



# Riskpremien på den svenska aktiemarknaden

Rapporten presenterar marknadsriskpremien och andra komponenter som krävs för att kunna uppskatta avkastningskravet på den svenska aktiemarknaden.

Maj 2022



# Innehåll

|                                                                     |    |
|---------------------------------------------------------------------|----|
| Förord .....                                                        | 3  |
| Sammanfattning av årets studie .....                                | 4  |
| Undersökningsmetodik .....                                          | 6  |
| Avkastningskravet för aktieplaceringar<br>på Stockholmsbörsen ..... | 7  |
| Marknadsriskpremien (ex ante) .....                                 | 8  |
| Riskfri ränta i avkastningskravet .....                             | 10 |
| Storleksrelaterat riskpremietillägg .....                           | 11 |
| Normaliserad långsiktig riskfri ränta .....                         | 12 |
| Krigets påverkan på avkastningskravet .....                         | 13 |

# Förord

**Denna rapport sammanfattar utfallet av 2022 års undersökning av bland annat marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden. Undersökningen baseras på svar från aktörer i form av riskkapitalister, förvaltare, fondkommissionärer och rådgivare inom Corporate Finance. Denna typ av undersökning har genomförts av Corporate Finance inom PwC sedan 1998.**

Studiens främsta syfte är att regelbundet mäta och redovisa de svenska aktörernas uppfattning om storleken på den så kallade marknadsriskpremien. Vidare tillfrågas marknadsaktörerna om deras uppfattning avseende storleksrelaterade riskpremietillägg och val av referensränta för en riskfri investering.

I ljuset av historiskt låga statslåneräntor har vi undersökt marknadsaktörernas syn på vad de anser vara en normaliserad långsiktig riskfri ränta. Den 4 maj 2022 höjde Riksbanken styrräntan till 0,25 procent, vilket innebär en positiv in- och utlåningsränta i Sverige för första gången sedan 2014.

I tillägg till detta har vi en strävan att varje år komplettera med en fråga som belyser en aktuell frågeställning på marknaden. Mot bakgrund av Rysslands invasion i Ukraina har vi utökat studien med en fråga om hur synen på avkastningskravet påverkas av osäkerheterna som kriget medför.

**Vill du veta mer är du välkommen att kontakta oss!**



**Jon Walberg**

Partner och ansvarig för värderingsenheten  
på PwC Sverige

0709-29 32 11

[jon.walberg@pwc.com](mailto:jon.walberg@pwc.com)

# Sammanfattning av årets studie

Det totala avkastningskravet på placeringar i stora noterade bolag uppmättes i årets studie till 7,8 procent. Under genomförandet av studien var den genomsnittliga riskfria räntan för en svensk tioårig statsobligation cirka 1,2 procent, vilket innebär att marknadsriskpremien uppgick till 6,6 procent.

Det totala avkastningskravet är därmed högre jämfört med föregående års studie, vilket kan förklaras av kriget mellan Ryssland och Ukraina, samt av en ökad inflationsoro. Resultatet är det högsta PwC har uppmätt i den här typen av studie sedan 2013. Den uppmätta marknadsriskpremien är emellertid lägre jämfört med föregående år till följd av en förhöjd riskfri ränta.

Från 30 april 2021 till 14 april 2022 har Affärsvärldens generalindex ("AFGX") minskat med 2,0 procent. Perioden inleddes med en positiv börsutveckling i takt med en utbredd vaccinering mot covid-19 och lättade restriktioner. Sedan årsskiftet har index däremot haft en negativ utveckling om 19,2 procent och det råder fortfarande en påtaglig osäkerhet i bedömningen av utvecklingen framöver, vilket avspeglas i ett högre totalt avkastningskrav jämfört med föregående år.

För mindre bolag är avkastningskravet vanligtvis högre än för de största börsbolagen. I tabellen nedan visas medelvärden av de riskpremietillägg som respondenterna tillämpar för respektive storleksklass. Årets studie visar att storleksrelaterade risktillägg justerats ned för tre av fyra storleksklasser jämfört med föregående år.

Respondenterna i årets studie anser att en normaliserad långsiktig riskfri ränta motsvarar en nivå om cirka 2,7 procent, vilket är högre än föregående år då respondenterna ansåg att den uppgick till 2,4 procent. En nivå på faktisk riskfri ränta i linje med respondenternas ansedda normaliserade riskfria ränta har inte uppmätts sedan hösten 2013. Det utdragna lågränteklimatet tycks med andra ord inte ha märkbar effekt på vad som anses vara en normal räntenivå.

## Huvudsakliga slutsatser

Årets studie visar att marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden har minskat till följd av höjd ränta medan det totala avkastningskravet ökat i jämförelse med föregående år. Svaren innebär ett avkastningskrav om 7,8 procent och en marknadsriskpremie om 6,6 procent på den svenska aktiemarknaden. Marknadsriskpremien har således gått ned marginellt sedan föregående år.

