

■ **OPPSIKTSVEKKENDE FUNN.** BI-forskeren Øyvind Norli (bildet) har sammen med Diego Garcia sett på sammenhengen mellom en bedrifts geografiske spredning og forventet avkastning på aksjer i selskapet.

Foto: Thomas Haugersveen



■ ■ ■ Den som vil gjøre det skarpt i aksjemarkedet, bør kjøpe aksjer i den lokale sjappa.

# Geografimysteriet



**KOMMENTAR  
BÅRD  
BJERKHOLT**

Forskning fra Handelshøyskolen BI bidrar til å forklare hvorfor borte er bra, men hjemme best i aksjemarkedet.

Et av mysteriene som holder akademikere innen finansfaget våkne om natten, er hvorfor mange investorer ser ut til å oppføre seg så annerledes enn det standard portefølje-teori tilsier.

Kapitalverdimodellen, som alle økonomistudentene blir introdusert for under studiene, sier at den optimale porteføljen (høyest mulig avkastning med lavest mulig risiko) er en blanding av et risikofritt verdipapir og en bredt sammensatt portefølje av tilgjengelige verdipapirer på markedet.

Alle investorer skulle med

andre ord ønske å holde en portefølje som lignet på det norske oljefondet.

I virkeligheten investerer nordmenn i norske aksjer, svenske investerer i svenske og amerikanere liker best amerikanske selskaper.

Også når investorer skal velge blant nasjonale aksjer, oppfører de seg annerledes enn teorien tilsier. For eksempel er det dokumentert at både profesjonelle forvaltere og private investorer i det amerikanske markedet har en tendens til å foretrekke selskaper som ligger i nærheten av der de selv er lokalisert, gjerne i samme by. Slike preferanser kan hverken

**Investorer foretrekker å investere i selskaper som ikke ligger langt unna der de selv holder til**

forklares av språkbarrierer eller forskjeller i transaksjonskostnader.

Mange har lansert hypoteser om hvorfor det er slik. Noen mener det skyldes at investorer har lettere tilgang på informasjon om lokale selskaper, andre

viser til at det oppleves som mer meningsfullt å investere i nærmiljøet.

BI-forskeren Øyvind Norli har sammen med Diego Garcia fra University of North Carolina, sett nærmere på fenomenet fra en annen synsvinkel: Kan det tenkes at lokale selskaper rett og slett har høyere avkastning? Siden alle selskaper vil være lokale for noen investorer, gir spørsmålet ingen mening uten en metode for å avgjøre hva som gjør et selskap lokalt. Garcia og Norli trålet den amerikanske regnskapsdatabasen for børsnoterte selskaper i perioden 1994 til 2008 og sorterte selskaper etter hvor mange delstater som figurerte i årsrapportene.

Det de fant var oppsiktsvekkende. Selskaper med virksomhet i en eller to stater har i gjennomsnitt åtte prosent høyere årlig avkastning enn selskaper med virksomhet i tyve eller flere stater.

Det er ekstremt mye når en tenker på at avkastningen er justert for åpenbare forklaringer som forskjell i størrelse eller likviditet, det vil si hvor vanskelig det er å kjøpe eller selge aksjer i selskapet.

Forskerne mener funnet mest sannsynlig kan forklares med at

## FORSKNINGEN

■ **Hvem:** Diego Garcia University of North Carolina og Øyvind Norli ved Handelshøyskolen BI.

■ **Hvor:** Geographic dispersions and stock returns, Journal of Financial Economic, vol. 106 issue 3, 2012

■ **Hva:** En omfattende studie som ser på sammenheng mellom en bedrifts geografiske spredning og den forventede avkastningen på aksjer i selskapet.

Øyvind Norli ble tildelt publikasjonsbonus fra Norges Banks finansinitiativ for artikkelen.

lokale selskaper ikke er like kjente som selskaper med virksomhet på mange steder. Det betyr økt usikkerhet for investor. For å kompensere for usikkerheten må selskapene tilby høyere avkastning.

For investorer som nå vil satse på lokale selskaper, er den dårlige nyheten at de muligens er litt sent ute. I løpet av den perioden forskerne har sett på, har avkastningsforskjellene krympet. De var adskillig større på 1990-tallet enn de var etter 2000. I samme periode har betydningen av geografi fått større oppmerksomhet i finans-

faget. Det kan bety at smarte forvaltere har begynt å utnytte fenomenet og at meravkastningen på de lokale selskapene vil bli lavere i fremtiden.

Et annet spørsmål er om at det lar seg å gjøre å overføre funnet fra det amerikanske til det norske markedet. Det norske markedet er mye mindre enn det amerikanske. Dermed er det heller ikke like lett å forsvinne i mengden. Da skulle en også tro at forskjellen i avkastning er mindre.

Det kan være en av grunnene til at en forvalter som Skagenfondene, som har gjort jakten på «upopulære, underanalyserte og undervurderte» selskaper til sitt varemerke, har hatt størst suksess med investeringer utenfor landets grenser.

Funnet til Garcia og Norli gir uansett en påminnelse om at det ikke bare er regnskapstallene som bør være av interesse for investorer som tråler årsberetninger på jakt etter nye investeringer.

Antall distriktskontorer kan være like interessant informasjon som størrelsen på driftsmarginen.

Bård Bjerkholt er kommentator i Dagens Næringsliv  
bard.bjerkholt@dn.no