

# Kloge aktieinvestorerers syn på begrebet risiko

Mange tror, at obligationer er sikre, og aktier er usikre, men for den langsigtede investor forholder det sig lige modsat



Af **Jesper Lund**  
Cand.scient.  
Direktør for  
Dansk Finansservice

## Definitioner

Ifølge Nudansk Ordbog er risiko "En mulighed for at noget uheldigt eller uønsket vil ske", mens risikoløs (risikofri) defineres som

## Down to Earth

Ifølge moderne porteføljeteori (MPT), er risiko "Muligheden at det fremtidige afkast afviger fra det forventede afkast". Risiko er derfor ifølge MPT usikkerhed. Bemærk at MPT er "ligeglad" med fortegnet på afkastet. Hvis et afkast f.eks. forventes at være minus 5% pr. år, og man reelt opnår minus 5% pr. år, ja så er investeringen sjovt nok ganske sikker, fordi man fik, hvad man regnede med. Det vil sige, at hvad der i MPT kaldes risikofrit kan i fornuftsens verden være risikabelt/uønsket, hvilket jeg vender tilbage til nedenfor.

Warren Buffett bruger en mindre teoretisk definition på risiko. Buffett's "down to earth"-definition på risiko er sandsynligheden for at tabe penge. Og det er den indre værdi af et selskab, og ikke kursbevægelserne på et selskabs aktiers kurs han tænker på.

Ifølge Warren opstår risiko, hvis man har fejlbedømt den fremtidige indtjening i det eller de selskaber, man investerer i. Buffett ser et fald i aktiekursen som en reduktion af risikoen, og køber yderligere op såfremt den indre værdi samt trenden i indtjeningen for et selskab ikke er truet.

Direktøren i Dreman Value management og forfatter til adskillige bøger og artikler om investering, nemlig David Dreman, definerer risiko som "Muligheden for tab af købekraft og at en given investering kaster mindre af sig end en anden investering".

Martin J. Pring nævner den menneskelige faktor som den potentielt set største risiko ved investering. Med den menneskelige faktor menes vores humør og evne til at kontrollere følelser.

Styres man helt eller delvist af frygt og grådighed, løber man en enorm risiko, fordi ens beslutninger intet har med realiteterne at gøre. Hvem af os dødelige har ikke prøvet at klynge os til I-data, Olicom eller GN Store Nord af frygt for at tage et reelt tab, eller i håb om "at bunden er nået og nu kan det kun gå fremad"?

## Risikomål

I MPT måler man risiko som udsving i en aktiekurs eller porteføljes værdi. Helt præcis måler man, hvor meget et aktiv teoretisk set vil svinge omkring et forventet afkast. Det forventede afkast er det gennemsnitlige historiske afkast i procent pr. år eller måned. Udsvinget eller risikoen måles som standardafvigelsen på det gennemsnitlige afkast. Har man f.eks. beregnet det gennemsnitlige månedlige afkast til 2% med en standardafvigelse på 3%, så betyder det, at det forventede månedlige fremtidige afkast med 68% sandsynlighed burde blive på 2% ± 3%, dvs. -1 til +5 % pr. md.

Hverken Buffett eller Dreman har publiceret teoretiske modeller for risikomål. Buffett er som bekendt ret ligeglad med aktiekurser. Det, som Buffett forsøger at estimere, er risikoen ved et selskab. Dertil anvender han nogle mål for finansiel styr-

ke, indtjeningsstyrke og forudsigelighed, udestående gæld m.v.

Dreman anvender nogenlunde samme risikomål som Buffett, men dertil kommer en sandsynlighedsberegning, som kaster lys over sandsynligheden for at bevare og øge værdien af en investering efter inflation. Dreman har beregnet det geometriske reale afkast (med renters rente renset for inflationen) af aktier og obligationer i alle mulige perioder fra 1946 til 1996. Han har også beregnet, hvor ofte aktier (A) performer bedre end obligationer (O). Se Tabel 1.

Man ser straks at afkastet på aktier i snit er meget højere end på obligationer, selv helt ned til 1-årige holdningsperioder. Og aktier har slået obligationer i 100% af tiden ved en investeringshorisont på mindst 15 år. Obligationsinvestering er derfor meget risikabel!

Den psykologiske risiko kan man også måle. Man skal blot have nedskrevne regler for, hvilke krav et selskab eller aktie skal leve op til, for at man køber eller sælger den - og tjekke om man følger reglerne. Gør man ikke det, eller er ens regler irrationelle, så er man på vej ud i den modbydelige sump af frygt eller grådighed.

**Tabel 1 Aktier vs obligationer**

Periode	Aktier	Oblig.	A slår O
1 år	7,5%	0,9%	64,7%
2 år	15,6%	1,7%	72,6%
3 år	24,3%	2,6%	-
4 år	33,6%	3,5%	-
5 år	43,7%	4,4%	84,3%
10 år	106,5%	9,0%	94,1%
15 år	196,7%	13,8%	100%
20 år	326,5%	18,8%	100%
25 år	512,6%	24,0%	100%
30 år	780,3%	29,4%	100%

Kilde: Dreman (1998).

## Risikominimering

En af den moderne porteføljeteoris fædre, nobelpristageren Henry Markowitz, mente, at den eneste fornuftige beskyttelse mod risiko, er diversifikation, dvs. spredning på mange aktiver.