När det kommer till huruvida ett riskpremietillägg appliceras till det totala avkastningskravet på grund av kriget mellan Ryssland och Ukraina, anser lika stora delar av respondenterna att ett riskpremietillägg ska påverka avkastningskravet, respektive inte påverka avkastningskravet. Av respondenterna som tillämpar ett riskpremietillägg anser majoriteten ett intervall om 0,01–0,99 procent som lämpligt.

## Storleksrelaterat riskpremietillägg

| Storlek              | April 2021 | April 2022 |
|----------------------|------------|------------|
| Börsvärde 5 000 MSEK | 0,9%       | 0,7%       |
| Börsvärde 2 000 MSEK | 1,9%       | 1,7%       |
| Börsvärde 500 MSEK   | 3,0%       | 2,9%       |
| Börsvärde 100 MSEK   | 4,2%       | 4,3%       |

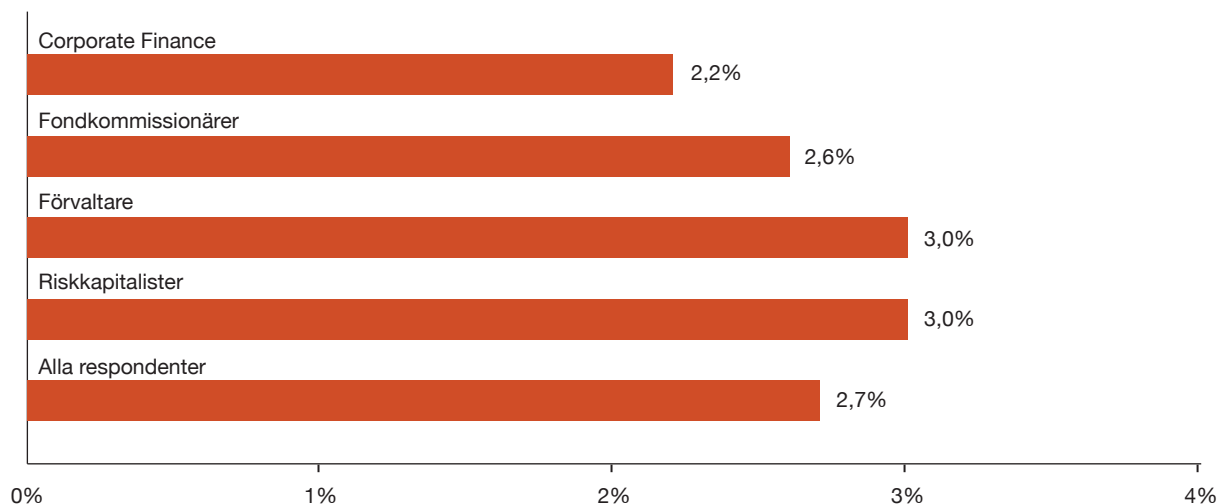


Det totala avkastningskravet på placeringar i stora noterade bolag uppmättes vid årets studie till 7,8 procent. Det totala avkastningskravet är därmed högre än föregående års studie.

#### Affärsvärldens generalindex, 30 april 2021 - 14 april 2022



#### Normaliserad långsiktig riskfri ränta



# Undersökningsmetodik

Det finns två ansatser som används vid studier avseende riskpremienivån på aktiemarknader, mätningar "ex post" respektive mätningar "ex ante". Mätning av riskpremien "ex post" innebär i korthet en jämförelse mellan den avkastning som över längre tidsperioder har erhållits genom kapitalplaceringar i aktieportföljer och avkastningen på riskfria instrument.

Studier av riskpremien på den svenska marknaden "ex post" har genomförts av bland annat de Ridder & Vinell för perioden 1937 till 1987 samt av Frennberg & Hansson för perioden 1919 till 1990. Resultatet av de Ridder & Vinells studie visade på en marknadsriskpremie om 8,9 procent. Frennberg & Hanssons studie uppmätte en riskpremie om 5,5 procent, vilken dock baserades på jämförelse med räntan på kortfristiga statsobligationer.

Riskpremiestudier "ex ante" grundas på mätningar av marknadsaktörers förväntningar och krav på aktieplaceringars avkastning utöver den riskfria räntan.

Denna typ av mätningar utförs av PwC i ett flertal länder. Mätningarna genomförs i form av enkätundersökningar riktade till större kapitalplacereare och andra aktörer på aktiemarknaderna i de aktuella länderna.

I årets studie har aktörer på den svenska aktiemarknaden tillfrågats om:

- Avkastningskravet för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen.
- Avkastningskravets förändring mot föregående år.
- Vilken underliggande ränta som anses utgöra den riskfria räntan.
- Bedömning av den aktuella marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden.
- Tillämpning av eventuella tillägg till marknadsriskpremien vid värdering av aktier i mindre bolag.
- Vad som anses utgöra en normaliserad långsiktig nivå för den riskfria räntan.
- Hur avkastningskravet påverkas av kriget mellan Ryssland och Ukraina.

Enkät svar lämnades under perioden 18 mars till 14 april 2022. Totalt erhöles svar från 36 aktörer i form av förvaltare, riskkapitalister, fondkommissionärer och rådgivare inom Corporate Finance.

