Eru íslenskir verðbréfasjóðir með alþjóðlega fjárfestingarstefnu samkeppnishæfir við sambærilega erlenda sjóði?

Guðmundur Pálsson, Kári Sigurðsson og Sigurður G. Gíslason¹

Ágrip

Þessi grein fjallar um hvort íslenskir verðbréfasjóðir með alþjóðlega fjárfestingarstefnu séu samkeppnishæfir við sambærilega erlenda sjóði. Niðurstöður benda til þess að svo sé. Í fyrsta lagi skila íslensku sjóðirnir örlítið hærri meðalávöxtun en árangur sjóðanna er svipaður þegar búið er að leiðrétta fyrir áhættu. Íslensku sjóðirnir taka almennt meiri heildaráhættu en þeir erlendu og skýrist sá munur eingöngu af kerfisbundinni áhættu. Í öðru lagi eru ekki vísbendingar um að íslensku sjóðunum sé lokað vegna lélegs árangurs líkt og þekkist í Bandaríkjunum. Ekki eru heldur afgerandi vísbendingar um að nöfnum íslensku sjóðanna sé breytt í kjölfar lélegs árangurs. Í þriðja og síðasta lagi bera íslensku sjóðirnir lægri inn- og útgöngukostnað samanborið við þá erlendu en umsýsluþóknun er svipuð.

Abstract

This paper is about whether Icelandic mutual funds with international investments strategies are competitive with comparable foreign funds. The main results indicate that so is the case. Firstly, the Icelandic funds have a slightly higher average return but when returns have been adjusted for risk the performance is almost identical. The Icelandic funds take more risk than the foreign funds, which is explained totally by systematic risk. Secondly, there are no indications that Icelandic funds are closed or names are changed because of bad performance. Finally, the Icelandic funds have lower front load and back end load compared to the foreign funds but the management fees are similar.

JEL-flokkun: G23

Lykilhugtök: Mutual funds, Performance measurement; verðbréfasjóðir, árangursmælingar.

¹ Guðmundur Pálsson er fulltrúi í eignastýringadeild hjá Söfnunarsjóði lífeyrissréttinda. Kári Sigurðsson er lektor við Háskólann í Reykjavík og starfar við eignastýringu hjá Barclays Global Investors. Sigurður Guðjón Gíslason er sérfræðingur í eignastýringadeild Glitnis. Höfundar þakka verðbréfasjóðum Glitnis, Kaupþings, Landsbanka og VSP fyrir að veita aðgang að gögnum fyrir rannsóknina.

Inngangur

Undanfarin ár hafa eignir íslenskra lífeyrissjóða farið ört vaxandi og voru þær 135% af vergri landsframleiðslu í lok janúar árið 2007. Þetta hlutfall er með því hæsta sem þekktist í heiminum. Hluti af eignum þessara sjóða er ávaxtaður í gegnum verðbréfasjóði sem eru reknir af íslenskum sjóðastýringarfyrirtækjum. Þessir verðbréfasjóðir komu fyrst fram á sjónarsviðið um miðjan níunda áratuginn og síðan þá hefur þeim fjölgað umtalsvert og fjárfestingarflóran orðið fjölbreyttari. Um það bil tíu árum eftir að fyrstu sjóðirnir litu dagsins ljós byrjuðu sjóðastýringarfyrirtækin að bjóða upp á sjóði með alþjóðlega fjárfestingarstefnu. Fyrstu sjóðirnir af þessari tegund voru stofnaðir á seinni hluta tíunda áratugarins og í lok árs 2006 voru 15 slíkir sjóðir starfandi. Þrátt fyrir töluvert framboð af sjóðum með erlenda fjárfestingarstefnu skipa þeir ekki stóran sess ef miðað er við markaðsverðmæti. Einungis 8% af heildareignum íslenskra verðbréfasjóða (rúmir 33 milljarðar) eru alþjóðleg verðbréf sem samanstanda nær einungis af erlendum hlutabréfum (sjá mynd 1).

Mynd 1. Hlutfallsleg skipting á verðbréfaeign íslenskra verðbréfasjóða (til vinstri)² og íslenskra lífeyrissjóða (til hægri)³ í desember 2006.

