

*Johan Brandrup-Wognsen
& Mikael Stenbom:*

**Optioner – ABC för handel i
aktieoptioner**

*Fredrik Ljungström
& Marc Rothfeldt:*

Optioner

Den svenska optionsmarknaden har sedan juni 1985 expanderat snabbt och tilldragit sig stort intresse. Detta har skapat marknad för böcker om optioner. I stort sett samtidigt har nu två böcker publicerats som båda gör anspråk på att kunna läsas av personer utan direkta förkunskaper. Vid en första genombläddring och läsning av baksidestexterna kan man få intrycket att böckerna riktar sig till samma marknad och är direkta konkurrenter. En ordentligare genomgång visar dock att de är rätt olika.

Optioner – ABC för handel i aktieoptioner av Johan Brandrup-Wognsen och Mikael Stenbom har utgivits av Timbro. Den är en pedagogisk och välskriven introduktion till optionsbegreppet och till den svenska aktieoptionsmarknaden, som präglas av författarnas undervisningsvana och inte kräver andra förkunskaper än vana vid att läsa någon ekonomisk tidskrift. Till lätläsheten bidrar en god typografisk utformning. Boken är en lämplig introduktion för aktieplacerare, som börjar intressera sig för optioner, liksom för anställda på banker och andra institutioner, som kommer i kontakt med op-

tionshandeln. Genom sin goda beskrivning av institutionella förhållanden, skatteregler och transaktionskostnader är den även en bra introduktion för akademiker, som vill göra empiriska studier av den svenska optionsmarknaden.

Optioner av Fredrik Ljungström och Marc Rothfeldt har utgivits av SNS och täcker delvis samma område som Timbro-boken. Författarnas huvudintresse har dock uppenbarligen varit de mer avancerade avsnitten, som behandlar dels portföljer av aktier och olika optioner dels olika "strategier". När man läser bägge böckerna, beklagar man att inte arbetet på dem kunnat samordnas, så att Ljungström och Rothfeldt helt koncentrerat sig på att skriva en fortsättningsbok. Nu är den så pass svår, att man som förkunskaper bör ha antingen Timbro-boken, väl förstådd, eller också en kurs i finansiell ekonomi i civilekonomexamen. Boken förefaller vända sig dels till personer, som förvaltar optionsportföljer, dels till andra som vill hänga med i snacket bland optionsmäklare och unga finanslejon. Man lär sig använda begrepp som Tidsbutterflyn, Ratiospreading, Straddles och Gammanneutral position.

För den akademiske forskaren är boken stundom provande. Delvis beror detta på att författarna undviker matematiskt språk (även om de ibland förfaller till att tala om andraderivator och lognormala fördelningar). Troligen skulle en del avsnitt bli klarare om man kunde använda enkla formler. Vårre är att avsnittet om optionsportföljstrategier delvis påminner om en presentation av system för roulettspel. Författarna påstår där (s 165) att vissa strategier får "mycket goda utfall". Analysen av i vad mån man genom ökat risktagande får högre förväntad avkastning är oklar och utsagorna om olika strategiers resultat baseras inte på något redovisat underlag.

Däremot får man i andra avsnitt en klar bild av vilka arbitrageaffärer som kan vara möjliga och hur man kan konstruera portföljer så att man får exakt den riskfördelning som man önskar. Boken har också en värdefull litteraturförteckning.

Båda böckerna har problem med att visa hur optioner skall värderas och hur

placerare kan bedöma om de är övervärderade eller ej. Detta är naturligt, eftersom förståelse av de teoretiska värderingsmodellerna såsom Black-Scholes kräver god kunskap i finansiell ekonomi och avancerad matematik.

Brandrup-Wognsen och Stenbom har valt att ge en bra presentation av hur gränserna för optionernas värde bestäms och av hur optionsvärdet påverkas av faktorer som lösenpris, aktiekursens rörlighet, ränteläget och löptiden. De är mycket angelägna om att varna amatören för att fästa avseende vid de teoretiska värden som publiceras i tidningarna. De understryker att dessa värden ej tar hänsyn till skatter, transaktionskostnader, räntemarginaler m m och hävdar att en avvikelse mellan marknadspris och teoretiskt värde troligast beror på att det teoretiska värdet är fel. Endast den som verkligen begriper formlerna bör försöka utnyttja eventuell felaktig prissättning. Dessutom beror optionens värde för varje placerare i hög grad på hans specifika förutsättningar.

Även Ljungström och Rothfeldt betonar att det är marknadspriserna som är de "rätta" priserna. De noterar dock att på väl fungerande kapitalmarknader, såsom den amerikanska, överensstämmer marknadspriser och teoretiska värden väl. I Sverige är överensstämmelsen sämre, därför att arbitrageaffärer inte kan genomföras på grund av att säljoptioner ännu inte finns och blankning av aktier i praktiken är förbjuden. De teoretiska värdena blir då i huvudsak av intresse när man jämför värderingen av olika optioner på samma aktie.

Ljungström och Rothfeldt presenterar idén bakom analytisk optionsvärdering och Black-Scholes formel. Presentationen är kortfattad och kan ej ersätta den härledning som finns i läroböcker i finansiell ekonomi såsom Copeland & Weston [1983].

En tanke som jag själv fått då jag läst böckerna är att det är en angelägen forskningsuppgift att jämföra de svenska marknadspriserna på aktieoptioner med de teoretiska värdena och att försöka förklara avvikelserna med brister i den teoretiska modellen. Såvitt jag vet har ännu inga så-

dana undersökningar gjorts. Frågan är möjligen om de publicerade optionskurserna är tillräckligt tillförlitliga uttryck för de verkliga betalkurserna.

Ekon dr *RAGNAR LINDGREN*
Nationalekonomiska institutionen
Handelshögskolan

Referens

Copeland, T E & Weston, J F, [1983], *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley, Reading, Mass.