# Avkastningskravet för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen

I diagrammet nedan presenteras respondenternas åsikt om avkastningskravet<sup>1</sup> för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen 2022, med 2018 till 2021 som jämförelser. Svaren i årets studie ligger inom intervallet 5,0-13,0 procent.

För samtliga kategorier utom Corporate Finance har det bedömda avkastningskravet ökat jämfört med föregående års studie.

Corporate Finance-aktörer har angett att avkastningskravet uppskattas till 7,8 procent, vilket innebär ett avkastningskrav i linje med föregående år. Kategorin fondkommissionärer anser att avkastningskravet är 6,6 procent vilket är en ökning mot tidigare år (6,1 procent).

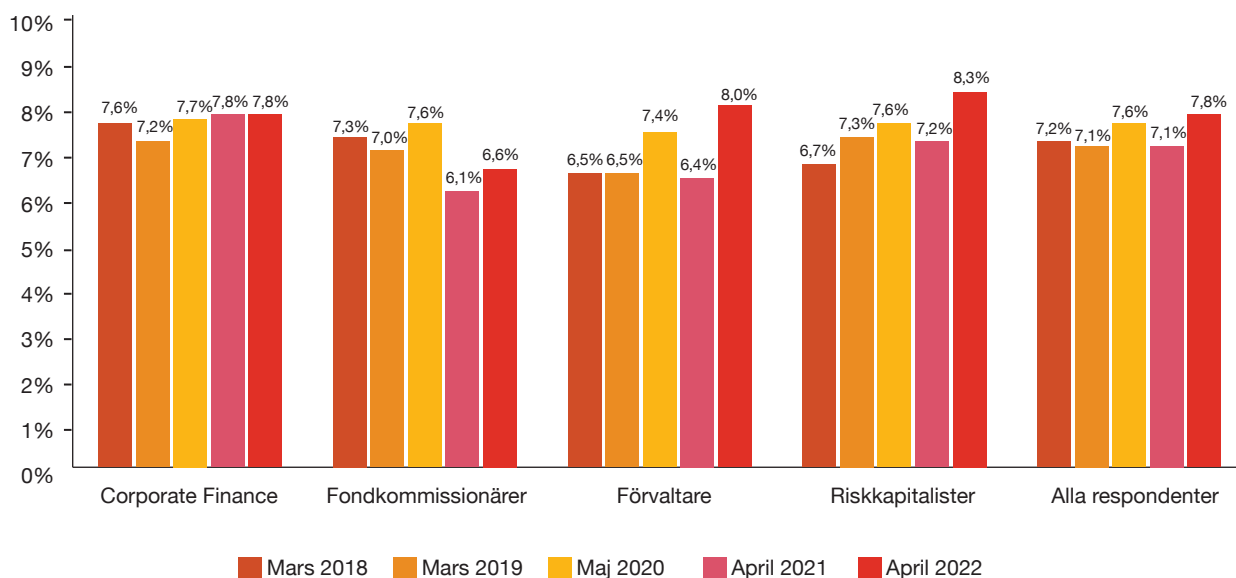
Kategorin förvaltare har angett ett avkastningskrav om 8,0 procent vilket är en markant ökning från 6,4 procent, observerat under föregående års studie. Kategorin riskkapitalister har angett ett avkastningskrav om 8,3 procent vilket innebär en ökning motsvarande cirka 1,1 procentenheter jämfört med föregående år (7,2 procent).

Den genomsnittliga uppfattningen om avkastningskravet om 7,8 procent är högre jämfört med 2021 års nivå om 7,1 procent. Noteras bör att 2022 års resultat är det högsta som uppmätts sedan 2013 och är 0,2 procentenheter högre än 2020, som var kraftigt påverkat av covid-19.

Respondenterna har även tillfrågats hur deras uppfattning om avkastningskravet har förändrats gentemot föregående år. Studien visar att respondenterna, i genomsnitt, anser att avkastningskravet har ökat med 0,5 procentenheter, vilket indikerar en ökning av risknivån på Stockholmsbörsen.

1) Definierat som det avkastningskrav som gäller för värdering av aktier i stora noterade bolag förutsatt ett betavärde om 1,0.

## Avkastningskravet för aktieplaceringar på Stockholmsbörsen per kategori



# Marknadsriskpremien (ex ante)

## Nivå på marknadsriskpremien

I diagrammet nedan presenteras en sammanställning över utvecklingen av marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden under perioden oktober 1998 till den 14 april 2022<sup>2</sup>.

