21	0,0866719	2,62	0,048
01.02.2011	4,84	0,00207039	442,18	-0,00232395	2,57	-0,01908397
01.03.2011	4,79	-0,01033058	444,23	0,00463612	2,64	0,02723735
01.04.2011	4,8	0,00208768	451,41	0,0161628	2,69	0,01893939
01.05.2011	4,87	0,01458333	446,68	-0,01047828	2,71	0,00743494
01.06.2011	4,56	-0,06365503	437,39	-0,02079789	2,89	0,06642066
01.07.2011	4,86	0,06578947	426,12	-0,02576648	2,89	0
01.08.2011	4,6	-0,05349794	411,71	-0,03381677	3,03	0,04844291
01.09.2011	3,79	-0,17608696	380,16	-0,07663161	3,1	0,02310231
01.10.2011	3,15	-0,16886544	334,75	-0,11944971	3	-0,03225806
01.11.2011	3,14	-0,0031746	367,94	0,09914862	2,98	-0,00666667
01.12.2011	3,26	0,03821656	378,59	0,02894494	3,21	0,07718121
01.01.2012	3,12	-0,04294479	389,48	0,02876463	2,88	-0,10280374
01.02.2012	3,49	0,11858974	404,6	0,03882099	2,69	-0,06597222
01.03.2012	3,33	-0,04584527	428,37	0,05874938	2,63	-0,02230483
01.04.2012	3,84	0,15315315	430,93	0,00597614	2,31	-0,121673
01.05.2012	4,12	0,07291667	421,21	-0,02255587	2,32	0,004329
01.06.2012	3,7	-0,10194175	377,66	-0,10339261	2,33	0,00431034
01.07.2012	3,65	-0,01351351	410,84	0,0878568	2,31	-0,00858369
01.08.2012	3,5	-0,04109589	422,91	0,02937883	2,22	-0,03896104
01.09.2012	3,34	-0,04571429	439,43	0,03906268	2,04	-0,08108108
01.10.2012	3,22	-0,03592814	452,23	0,02912864	1,98	-0,02941176

Finansiell risikostyring i Hurtigruten ASA

Dato	NOK/USD	NOK/USD %	NOK/EUR	NOK/EUR %	NOK/GBP	NOK/GBP %
01.02.2006	6,6643	0,00	8,0585	0,00	11,84	0,00
01.03.2006	6,7166	0,00784779	8,029	-0,00366073	11,797	-0,00363176
01.04.2006	6,5626	-0,02292827	7,9165	-0,01401171	11,347	-0,03814529
01.05.2006	6,1873	-0,0571877	7,757	-0,02014779	11,174	-0,01524632
01.06.2006	6,1114	-0,01226706	7,7835	0,00341627	11,368	0,01736173
01.07.2006	6,2392	0,02091174	7,98	0,02524571	11,51	0,0124912
01.08.2006	6,1717	-0,01081869	7,8745	-0,01322055	11,517	0,00060817
01.09.2006	6,3252	0,02487159	8,107	0,02952568	12,05	0,04627941
01.10.2006	6,5767	0,03976159	8,3425	0,02904897	12,306	0,02124481
01.11.2006	6,5066	-0,01065884	8,3005	-0,00503446	12,418	0,00910125
01.12.2006	6,1632	-0,05277718	8,1625	-0,0166255	12,13	-0,02319214
01.01.2007	6,2551	0,01491109	8,238	0,00924962	12,268	0,01137675
01.02.2007	6,2408	-0,00228613	8,1255	-0,01365623	12,287	0,00154874
01.03.2007	6,1316	-0,01749776	8,109	-0,00203064	12,037	-0,02034671
01.04.2007	6,1039	-0,00451758	8,1585	0,00610433	12,067	0,00249232
01.05.2007	5,9732	-0,02141254	8,1265	-0,00392229	11,903	-0,01359078
01.06.2007	6,0368	0,01064756	8,111	-0,00190734	11,941	0,00319247
01.07.2007	5,8647	-0,02850848	7,969	-0,01750709	11,795	-0,01222678
01.08.2007	5,8501	-0,00248947	7,993	0,00301167	11,849	0,00457821
01.09.2007	5,8183	-0,0054358	7,9315	-0,00769423	11,737	-0,00945227
01.10.2007	5,4016	-0,07161886	7,6875	-0,03076341	11,024	-0,06074806
01.11.2007	5,4285	0,00498001	7,8295	0,01847154	11,308	0,02576197
01.12.2007	5,5243	0,0176476	8,102	0,03480427	11,4	0,00813583
01.01.2008	5,411	-0,02050939	7,961	-0,01740311	10,81	-0,05175439
01.02.2008	5,3909	-0,00371466	8,0265	0,00822761	10,708	-0,00943571
01.03.2008	5,2128	-0,03303716	7,925	-0,01264561	10,346	-0,0338065
01.04.2008	5,1545	-0,01118401	8,072	0,0185489	10,233	-0,0109221
01.05.2008	5,1313	-0,00450092	7,974	-0,01214073	10,092	-0,01377895
01.06.2008	5,1173	-0,00272835	7,9425	-0,00395034	10,035	-0,00564804
01.07.2008	5,0739	-0,00848103	8,004	0,00774315	10,12	0,00847035
01.08.2008	5,1342	0,01188435	7,996	-0,0009995	10,149	0,00286561
01.09.2008	5,4466	0,06084687	7,9635	-0,00406453	9,811	-0,03330377
01.10.2008	5,8661	0,07702053	8,26	0,03723237	10,431	0,06319437
01.11.2008	6,6136	0,12742708	8,48	0,02663438	10,641	0,0201323
01.12.2008	7,0523	0,06633301	8,8915	0,04852594	10,566	-0,00704821
01.01.2009	6,9989	-0,007572	9,865	0,10948659	10,121	-0,04211622
01.02.2009	7,0074	0,00121448	8,9415	-0,09361379	9,898	-0,0220334
01.03.2009	7,1674	0,02283301	9,028	0,00967399	10,106	0,02101435
01.04.2009	6,7077	-0,06413762	8,885	-0,01583961	9,651	-0,04502276
01.05.2009	6,5721	-0,02021557	8,7245	-0,01806415	9,766	0,01191586
01.06.2009	6,2977	-0,04175226	8,8785	0,01765144	10,171	0,04147041
01.07.2009	6,3706	0,01157565	8,98	0,01143211	10,488	0,03116704
01.08.2009	6,0687	-0,04738957	8,68	-0,03340757	10,221	-0,02545767