Meðal stærstu viðskiptavina íslenskra sjóðastýringarfyrirtækja eru innlendir lífeyrissjóðir og þar af leiðandi ættu verðbréfasjóðirnir að endurspegla fjárfestingar þeirra.⁴ Þetta er hins vegar ekki raunin á Íslandi þegar kemur að erlendum fjárfestingum. Á meðan íslenskir verðbréfasjóðir fjárfesta áfram mestmegnis í íslenskum verðbréfum hafa lífeyrissjóðir fjárfest erlendis í auknum mæli, bæði beint og í gegnum erlenda hlutabréfasjóði. Eign íslenskra lífeyrissjóða í erlendum hlutabréfasjóðum í árslok 2006 nam um 24% af heildarverðbréfaeign eða nálægt 315 milljörðum (sjá mynd 1). Alþjóðleg verðbréfaeign íslensku verðbréfasjóðanna var hins vegar einungis um 8% af heildareignum eða 33 milljarðar í árslok 2006 og því er ljóst að íslenskir lífeyrissjóðir fjárfesta fyrst og fremst í sjóðum sem eru reknir af erlendum sjóðastýringarfyrirtækjum. Þetta gerir það að verkum að íslensku sjóðastýringarfyrirtækin missa bæði af verðmætri þekkingu við að fjárfesta á

² Heimild: Seðlabanki Íslands.

³ Heimild: Seðlabanki Íslands og heimasíða Landssamtaka lífeyrissjóða: <http://www.ll.is>.

⁴ Þess ber að geta að flestir af stærstu innlendu lífeyrissjóðunum, sem ekki eru í rekstri hjá fjármálafyrirtæki, reka eigin verðbréfasöfn og fjárfesta þar af leiðandi ekki nema að litlu leyti í innlendum verðbréfasjóðum.

erlendum mörkuðum og einnig umsýsluþóknun sem fengist fyrir að veita þessa þjónustu. Ef miðað er við 0,5% umsýsluþóknun má áætla að íslenskir lífeyrissjóðir greiði erlendum sjóðastýringarfyrirtækjum um 1,6 milljarða íslenskra króna á ári fyrir þessa þjónustu. Ef íslenskir lífeyrissjóðir myndu velja innlend fyrirtæki til að stýra þessum eignum sínum myndi það auka þekkingu og reynslu þeirra á erlendum mörkuðum. Aukin þekking og reynsla af erlendum mörkuðum gæti gefið innlendu sjóðastýringarfyrirtækjunum kost á að flytja út sína þjónustu í stað þess að kaupa hana erlendis frá.

Ætla má að val íslenskra lífeyrissjóða á sjóðastýringarfyrirtækjum byggist á gæðum þjónustunnar. Það er hins vegar ekki alltaf auðvelt að meta gæði eignastýringar. Þess vegna vaknar sú spurning hvort innlend sjóðastýringarfyrirtæki séu í raun ekki samkeppnishæf við þau erlendu. Í þessari rannsókn er leitað svara við þeirri spurningu með því að bera saman gæði innlendra verðbréfasjóða með alþjóðlega fjárfestingarstefnu og sambærilegra erlendra sjóða.

Rannsókn þessi snertir á þremur rannsóknarsviðum sem hafa öll verið könnuð erlendis en nánast ekkert verið skrifað um opinberlega á Íslandi. Í fyrsta lagi tengist hún rannsóknum á árangri verðbréfasjóða (Sjá til dæmis Malkiel (1995) og Wermers (2000)). Rannsóknarspurningin er reyndar ekki fyllilega sambærileg við helstu rannsóknir á þessu sviði að því leyti að ekki er fjallað um árangur sjóða almennt heldur er verið að kanna hvernig íslenskir sjóðir koma út í samanburði við sambærilega erlenda sjóði.

Í öðru lagi fjallar rannsóknin um hvort jákvæð tengsl séu á milli lélegs árangurs og lokunar sjóða annars vegar og lélegs árangurs og nafnabreytinga á sjóðum hins vegar. Brown og Goetzmann (1995), Elton, Gruber og Blake (1996) og Lunde, Timmermann og Blake (1999) og Liang (2001) finna jákvæð tengsl milli lélegs árangurs og lokunar sjóða. Þá finna Cooper, Gulen og Rau (2005) aukið fjárflæði inn í sjóði sem hafa nýverið breytt nafni sínu yfir í nafn sem endurspeglar vinsæla fjárfestingarstefnu.

