



RISIKO. En aksje kan være så trygg den bare vil; man løper likevel en stor risiko hvis man ikke får solgt den når problemer oppstår. Foto: Johannes Worsøe Berg

Da det stormet som verst på Børsen i januar kunne vi lese i avisen at «tvangssalgene herjer Oslo Børs». Kursraset førte til at mange investorer ble tvunget til å selge aksjer de hadde kjøpt for lånte penger. Hvor mye kan aksjer egentlig belånes?

Tvangssalg i aksjemarkedet



KREDITTKOMMENTAR
KJERSTIAAS

Stertk børstutvikling og lav rente er faktorer som har bidratt til at kjøp av aksjer ved hjelp av lånt kapital har økt kraftig de siste årene. Tall fra Kredittilsynet viser en voldsom økning i lån med sikkerhet i aksjer. Totalt hadde 21 banker lånt ut 34,6 milliarder kroner med sikkerhet i verdipapirer per tredje kvartal i 2006, en økning på 50 prosent fra 2005. Kredittilsynet legger ikke frem nyere tall før i mars i år, men alt tyder på at veksten fortsetter.

Hvis det gjøres riktig, kan belåning på verdipapirer være en lønnsom affære både for låntager og långiver. Men det er særdeles viktig å forstå hvilken risiko som ligger i dette – mange har tappt tildels store beløp på verdipapirbelåning.

Utfordringen for långiver er å bestemme hvor stor sikkerhet kunden må ha, eller hvor stor den såkalte belåningsgraden skal være. Hvis egenkapitalkravet er for stort, vil det være færre som låner peng-

er og dermed mindre lønnsomhet for långiver. Hvis man tillater for høy belåningsgrad, vil risikoen øke både for långiver og låntager. Optimal belåningsgrad og god risikostyring er derfor to sider av samme sak.

Forutsetningen for å ta større risiko med hensyn til utlåning med aksjer som sikkerhet, er et godt risiko-styringsystem som kan handle raskt. Jo mer nøyaktig man klarer å måle risikoen, jo bedre forutsetning har man for å kunne bestemme optimale belåningsgrader.

Det er hovedsakelig to faktorer som bestemmer risikoen til en belånt aksje: aksjens volatilitet og dens likviditet. Volatiliteten sier noe om hvor mye aksjen svinger over tid – høy volatilitet gir høyere forventet avkastning, men også høyere risiko.

Det er viktig å merke seg at volatiliteten til en aksje ikke er konstant, men kan endre seg over tid. Gjennomsnittlig årlig volatilitet for totalindeksen på Oslo Børs de siste 30 årene har for eksempel vært på i overkant av 20 prosent, men det finnes flere eksempler på 30 dagers perioder der volatiliteten har vært på over 40 prosent.

Likviditeten til en aksje er også veldig viktig ved beregning av belåningsgrader. En aksje kan være så trygg den bare vil; man løper likevel en stor risiko hvis man ikke får solgt den når problemer oppstår.

Som mål på likviditet benyttes

vanligvis tall for hvor mye aksjen omsettes for og hvor ofte den omsettes. Differansen mellom kjøps- og salgskursen, den såkalte spreaden, kan også si noe om hvor likvid aksjen er.

Hvis en aksje historisk sett har vært veldig sjelden omsatt bør en sannsynligvis sette belåningsgraden til null uansett hva volatiliteten er. Som regel er det imidlertid en sammenheng mellom likviditet og volatilitet.

De fleste aksjer som har god likviditet er også karakterisert av en lavere volatilitet. En typisk modell for å beregne belåningsgrader baserer seg på hvor mye aksjen kan falle i løpet av en viss tidsperiode med en viss sannsynlighet, tilsvarende metoden Value-at-Risk (VaR) i risikostyring. Hvor mye aksjen kan falle kommer an på volatiliteten, mens likviditeten er bestemmende for lengden av tidsperioden man ser på.

I tillegg er en nødt til å anta noe om hvilken fordeling de daglige endringene til aksjen følger. Her er det vanlig å anta normalfordeling, men undertegnede har tidligere hatt en artikkel i

denne spalte som argumenterer for andre fordelinger). En må også bestemme seg for hvor eksakte uttall en ønsker å gardere seg mot (konfidensnivået).

Anta at vi skal beregne belåningsgrad for Hydro-aksjen. Denne er veldig likvid, men for å være konservativ antar vi at det kan ta fem dager å selge seg ut av en posisjon på denne aksjen.

Volatiliteten for denne aksjen var ca. 38 prosent i siste kvartal ifor (annualisert). Hvis vi antar normalfordeling og et konfidensnivå på 0,03 prosent, får vi VaR lik 0,17, dvs. at Hydro-aksjen kan falle med 17 prosent i løpet av fem dager. Dette skulle gi en belåningsgrad på 83 prosent.

Beregnet belåningsgrad på 83 prosent for Hydro-aksjen stemmer bra overens med 85 og 80 prosent som er verdiene henholdsvis Nordnet og NetFonds oppgir på sine nettsider 4. februar.

I tillegg til en statistisk modell som beskrevet over, må en som regel også inn med noe skjønn. Det kan for eksempel være at en ønsker å kalibrere belåningsgradene slik at ingen aksjer har høyere belåningsgrad enn en

viss maksimumsgrense. Videre vil en trolig bruke en konservativ belåningsgrad på selskaper som nylig er børsnotert, inntil man har nok historikk til å få et riktig bilde av volatiliteten.

En aksje der det åpenbart benyttes mye skjønn for å beregne belåningsgraden er Apptix. For denne aksjen oppgir Nordnet en belåningsgrad på 60 prosent, mens NetFonds kun gir 20 prosent belåning. Annualisert volatilitet for siste kvartal for Apptix-aksjen er cirka 100 prosent. Aksjen er omsatt alle dager siste kvartal, men omsatt daglig volum er ikke veldig stort.

Hvis vi som over antar et konfidensnivå på 0,03 prosent, betyr det implisitt at Nordnet antar at det tar fem til seks dager å selge seg ut av en posisjon på denne aksjen, mens NetFonds antar det tar nesten 50 dager.

Enten er NetFonds i overkant konservativ, eller så tar Nordnet høyere risiko enn de kanskje burde.

Kjersti Aas er assisterende forstningssef ved Norsk Regnesentral.

KREDITTKOMMENTAR



GUTTORM
EGGÉ



HERLEIF
HAWK



PÅL
RINGHOLM



OLE EINAR
STOKSTAD



MARIA
GRANLUND