Finansiell risikostyring i Hurtigruten ASA

01.09.2009	6,0165	-0,00860151	8,612	-0,0078341	9,77	-0,04412484
01.10.2009	5,8089	-0,03450511	8,4455	-0,01933349	9,272	-0,05097236
01.11.2009	5,7067	-0,01759369	8,43	-0,0018353	9,332	0,0064711
01.12.2009	5,6259	-0,0141588	8,4805	0,00599051	9,321	-0,00117874
01.01.2010	5,7767	0,0268046	8,322	-0,01868994	9,206	-0,01233773
01.02.2010	5,8913	0,01983832	8,1965	-0,01508051	9,369	0,01770584
01.03.2010	5,9571	0,01116901	8,057	-0,01701946	8,886	-0,05155299
01.04.2010	5,9826	0,00428061	8,029	-0,00347524	9,012	0,01417961
01.05.2010	5,922	-0,01012938	7,8395	-0,02360194	9,032	0,00221926
01.06.2010	6,5339	0,10332658	7,942	0,01307481	9,515	0,05347653
01.07.2010	6,5258	-0,00123969	8,045	0,01296903	9,785	0,02837625
01.08.2010	6,012	-0,07873364	7,8595	-0,0230578	9,515	-0,02759325
01.09.2010	6,2051	0,0321191	7,9425	0,01056047	9,557	0,00441408
01.10.2010	5,8575	-0,05601844	8,04	0,01227573	9,267	-0,03034425
01.11.2010	5,8491	-0,00143406	8,1455	0,01312189	9,398	0,01413618
01.12.2010	6,1456	0,05069156	8,06	-0,01049659	9,603	0,02181315
01.01.2011	5,8286	-0,05158162	7,78	-0,03473945	9,033	-0,05935645
01.02.2011	5,7303	-0,01686511	7,882	0,01311054	9,234	0,02225174
01.03.2011	5,5783	-0,02652566	7,712	-0,02156813	9,079	-0,01678579
01.04.2011	5,5198	-0,01048707	7,8055	0,01212396	8,855	-0,02467232
01.05.2011	5,2436	-0,05003804	7,78	-0,00326693	8,749	-0,01197064
01.06.2011	5,3658	0,0233046	7,731	-0,0062982	8,815	0,00754372
01.07.2011	5,3769	0,00206866	7,79	0,00763161	8,608	-0,0234827
01.08.2011	5,3371	-0,00740203	7,6935	-0,01238768	8,747	0,01614777
01.09.2011	5,3798	0,0080006	7,685	-0,00110483	8,721	-0,00297245
01.10.2011	5,8723	0,09154615	7,826	0,01834743	9,104	0,04391698
01.11.2011	5,6931	-0,03051615	7,758	-0,00868899	9,072	-0,00351494
01.12.2011	5,7686	0,01326167	7,783	0,00322248	9,059	-0,00143298
01.01.2012	5,9946	0,03917762	7,754	-0,00372607	9,285	0,02494757
01.02.2012	5,8095	-0,03087779	7,654	-0,01289657	9,208	-0,00829295
01.03.2012	5,5758	-0,04022721	7,4225	-0,03024562	8,89	-0,03453519
01.04.2012	5,669	0,01671509	7,5505	0,01724486	9,085	0,02193476
01.05.2012	5,742	0,01287705	7,5875	0,00490034	9,333	0,02729774
01.06.2012	6,1471	0,07055033	7,5745	-0,00171334	9,409	0,00814315
01.07.2012	5,9759	-0,02785053	7,5255	-0,00646907	9,359	-0,00531406
01.08.2012	6,005	0,00486956	7,385	-0,01866986	9,378	0,00203013
01.09.2012	5,8096	-0,03253955	7,3015	-0,0113067	9,228	-0,01599488
01.10.2012	5,7296	-0,01377031	7,378	0,0104773	9,242	0,00151712