Í þriðja og síðasta lagi fjallar rannsóknin um samanburð á kostnaði íslenskra og sambærilegra erlendra sjóða. Þónokkrar erlendar rannsóknir hafa beinst að kostnaði sjóða. Khorana, Servaes og Tufano (2007) finna töluverðan mismun á kostnaði milli landa. Niðurstöður þeirra gefa meðal annars til kynna að kostnaður sé hærri í löndum þar sem lagavernd fjárfesta er lakari. Þá sýna Barber, Odean og Zheng (2005) fram á að undanfarna þrjá áratugi hefur mismunur á kaup- og sölugengi í Bandaríkjunum lækkað á sama tíma og árlegur umsýslukostnaður hefur hækkað. Þeir telja að fjárfestar séu næmari gagnvart mismun á kaup- og sölugengi heldur en árlegum umsýslukostnaði.

Rannsóknin byggir fyrst og fremst á hefðbundinni aðferðafræði við mat á árangri verðbréfasjóða. Árangur er mældur samkvæmt meðalávöxtun og einnig leiðréttur með hliðsjón af þeirri áhættu sem sjóðirnir bera.⁵ Til að bera íslenska sjóði saman við erlenda sjóði eru þeir flokkaðir niður eftir fjárfestingarstefnum samkvæmt greiningarkerfi Morningstar og þeir síðan bornir saman við erlenda sjóði sem tilheyra sama flokki.

Ritgerðin er byggð upp á eftirfarandi hátt: Fyrsti hluti lýsir gögnunum sem liggja til grundvallar og í öðrum hluta er fjallað um aðferðafræðina. Þriðji hluti er um niðurstöður og í fjórða hluta eru helstu ályktanir dregnar saman.

⁵ Sjá til dæmis: Sharpe (1966) og Jensen (1968).

1 Lýsing á gögnum

Gögnin koma frá nokkrum upplýsingaveitum. Upplýsingar um íslenska verðbréfasjóði með alþjóðlega fjárfestingarstefnu koma frá sjóðastýringarfyrirtækjunum sjálfum.⁶ Þessir verðbréfasjóðir eru reknir af fjórum fyrirtækjum: Glitni (áður Íslandsbanki), Kaupþingi (áður KB banki), Landsbanka Íslands og Sparisjóðunum (VSP). Úrtakið nær til 23 sjóða sem reknir eru af íslenskum fyrirtækjum; 14 voru starfræktir í árslok 2006 en níu hafa verið lagðir niður eða verið sameinaðir öðrum sjóðum. Úrtakið nær yfir átta ára tímabil (1999–2006) en flestir íslensku sjóðirnir voru stofnaðir seint á árinu 1998. Þessir sjóðir eru eða voru allir skráðir sem alþjóðlegir hlutabréfasjóðir samkvæmt flokkunarkerfi Lánstrausts hf. Til að tryggja gæði gagnanna voru þau uppfærð og staðfest af rekstraraðilum. Auk þess voru allar villur leiðréttar í samvinnu við rekstraraðila. Það er því óhætt að segja að gögnin um íslensku sjóðina séu eins fullkomin og raunhæft er.

Upplýsingar um erlenda sjóði eru frá Morningstar í Evrópu. Notast var við alla sjóði sem það fyrirtæki safnar gögnum fyrir og voru starfræktir í lok árs 2006. Gagnagrunnurinn inniheldur bæði evrópska og svokallaða „offshore“ verðbréfasjóði.⁷ Ekki reyndist unnt að fá upplýsingar um sjóði sem voru lagðir niður á tímabilinu. Höfundum er ekki kunnugt um neina upplýsingaveitu sem safnar þess háttar upplýsingum fyrir evrópska verðbréfasjóði.

Viðmiðunarvísitölur eru frá Morgan Stanley Capital International (MSCI) og voru sóttar í gegnum Datastream. Viðmiðunarvísitölur sem voru notaðar fyrir hverja fjárfestingarstefnu eru þær sömu og Morningstar styðst við í sinni greiningu.