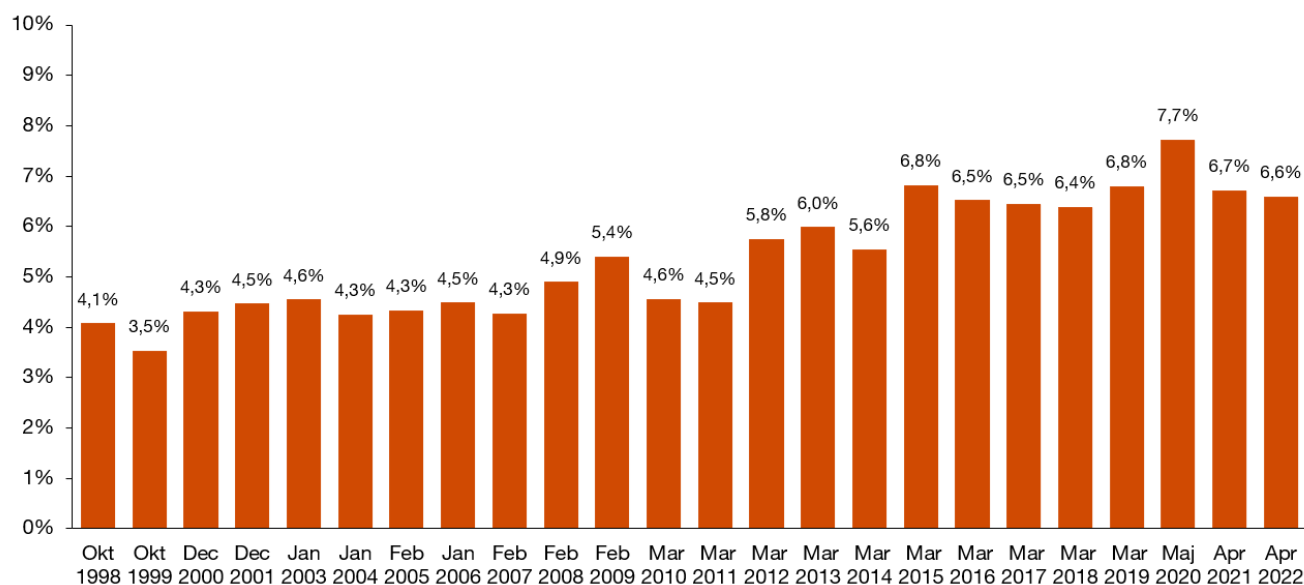
Genomsnittsvärdet för marknadsriskpremien på Stockholmsbörsen per april 2022 uppgick till 6,6 procent, vilket är i linje med nivåer under perioden 2015 till 2019, samt 2021. Marknadsriskpremien är betydligt lägre än resultatet 2020 som påverkades kraftigt av covid-19 då marknadsriskpremien uppgick till 7,7 procent. Medianvärdet för årets studie uppgick till 6,8 procent.

### Marknadsriskpremie april 2022

|                   |                    |
|-------------------|--------------------|
| Aritmetiskt medel | 6,6%               |
| Median            | 6,8%               |
| Standardavvikelse | 1,3 procentenheter |
| Antal svar        | 36                 |

2) Mätt som aritmetiskt medelvärde av implicit beräknad marknadsriskpremie givet den under mätperioden rådande räntan på en tioårig svensk statsobligation.

### Utveckling av marknadsriskpremien





**Risikkapitalister (7,1 procent) och fondkommissionärer (5,3 procent) är de kategorier som uppvisar högst, respektive lägst, marknadsriskpremie i årets studie.**

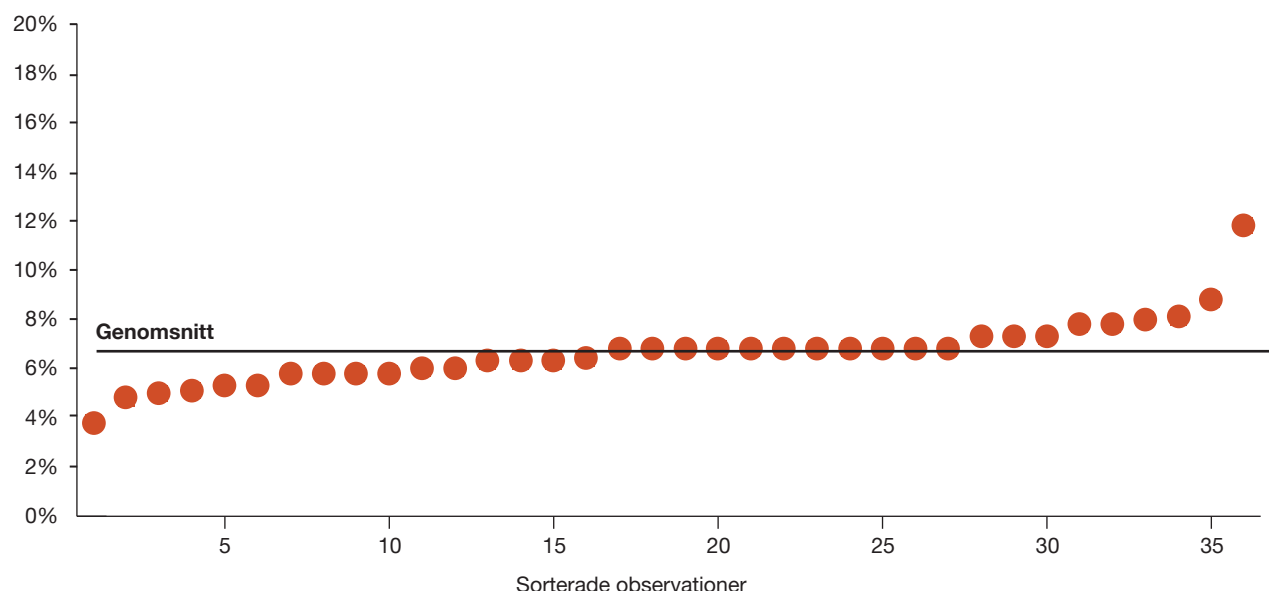
I grafen nedan redovisas spridningen av enkätsvaren. Samtliga svar i årets studie återfinns inom intervallet 3,8-11,8 procent. Respondenter i kategorin Corporate Finance svarar för den största förändringen av marknadsriskpremien jämfört med föregående år, från 7,4 procent till 6,5 procent, motsvarande en minskning om cirka 0,9 procentenheter.

