

Gjestekommentar

Aksjefokus:

Aksjelotteriet

Er det smart å handle aksjer? Normalt ikke, ifølge to nye studier fra USA og Norge.



Trym Riksen
Formuesforvaltning

Hendrik Bessembinder, en amerikansk finansprofessor, har nylig sett på avkastningen i enkeltaksjer i den tiden aksjene er notert på børs. Dette høres kanskje ikke banebrytende ut, men våkne øyne vil merke en vesentlig forskjell fra tidligere studier.

Normalt har finansforskere sett på den langsiktige avkastningen i hele aksjemarkedet, dvs. i et lands totalindeks, som for eksempel OSEBX eller Standard & Poor's 500.

Dimson, Marsh og Staunton (DMS), tre britiske finansprofessorer, har de siste årene avdekket aksjeavkastningen på tvers av over 20 land over hele verden, fra 1900 til i dag. Og DMS-tallene forteller oss at globale aksjer har gitt en inflasjonsjustert, annualisert gjennomsnittsavkastning på 5,2 prosent; det gir en årlig risikopremie på 4,3 prosent over statskassveksler (dvs. risikofrie rentepapirer med svært kort løpetid). De globale DMS-tallene gjenfortelles når man åpner opp databasen og ser på lokale variasjoner; samtlige lands aksjemarkeder har historisk gitt investorene en avkastning som ligger over risikofri rente. Derfor kan man med god samvittighet anbefale aksjeinvesteringer hvis man følger en viss oppskrift; dvs. å plassere pengene i så mange aksjer som mulig slik at risikospredningen maksimeres.

Mens finansforskere alltid har sett på den pengevektede gjennomsnittsavkastningen i hele aksjemarkedet, som om du eide samtlige aksjer i markedet, så Bessembinder for første gang systematisk på avkastningen i én og én enkeltaksje i hele dens levetid, fra den noteres til den eventuelt tas av

børs. Tallene dekker perioden fra 1926 til 2016 og omfatter 26.000 aksjer. Mens finansforskere alltid har sett på den pengevektede gjennomsnittsavkastningen, ser Bessembinder på medianen. Medianperspektivet er interessant fordi det er mer relevant enn det pengevektede gjennomsnittsperspektivet for dem som investerer i en håndfull enkeltaksjer og ikke i hele aksjemarkedet.

Bessembinder finner at halvparten av aksjene i USA har hatt negativ avkastning. Videre ga bare 43 prosent av aksjene en avkastning som over tid var høyere enn risikofri kort rente. Det betyr at risikopremien i medianaksjen var negativ. Et relativt vanlig utfall har vært å tape alle pengene ved enkeltaksjeinvesteringer. Men det finnes gull i kurven av mest gråstein; fire prosent av selskapene har stått for hele verdiskapningen i det amerikanske aksjemarkedet. Og her er vi ved kjernen av aksjemystikken: Det er et bitte lite utvalg aksjer som forklarer den markedsindeksavkastningen vi normalt snakker om.

Et par driftige studenter ved Norges Handelshøyskole, Jørund Norang og Fridrik Røssland Agustsson, leverte i juni i år en masterutredning som kopierer Bessembinder, men Norang/Agustsson så på norske aksjer fra 1985 til 2017 i stedet for amerikanske. Fascinerende nok finner de nøyaktige samme mønstre som i USA: De fleste aksjer har gitt en avkastning som er lavere enn statskassveksler, et relativt vanlig enkeltutfall var tap av alle pengene og et fåtall aksjer (18 selskaper, dvs. 2,7 prosent, av alle børsnoteringer) utgjør hele verdiskapningen på

Oslo Børs de siste 33 årene.

Så hva betyr medianperspektivet for folk flest, til forskjell fra det pengevektede gjennomsnittsperspektivet på aksjeavkastningen? Vi vet at de fleste aksjer – før vi tar hensyn til kurtasje og ofte betydelige forskjeller i salgs- og kjøpskurser – har gitt en avkastning under risikofri rente i sin tid på børs. Det betyr at lånefinansierte plasseringer i én eller et fåtall enkeltaksjer, finansiert til en lånerente som er over risikofri rente, har lav sannsynlighet for å lykkes på sikt hvis den ikke kombineres med en uhyre sjelden spisskompetanse. Med andre ord har lånefinansierte investeringer i en håndfull aksjer vært oppskriften på å tape penger, i endel tilfeller alle pengene; ikke helt ulikt erfaringen de fleste har fra Las Vegas, hvor det over tid bare er kasinoet som tjener penger.

Aksjefond med god risikospredning – helst globalt og ikke bare lokalt – har til sammenligning en mye høyere sannsynlighet for å få med seg litt av gullet og ikke bare gråstein i jakten på risikopremien i aksjemarkedet. ■