Rannsóknin er byggð á mánaðarlegum ávöxtunartölum (að teknu tilliti til árlegs umsýslukostnaðar) sem hafa verið umreiknaðar yfir í evrur til að gera ávöxtunartölur allra sjóða sambærilegar. Þar með er búið að eyða áhrifum gengisbreytinga á ávöxtun íslenskra fjárfesta. Þess ber að geta að flestir íslensku sjóðirnir og um 90% erlendu sjóðanna eru gerðir upp í evrum svo að þessi forsenda hefur ekki afgerandi áhrif á niðurstöðurnar. Samkvæmt samþykktum sjóðanna mega allir íslensku sjóðirnir (fyrir utan sjóði VSP) nota afleiður til að verja gjaldeyrisáhættu. Formlegar og óformlegar heimildir frá fyrirtækjunum sjálfum gefa hins vegar til kynna að ekki sé lögð mikil áhersla á þetta hjá þeim sjóðum og yfir það tímabil sem er til skoðunar í þessari rannsókn.

Tafla 1 gefur yfirlit yfir flokkun og fjölda sjóða. Flestir íslensku sjóðirnir voru enn þá starfræktir í lok tímabilsins og um helmingur þeirra starfræktur yfir allt tímabilið (1999–2006).⁸ Einu sjóðirnir sem ekki voru starfræktir í árslok 2006 voru atvinnugreinasjóðir Glitnis og atvinnugreinasjóðir VSP. Sjóðir Glitnis voru sameinaðir Global Equity en sjóðum VSP var öllum lokað fyrir árslok 2006. Taka þurfti sérstakt tillit til lokana á sjóðum og nafnabreytinga en hvort tveggja var nokkuð algengt hjá íslensku sjóðunum á tímabilinu.⁹ Í flestum tilvikum urðu þessar breytingar í kjölfar sameiningar Kaupþings og Búnaðarbanka Íslands árið 2003.

⁶ Sjá nánari lýsingu í ritgerð Kára, Söru og Valgerðar (2006).

⁷ Allir íslenskir sjóðir voru fjarlægðir úr gagnagrunninum.

⁸ Tafla 1 inniheldur ítarlegra yfirlit yfir starfstíma sjóðanna. Í rannsókninni var notast við gögn um alla sjóðina nema Kaupþing — Erlend hlutabréf. Ekki var hægt að nálgast ávöxtunartölur á samfelldu formi fyrir þann sjóð.

⁹ Með lokaðum sjóðum er bæði átt við sjóði sem hefur verið lokað og sjóði sem hafa verið sameinaðir öðrum. Þegar tveir eða fleiri sjóðir sameinast í einn er metið hvort sjóðunum hefur verið lokað eða hvort nýr sjóður tekur með sér einhverja sögu. Ef nýr sjóður tekur með sér sögu eins af sjóðunum er litið svo á að sá sjóður sé enn starfræktur. Hinir sjóðirnir eru hins vegar skilgreindir sem lokaðir enda ekkert framhald á þeirra sögu.

Upp komu dæmi þar sem sjóðir skiptu um nafn oftar en einu sinni á tímabilinu sem skoðað var. Nánar verður fjallað um þetta atriði í niðurstöðum um tengsl árangurs við lokanir og nafnabreytingar.

Í töflu 1 kemur fram að í flestum tilvikum var aðeins einn íslenskur sjóður undir hverri fjárfestingarstefnu en töluverður fjöldi erlendra sjóða. Nánar er farið í flokkun sjóða og gerð samanburðarmengja í næsta kafla.

Vert er að geta þess að um þriðjungur íslensku sjóðanna fjárfesta í erlendum sjóðum og eru því oft nefndir sjóðasjóðir. Þessir sjóðir eru KMS og KIF sjóðir Kaupþings, Heimssafn Glitnis og Global Equity Fund hjá Landsbankanum. Global Opportunity Fund hjá Landsbankanum fjárfestir jafnframt bæði í sjóðum og hlutabréfum. Markmið sjóðasjóða og sjóða sem fjárfesta í hlutabréfum milliliðalaust er það sama og því voru þessar tegundir sjóða ekki aðskildar í greiningunni.