Även kategorin fondkommissionärer uppvisar en minskad marknadsriskpremie jämfört med föregående års studie om cirka 0,5 procentenheter. Kategorin

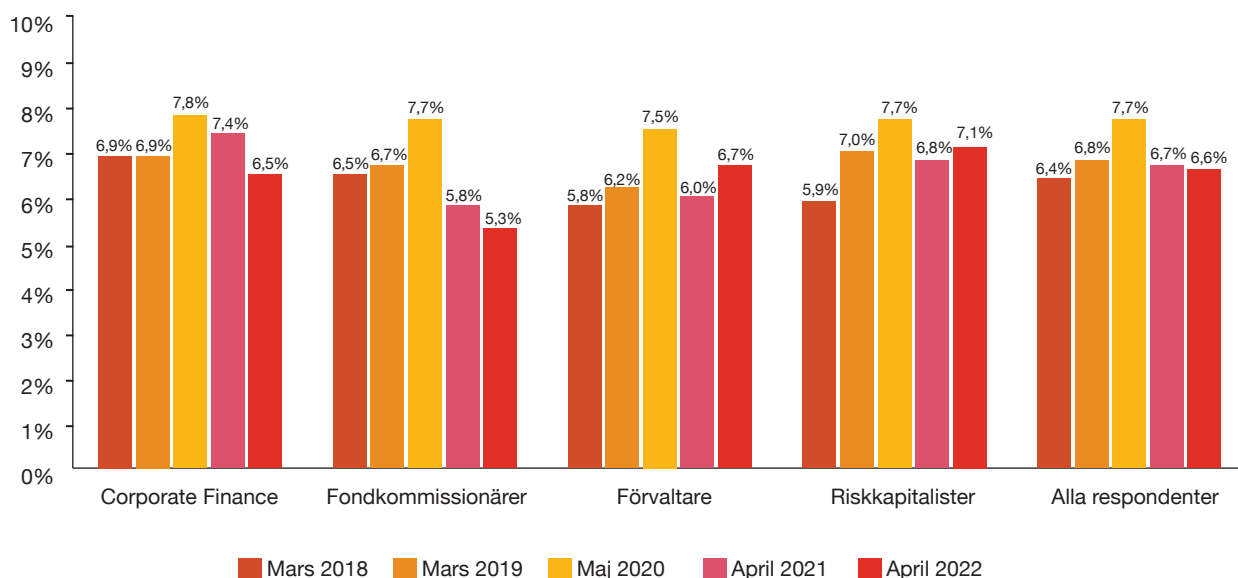
risikkapitalister uppvisar istället en ökning om 0,3 procentenheter, från 6,8 procent till 7,1 procent, och kategorin förvaltare uppvisar en ökning om cirka 0,7 procentenheter, från 6,0 procent till 6,7 procent.

Således är risikkapitalister och fondkommissionärer de kategorier som uppvisar högst, respektive lägst, marknadsriskpremie i årets studie.

### Storlek på marknadsriskpremien – spridning av enkätsvaren



### Marknadsriskpremie per kategori



# Riskfri ränta i avkastningskravet

Årets studie visar att andelen respondenter som använder tioåriga eller femåriga statsobligationer som referensränta för en riskfri investering har ökat, från 71 procent till 83 procent.

Av respondenterna angav 69 procent att de använder den tioåriga svenska statsobligationsräntan som underlag för den riskfria räntan vid fastställande av avkastningskrav på aktier.

Vidare svarade 14 procent att de använder den femåriga statsobligationsräntan, en ökning om cirka

elva procentenheter från föregående års studie, medan cirka 17 procent angav att de använder andra räntor än statsobligationsräntor.

