

Banker Finansavisens Innsideportefølje børsen?

*B. Espen Eckbo og Bernt Arne Ødegaard*¹

Vi leser med interesse Finansavisens oppsummering av sin 30-årige historie med *Innsideporteføljen*, med konklusjonen om at den “banker børsen.” Innsideporteføljen ble i sin tid startet samtidig som B. Espen Eckbo konkluderte i et stort NFR-finansiert forskningsprosjekt at innsidere som handlet på Oslo Børs ikke skapte avkastning utover en vanlig risikojustering (et resultat som siden ble publisert i det topp internasjonale tidsskriftet *Journal of Finance* i 1998). Vi har siden fortsatt å forske på innsidehandel i Norge, og finner det derfor naturlig å kommentere jubileet med faglige briller.

I utgangspunktet er ideén bak Innsideporteføljen interessant nok. I en nylig publisert forskningsartikkel viser vi at det norske aksjemarkedet i snitt reagerer positivt når en meldepliktig insider annonserer et innsidekjøp (*Journal of Corporate Finance*, 2025). Denne handelen medfører en økning i aksjeprisene på rundt 1.5% over et par dager etter innsidekjøpene. Men vi ser også at innsiderne som gruppe fortsatt ikke realiserer en risikojustert meravkastning.

Hva er da problemet med de resultatene som Finansavisen rapporterer for Innsideporteføljen? Ett problem er at informasjonen i innsidehandlene synes å ha kort levetid: Aksjeprisen har stabilisert seg på det litt høyere nivået etter kun et par dager. Etter den prisjusteringen er man tilbake til å realisere en normalavkastning i de aksjene insiderne har handlet.

Siden Finansavisen samler opp innsidehandler som er gjort i løpet av uken, og simulerer et kjøp på fredag—altså etter markedsreaksjonen på de publiserte handlene tidligere i uken—har vi sett på den ukentlige avkastningen justert for risiko. Som “benchmark” bruker vi ukentlig avkastning på to porteføljer konstruert fra alle aksjer på Oslo Børs—en likeveid og en verdiveid. For alle porteføljene bruker vi, i likhet med Finansavisen, sluttkurs på fredag.

Resultatet av denne beregningen er at, *før vi justerer for risiko*, har Innsideporteføljen en (annualisert) avkastning rundt 21% for hele perioden 1995-2025. Dette er klart høyere enn tilsvarende ikke-risiko-justerte markedsavkastninger på 16% (likeveid) og 19% (verdiveid) (detaljerte beregninger er tilgjengelige fra Ødegaards hjemmeside).

Som kjent evalueres ikke investeringer på forventet avkastning alene—man må også ta hensyn til risiko. Det enkleste målet på risiko er porteføljens standardavvik. *Her kommer innsideporteføljen vesentlig dårligere ut*: Standardavviket for innsideporteføljen er på 27%, mens det er kun 18.3% for den likeveide markedsporteføljen og 21.5% for den

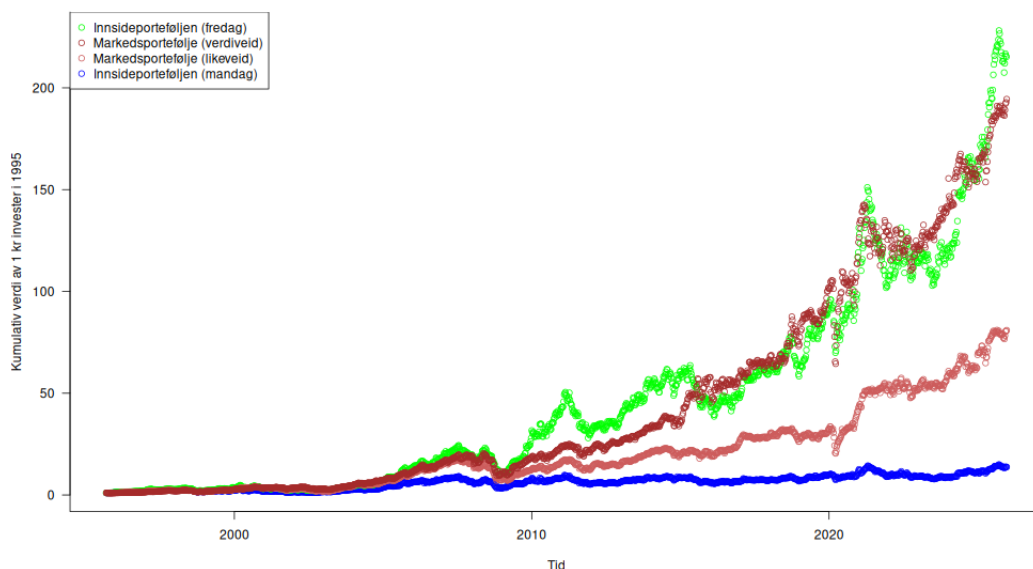
¹Eckbo: Professor, Tuck School of Business, Dartmouth College, og professor II, Norges Handelshøyskole. Ødegaard: Professor, Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger

verdiveide.

Forskjellen i risiko har en enkel forklaring: Siden Innsideporteføljen hver uke inneholder kun fem aksjer er den på ingen måte veldiversifisert. For å justere for denne risikoforskjellen bruker vi den velkjente Sharpe-raten, dvs. forholdet mellom forventet avkastning og standardavvik. Jo høyere Sharpe-rate, jo bedre “performance.” Sharpe raten til Innsideporteføljen er 0.092, mens den er 0.094 (likeveid) og 0.104 (verdiveid) for markedet som helhet.

Resultatene over er gjort ut i fra Finansavisens egen simulerte portefølje, hvor de antar at aksjene kjøpes til sluttkurs på fredag. Merk at dette ikke er en mulig investerings-strategi for en *leser* av Finansavisen. Som leser, hvis man skal kjøpe aksjene som anbefales, kan det tidligst gjøres på mandagen etter at avisens ukentlige innside-artikkel publiseres på lørdag. Den relevante ukentlige avkastningen skal derfor beregnes ut i fra sluttkurs på mandag i stedet for fredag.

Dette høres kanskje ut som en triviell endring, men det viser seg at det utgjør en betydelig forskjell i resultatene. Ved bruk av mandag-til-mandag reduseres Innsideporteføljens avkastning fra 21% til 12.5% (!). Videre reduseres Sharpe raten fra 0.092 til 0.046. En mulig forklaring på disse resultatene er at mange lesere kjøper disse aksjene på mandag, en økt etterspørsel som medfører en stor og rask prisøkning.



Som en oppsummering viser vi en illustrasjon av verdiutviklingen for de fire porteføljene diskutert over. Innsideporteføljen fredag-til-fredag (som beregnet i Finansavisen) er vist i grønt. Denne har gjort det marginalt bedre enn en verdiveid markedsportefølje i perioden.

Men det viktige poenget for en leser av Finansavisen er den blå linjen. Den viser hva en ville oppnådd ved å kjøpe aksjene i Innsideporteføljen til sluttkurs på mandag.

Konklusjon er at å følge med på innsiderne kan ha noe for seg, men da må man handle raskt, ikke vente til etter at Finansavisen har hatt sin helgeomtale.