## EUROPÆISK FORMUEPLEJE

Hvis du kan afkrydse **X** blot en af følgende rubrikker:

- |  |  |
|--|--|
| <input type="checkbox"/> Aktiv internationalt      | <input type="checkbox"/> Firmaet aktivt internationalt |
| <input type="checkbox"/> Salg af virksomhed        | <input type="checkbox"/> Virksomhedspleje              |
| <input type="checkbox"/> Generationsskifte         | <input type="checkbox"/> Pensionspleje                 |
| <input type="checkbox"/> Formuepleje               | <input type="checkbox"/> Risikopleje                   |
| <input type="checkbox"/> Minimering af skattebyrde | <input type="checkbox"/> Ejendomsfinansiering          |

- vil et gratis, uforpligtende - personligt møde  
være interessant for dig - kontakt mig venligst og aftal tid:

### JOHN BERNTH MADSEN

Autoriseret repræsentant for BNP Paribas Private Bank  
Tlf.: 8630 9966 - Mobil: 2047 3466 - E-mail: jm@bema.dk



**Afkastet skal afvejes med risikoen**

For de fleste praktiske formål kan man diversificere stort set al selskabsspecifik risiko (kaldet usystematisk risiko i MPT) væk ved at investere i ca. 20 forskellige aktier, spredt på en håndfuld brancher. Det hævdes, at den markedsmæssige risiko (den s.k. systematiske risiko) ikke kan reduceres. En vis form for risikominimering må dog antages at kunne foretages ved at investere i aktiver i forskellige lande eller verdensdele, hvis økonomi ikke er samme sted konjunktoren som den danske. DAF Fund of Funds modelporteføljen forsøger at minimere både selskabsspecifik og markedsspecifik risiko.

Buffett mener, at seriøs selskabs- og økonomi-analyse og en investering i en fokuseret portefølje er den bedste måde at minimere risiko på. Med fokuseret portefølje menes en portefølje, der ikke rummer flere aktier, end man kan holde styr på at analysere og at følge op på. Den mindre risiko fremkommer ved at investere i noget, man forstår og værdiansat fornuftigt. Folk, der ikke har forstand på selskabsanalyse, anbefaler han at minimere sin risiko via en investering i en investeringsforening og helst en indeks-fond.

Dreman peger på aktier som det bedste

værn mod inflationen/tabt købekraft. Derudover foreslår han en finansiel screening af selskaber. Han anbefaler at købe selskaber med relativt lav P/E (price to earnings, dvs. aktiekurs/indtjeningen pr aktie), lav P/CF (aktiekurs/cash flow pr aktie), lav P/IV (aktiekurs/indre værdi pr aktie) samt lav P/D (aktiekurs/dividende pr aktie). Relativt lavt betyder her, lav set i forhold til et selskabs historiske multipliers og i forhold til multipliers for konkurrenterne/selskaber i samme industri. Med denne strategi opnår man en rimelig sikkerhed for ikke at købe "hote" aktier, der let drætter ned. Han anbefaler, at man investerer i en række selskaber i forskellige brancher for at sprede den selskabsspecifikke risiko, og ikke lade enkeltpapirer fylde for meget i sin portefølje. Derudover bør man ikke lade enkelte aktier fylde for meget i sin portefølje. Personligt skærer jeg ned ved en porteføljeandel på 20-25%.

Pring mener, at vejen til risikominimering er, at man skal: anvende en strategi/metodologi, styre sine følelser, tænke selvstændigt, nedskrive og følge en plan og jævnligt se tilbage på sine resultater og handlinger. Lad mig liste et par af de vigtigste egenskaber som Pring finder hos dygtige

investorer: De er interesserede i markedet, ikke fordi det kan bringe dem velstand, men fordi de er fascinerede af markedet. De er enspændere og har modet til at gå imod massernes holdning. De er kreative, fantasifulde og individuelle tænkere. De har og benytter en investeringsfilosofi. Og sidst, men ikke mindst, de er disciplinerede og tålmodige.

### Konklusion

Den definition af risiko, som jeg tror de fleste kan tilslutte sig, lyder, at risiko er muligheden for via en investering at miste fremtidig købekraft. På kort sigt (under 2-3 år) eller hvis man ikke har den rette personlighed til aktieinvestering, er obligationsinvestering fornuftigt, fordi man ved, hvad man har, og man ved, at man med ret stor sandsynlighed ikke har mindre (købekraft), når man skal bruge pengene - i hvert fald ikke under lavinflationære forhold. Forventer man, at der også i fremtiden vil være inflation, peger undersøgelser på, at aktier som værende risikofrie investeringer på lang sigt, mens obligationer er uhyggeligt risikable på lang sigt. Aktier er simpelthen den bedste hedge mod inflation, der findes. ■

### Litteratur

Christensen, M & Pedersen, F. (2002). Aktieinvestering. - Dreman, D. (1998). The Contrarian Investment Strategies: The Next Generation. - Fabozzi, F. & Modigliani, F. (1996). Capital Markets. - Hagstrom, RG. (2005). The Warren Buffett Way. Pring, MJ. (1993). Investment Psychology Explained. - Siegel, JJ. (1998). Stocks For The Long Run, 2 udg.