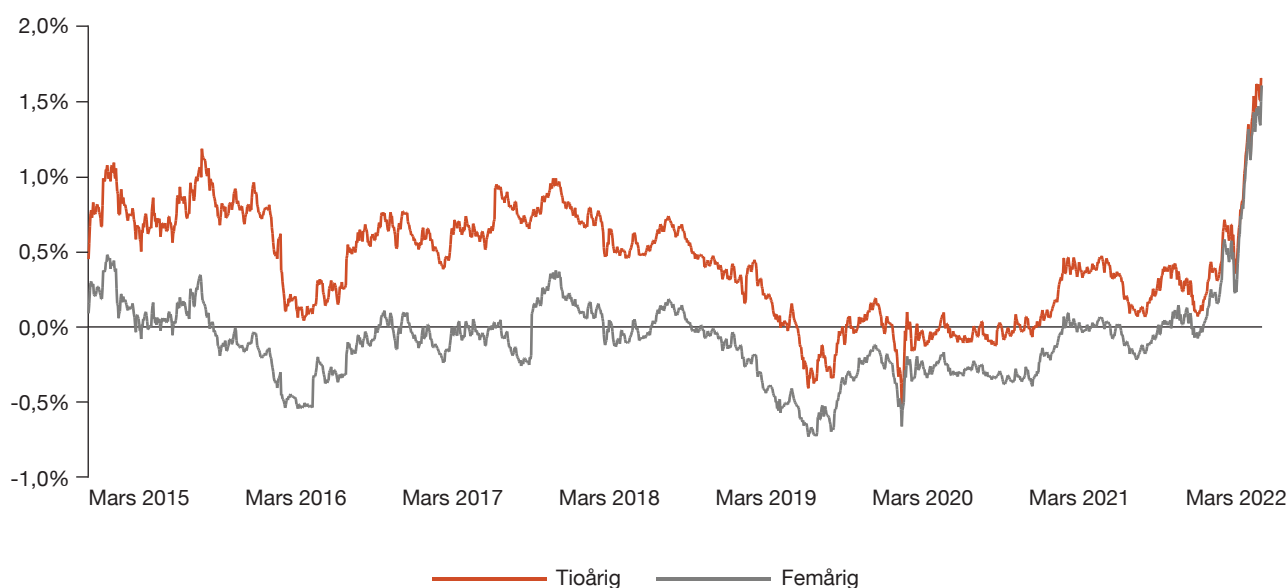
Bland de respondenter som använder sig av en annan referensränta varierar den valda referensräntan. Respondenterna använder sig bland annat av långsiktiga amerikanska räntor eller en långsiktig normaliserad ränta baserad på realränta samt ett långsiktigt inflationsantagande.

## Respondenternas val av riskfri ränta\*

| Ränta                   | Mars 2017 | Mars 2018 | Mars 2019 | Maj 2020 | April 2021 | April 2022 |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|----------|------------|------------|
| Tioårig statsobligation | 62%       | 70%       | 69%       | 59%      | 68%        | 69%        |
| Femårig statsobligation | 11%       | 13%       | 11%       | 14%      | 3%         | 14%        |
| Annan ränta             | 27%       | 18%       | 20%       | 27%      | 29%        | 17%        |

\* Procentsatser som inte summerar till 100% beror på avrundning

## Statsobligationer



Källa: Riksbanken

# Storleksrelaterat riskpremietillägg

Enligt ett flertal studier krävs tillägg till det avkastningskrav som kan härledas med CAPM vid värdering av aktier i mindre börsnoterade företag. Vanligtvis mäts storleken i termer av börsvärde. För den amerikanska aktiemarknaden presenteras studieresultat årligen i Krolls (tidigare Duff & Phelps) "Cost of Capital Navigator".

Krolls angivna riskpremietillägg grundas på analys av långsiktiga skillnader i erhållen avkastning på aktieplaceringar beroende på bolagens marknadsvärde. De tillägg till marknadsriskpremien som anges i Krolls studie framgår i den övre tabellen nedan. För att uppskatta den storleksrelaterade riskpremien på den svenska aktiemarknaden tillfrågas aktörerna i vår undersökning om de tillämpar tillägg till avkastningskravet som härleds enligt CAPM för värdering av mindre bolag.

Då tillägg tillämpas, ombeds aktörerna kvantifiera detta med utgångspunkt i fyra olika storleksklasser av bolag (storlek definierat som börsvärde). Majoriteten av respondenterna, cirka 92 procent, angav att de tillämpar storleksrelaterade tillägg till riskpremien.

I den nedre av tabellerna sammanfattas den genomsnittligt beräknade nivån för respektive storleksklass utifrån de erhållna svaren. I tabellen anges även genomsnittligt tillämpade storleksrelaterade tillägg enligt föregående års studier.

Årets studie visar att majoriteten av storleksrelaterade risktillägg justerats ned jämfört med föregående år, med störst minskning för storleksklasserna 5 000 MSEK och 2 000 MSEK, som minskat med 0,2 procentenheter vardera. Storleksklassen 500 MSEK minskade med 0,1 procentenheter medan storleksklassen 100 MSEK ökade med 0,1 procentenheter.

