

Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012

I en undersøkelse svarer over 40 % at de benytter renten på 10-årig statsobligasjon som risikofri rente, mens 21 % oppgir at de benytter renten på 5-årig statsobligasjon. Nærmere 80 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie i avkastningskravet for små selskaper.

Artikkelen er forfattet av:



Siviløkonom
Astrid Laake
Senior associate PwC



Siviløkonom/Statsautorisert revisor
Tor Harald Johansen
Senior Manager PwC

og gir et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på markedsrisikopremien, risikofri rente og småbedriftspremie (small stock premium).

God respons på undersøkelsen

Undersøkelsens respondenter er NFFs medlemmer som er analytikere og økonomer med bred erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet, se figur 1. Undersøkelsen ble møtt med stor interesse, og totalt mottok vi 294 svar. Resultatene gir gode indikasjoner på størrelsen på sentrale finansielle størrelser og kan således benyttes som grunnlag for diskusjon og vurderinger ved fremtidige verdsettelse og analyser.

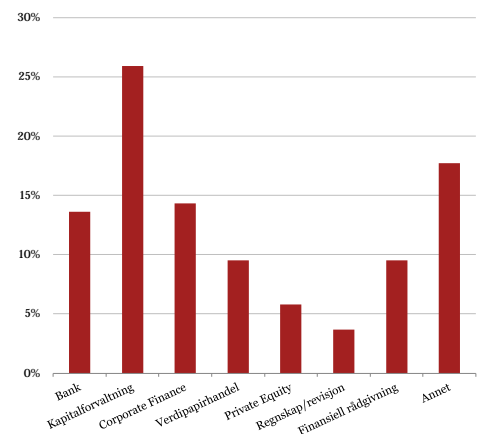
PwC Deals har i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) gjennomført en undersøkelse av risikopremien i det norske markedet for 2011 og 2012. Studien ble gjennomført i november 2011



RISIKOPREMIEN: Basert på median-verdier ligger markedsrisikopremien som respondentene ville ha benyttet i det norske markedet på 5 % både for 2011 og 2012.

Figur 1:

Respondentens arbeidsområde



Risikofri rente som samsvarer med underliggende kontantstrøm

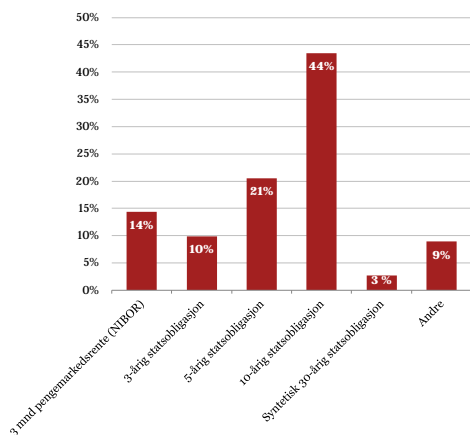
Over 40 % av respondentene oppgir at de benytter renten på 10-årig statsobligasjon som risikofri rente og 21 % oppgir at de benytter renten på 5-årig statsobligasjon, se figur 2. Flere av respondentene har kommentert at de benytter en risikofri rente som samsvarer med den underliggende kontantstrømmen. Rentene på de norske statsobligasjonene er på historisk lave nivåer pr. i dag – målet på den risikofrie renten varierer over tid.

Ingen endring i markedsrisikopremien mellom 2011 og 2012

Basert på median-verdier ligger markedsrisikopremien som respondentene ville ha benyttet i det norske markedet på 5 % både for 2011 og 2012. Det er interessant å observere at respondentene mener det vil være små endringer i markedspremien mellom 2011 og 2012, til tross for de

Figur 2:

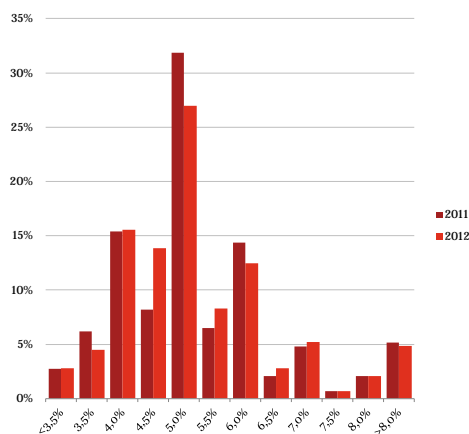
Risikofri rente



urolighetene vi observerer i de europeiske markedene om dagen, se figur 3. Det er ingen tvil om at det er stor usikkerhet også i det norske markedet pr. i dag og det har vært betydelig fall i aksjeverdier på Oslo Børs i løpet av 2011. Det er sannsynlig at usikkerheten i markedet for 2012 er høyere enn hva den var for 2011. Ved verdsettelsen av et selskap kan det tas høyde for økt usikkerhet enten gjennom avkastningskravet eller via selskapets kontantstrøm. Undersøkelsens resultat indikerer at økt usikkerhet ikke kommer til uttrykk ved endring i markedsrisikopremien, men heller via selskapets kontantstrøm eller endring i andre komponenter i egenkapitalkravet som risikofri rente eller selskapenes betaverdi. Risikofri rente, basert på 10-årig statsobligasjon, har sunket med over ett prosentpoeng fra januar til desember i år og medfører således et lavere avkastningskrav alt annet likt.

Figur 3:

Markedsrisikopremien 2011 og 2012



Småbedriftspremie benyttes i det norske markedet

Opp i mot 80 % av respondentene mener at det bør benyttes en småbedriftspremie

i avkastningskravet for små selskaper. Bakgrunnen for å benytte en småbedriftspremie er at det ofte er knyttet høyere risiko til små selskaper blant annet på grunn av at deres fremtidige kontantstrømmer i stor grad kan være avhengige av nøkkelpersoner, enkeltprodukter eller enkeltkunder, de kan ha større utfordringer med å få finansiering eller ha lav likviditet i aksjen. Respondentene som mente at det burde benyttes en småbedriftspremie ble også spurt om størrelsen på småbedriftspremien basert på selskapets egenkapitalverdi. Det er relativt stor enighet om størrelsen på småbedriftspremien for selskaper med egenkapitalverdi fra to til over fem mrd. kroner. Det er imidlertid større spredning i svarene for selskapene med egenkapitalverdi fra 0,5 mrd. og nedover. Dette indikerer at størrelsen på småbedriftspremien i stor grad avhenger av selskapsespesifikke forhold. Se tabell 4 for oversikt over småbedriftspremiens størrelse.

Selskapets eierskap kan ha påvirkning på avkastningskravet

Over 70 % av respondentene, 214 stykker, mener at eierstruktur har påvirkning på avkastningskravet for enkeltsselskaper, se figur 5. De siste årene har det vært et økende fokus på eierstyring og selskapsledelse (corporate governance) og det vil være interessant å se hvorvidt synet på eierskaps påvirkning på avkastningskravet endres over tid. Undersøkelsen inkluderte også et spørsmål om hvorvidt statlig eierskap påvirker avkastningskravet, og resultatene viser at det i liten grad er noe entydig

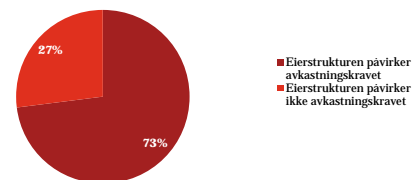
Tabell 4:

Småbedriftspremie	Vektet snitt	Median
Egenkapital over 5 mrd.	0,9%	0,0%
Egenkapital 2–5 mrd. NOK	1,5%	0,0% – 1,0%
Egenkapital 1–2 mrd. NOK	2,1%	1,0% – 2,0%
Egenkapital 0,5–1 mrd. NOK	2,9%	2,0% – 3,0%
Egenkapital 0,1–0,5 mrd. NOK	3,6%	3,0% – 4,0%
Egenkapital 0–0,1 mrd. NOK	4,5%	3,0% – 4,0%

syn på dette blant respondentene. Over halvparten av respondentene mener at statlig eierskap ikke har noen påvirkning på avkastningskravet. Imidlertid mener 22 % at statlig eierskap reduserer avkastningskravet, mens 21 % mener at dette øker avkastningskravet.

Figur 5:

Eierstruktur og påvirkning på avkastningskravet



For flere resultater fra undersøkelsen se: www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/

AKTUARBREGNINGER OG TJENESTER

Kollektiv pensjonsforsikring og AFP. Aktuarberegning av pensjonsforpliktelse utføres av NIA til konkurransedyktige priser. Hurtig leveringstid.

NIA – Nordic Insurance Administration AS

Forskningsparken –Gaustadalleen 21 – 0349 Oslo
Tlf: 22 95 82 70 – Fax: 22 95 82 71 – E-post: nia@aktuar.com