## Storleksrelaterad riskpremie – Kroll, 2022 Cost of Capital Navigator

| Marknadsvärde i miljoner USD | Marknadsvärde i miljoner SEK* | Storleksrelaterad riskpremie |
|------------------------------|-------------------------------|------------------------------|
| 1 306 till 2 165             | 12 315 till 20 405            | 1,3%                         |
| 629 till 1 306               | 5 931 till 12 312             | 1,2%                         |
| 290 till 628                 | 2 734 till 5 918              | 2,1%                         |
| 190 till 289                 | 1 796 till 2 724              | 3,3%                         |

\* Beräknat på en kurs motsvarande 9,43 SEK/USD

## Storleksrelaterad riskpremie – PwC:s riskpremiestudie

| Storlek              | Mars 2015 | Mars 2016 | Mars 2017 | Mars 2018 | Mars 2019 | Maj 2020 | April 2021 | April 2022 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|------------|------------|
| Börsvärde 5 000 MSEK | 0,5%      | 0,6%      | 0,6%      | 0,5%      | 1,1%      | 1,2%     | 0,9%       | 0,7%       |
| Börsvärde 2 000 MSEK | 1,2%      | 1,3%      | 1,2%      | 1,2%      | 1,9%      | 2,0%     | 1,9%       | 1,7%       |
| Börsvärde 500 MSEK   | 2,3%      | 2,6%      | 2,4%      | 2,3%      | 2,9%      | 3,2%     | 3,0%       | 2,9%       |
| Börsvärde 100 MSEK   | 3,6%      | 3,9%      | 3,8%      | 3,9%      | 4,2%      | 4,6%     | 4,2%       | 4,3%       |

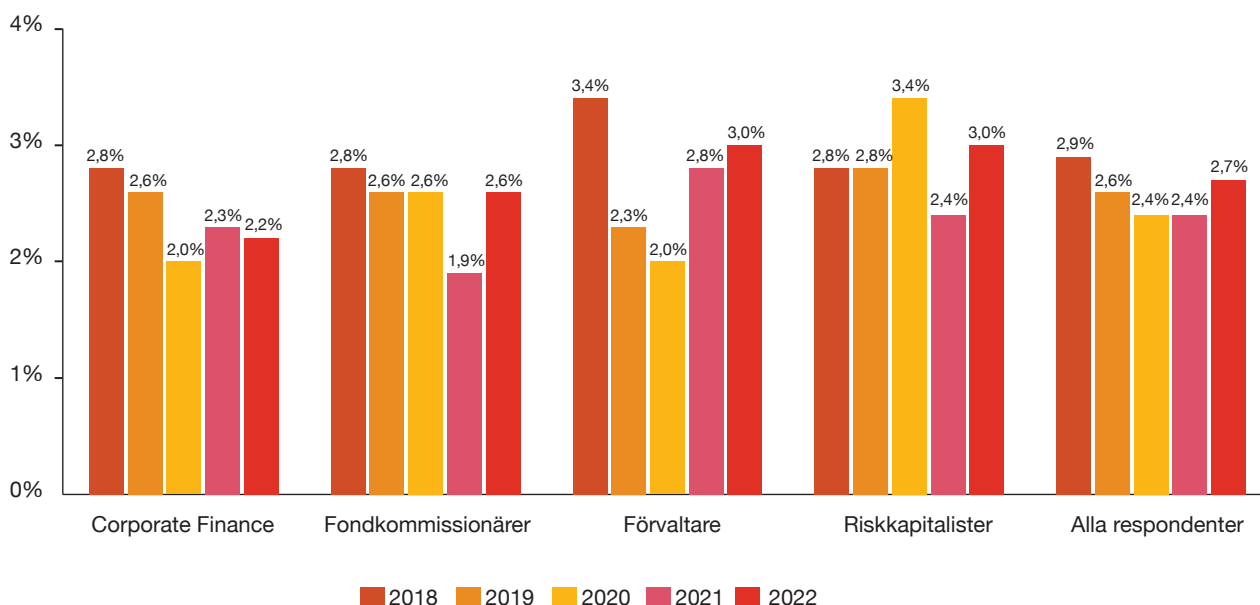
# Normaliserad långsiktig riskfri ränta

Under 2021 och i början av 2022 befann sig de svenska statslåneräntorna fortsatt på historiskt låga nivåer. Mot bakgrund av detta återkommer frågan från de senaste årens undersökningar angående respondenternas bedömning av en normaliserad långsiktig riskfri ränta.

Respondenterna bedömer, i genomsnitt, att en normaliserad långsiktig riskfri ränta motsvarar 2,7 procent. Den bedömda nivån skiljer sig mellan kategorierna, men samtliga kategorier återfinns inom intervallet 2,2–3,0 procent, vilket är betydligt högre än räntan på en svensk tioårig statsobligation. Vid studiens genomförande var räntan på en svensk tioårig statsobligation cirka 1,2 procent.

Aktörerna inom kategorierna riskkapitalister samt förvaltare angav den högsta normaliserade riskfria räntan om 3,0 procent, medan aktörer inom kategorin Corporate Finance bedömde en nivå om 2,2 procent, vilket utgör den lägsta angivna nivån.

## Normaliserad långsiktig riskfri ränta



# Krigets påverkan på avkastningskravet

Den 24 februari 2022 inledde Ryssland en militär invasion av Ukraina efter en tid av förhöjd militär närvaro och spänningar vid landets gränser. Omvärlden har svarat med omfattande sanktioner riktade mot Ryssland, vars långsiktiga ekonomiska påverkan är osäker. Den svenska aktiemarknaden, liksom många andra europeiska marknader, föll kraftigt till följd av invasionen.

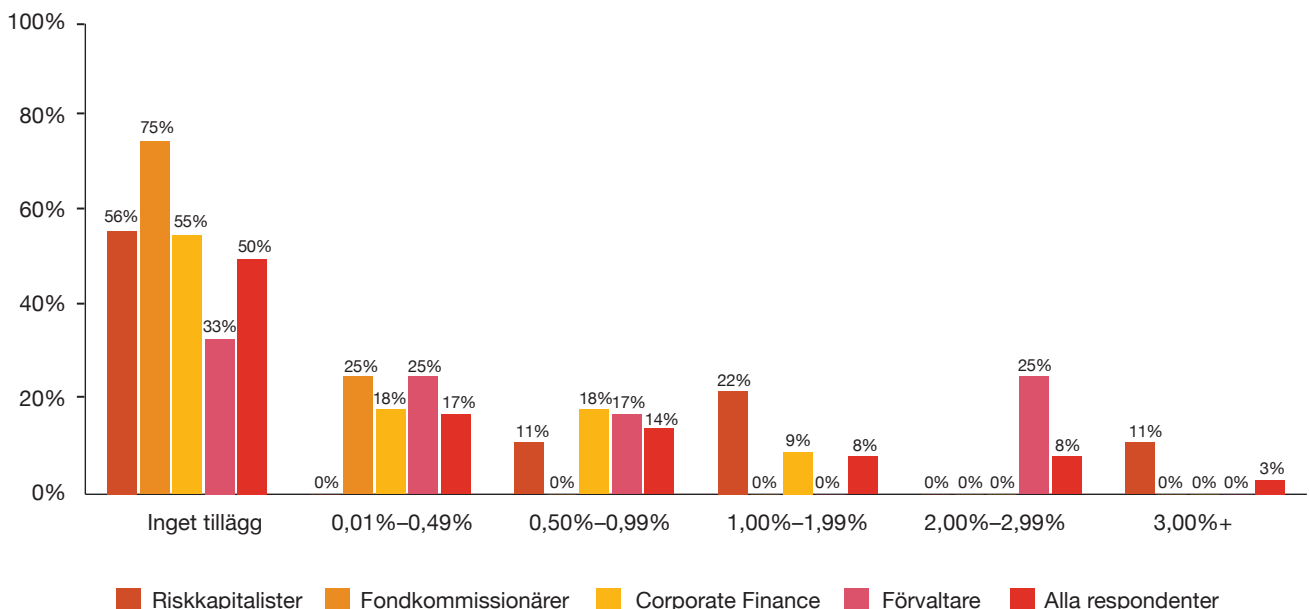
Mot bakgrund av ovan ställdes en fråga i årets studie om huruvida respondenterna applicerar ett riskpremietillägg för att spegla osäkerheter om framtiden till följd av kriget i Ukraina.

Vi konstaterar att hälften av respondenterna applicerar ett riskpremietillägg relaterat till konflikten i Ukraina. Högst andel observeras inom kategorin förvaltare, där

två tredjedelar applicerar ett riskpremietillägg kopplat till kriget i Ukraina. För fondkommissionärer uppgår motsvarande andel till 25 procent, vilket är den lägsta andel som observerats.

Studien visar att majoriteten av de som applicerar ett riskpremietillägg använder ett tillägg under en procent. Vidare angav drygt åtta procent av respondenterna att de applicerar ett riskpremietillägg om 1,00-1,99 procent, och en lika stor andel angav ett tillägg om 2,00-2,99 procent. Avslutningsvis ser vi att endast tre procent av respondenterna applicerar ett riskpremietillägg om minst tre procent.

## Riskpremietillägg till följd av Rysslands invasion i Ukraina



PwC Sverige är marknadsledande inom revision och rådgivning med 2 800 medarbetare runt om i landet – vi finns där du finns! Vårt syfte är att skapa förtroende i samhället och lösa viktiga problem och våra värderingar genomsyrar allt vi gör.

Vi är proaktiva rådgivare som drivs av att förstå dig och våra övriga 33 000 kunders verkliga behov och hitta lösningar på komplexa affärsutmaningar – oavsett vilken fas din verksamhet befinner sig i. Det som gör oss unika är att vi kombinerar den senaste tekniken och samverkan mellan våra specialister. Vi är en community of solvers som är med dig hela vägen!

PwC Sverige är en självständig och oberoende juridisk enhet som ingår i det globala PwC-nätverket med 295 000 medarbetare i 156 länder. Det gör att vi kan dela med oss av kunskaper och erfarenheter globalt och tillsammans leverera relevanta lösningar som skapar förtroende och långsiktigt hållbara värden för såväl våra kunder som samhället i stort.

Läs mer på [www.pwc.se](http://www.pwc.se)