Erlendis er það þekkt fyrirbæri að líkurnar á því að sjóðum sé lokað aukast eftir því sem árangurinn er lakari. Þetta gerir það að verkum að söguleg meðalávöxtun sjóða sem enn eru starfræktir er bjöguð upp á við og því verða rannsóknir sem fjalla um árangur verðbréfasjóða að taka tillit til allra sjóða sem hafa verið starfræktir á tímabilinu. Erlendu gögnin sem liggja til grundvallar þessari rannsókn ná hins vegar einungis til sjóða sem eru enn þá starfræktir og eru því sennilega bjöguð á þennan hátt. Mælingar á árangri íslensku sjóðanna með fjárfestingarstefnu skilgreinda eftir landsvæðum innihalda einungis sjóði sem eru enn þá starfræktir. Bjögunin er því sambærileg í báðum tilfellum og því ekki ástæða til að ætla að hún hafi tiltekin áhrif á niðurstöðuna. Íslensku atvinnugreinasjóðirnir eru hins vegar ekki starfræktir í dag og því má ætla að samanburðurinn við erlendu sjóðina sé íslensku sjóðunum í óhag. Þetta atriði getur hugsanlega haft áhrif á niðurstöðuna í þessu tilfelli en eins og áður hefur komið fram reyndist ekki unnt að fá gögn fyrir erlenda sjóði sem hefur verið lokað.

Tafla 1. Yfirlit yfir flokkun og fjölda sjóða.¹⁰

	Alþjóðleg hlutabréf		Alþjóðleg vaxtarfyrirtæki	
	MSCI The World Free		MSCI The World Free Growth	
Tímabil	2002–2006	1999–2006	2005–2006	2004–2006
Fjöldi íslenskra sjóða	5	3	1	1
Fjöldi erlendra sjóða	622	225	43	43
Nöfn íslenskra sjóða	Glitnir — Heimsafn, Glitnir — Global Equity, Kaupþing — KMS Global Styles, Kaupþing — KIF Global Equity og Kaupþing — KIF Bric*		Kaupþing — Global Equities**	
	Alþjóðleg verðmæt fyrirtæki		Asía	
	MSCI The World Free Value		MSCI AC Asia Pacific	
Tímabil	2005–2006	2004–2006	2002–2006	1999–2006
Fjöldi íslenskra sjóða	1	1	1	1
Fjöldi erlendra sjóða	63	63	75	42
Nöfn íslenskra sjóða	Kaupþing — Global Value		Kaupþing — KMS Asia Pacific	
	Evrópa		Norður-Ameríka	
	MSCI Europe		MSCI North America	
Tímabil	2002–2006	1999–2006	2002–2006	1999–2006
Fjöldi íslenskra sjóða	1	1	1	1
Fjöldi erlendra sjóða	356	154	232	106
Nöfn íslenskra sjóða	Kaupþing — KMS Europe		Kaupþing — KMS N-America	
	Norðurlönd		Nýmarkaðir	
	MSCI Nordic Countries		MSCI Emerging Markets	
Tímabil	2003–2006	2001–2006	2002–2006	1999–2006
Fjöldi íslenskra sjóða	1	1	1	1
Fjöldi erlendra sjóða	50	37	95	49
Nöfn íslenskra sjóða	Kaupþing — Nordic Growth		Kaupþing — KMS Emerging Markets	
	Fjármálafyrirtæki		Lyfjafyrirtæki	
	MSCI World/Finance		MSCI World/Health Care	
Tímabil	2003–2004	2001–2004	2003–2004	2001–2004
Fjöldi íslenskra sjóða	2	2	2	2
Fjöldi erlendra sjóða	58	44	85	69
Nöfn íslenskra sjóða	Glitnir — Fjármál VSP — Fjármálasjóðurinn		Glitnir — Heilsa VSP — Lyf- og líftækisjóðurinn	
	Tæknifyrirtæki			
	MSCI World/Info Tech			
Tímabil	2003–2004	2001–2004		
Fjöldi íslenskra sjóða	2	2		
Fjöldi erlendra sjóða	164	142		
Nöfn íslenskra sjóða	Glitnir — Tækni VSP — Hátækisjóðurinn			

*Kaupþing — KIF Bric er flokkaður sem alþjóðlegur sjóður þar sem fjárfestingarviðmið hans er MSCI-heimsvísitalan. Þó svo að BRIC-löndin hafi mest vægi í safninu fjárfestir sjóðurinn einnig í öðrum löndum.

**Kaupþing — Global Equities hefur fjárfestingarviðmiðið „MSCI heimsvaxtarfyrirtæki“ þrátt fyrir að nafnið gefi

¹⁰ Nafn viðmiðunarvísitölu er fyrir neðan nafn á fjárfestingarstefnu.

2 Aðferðafræði

Eins og áður hefur komið fram eru íslensku sjóðirnir bornir saman við sambærilega erlenda sjóði samkvæmt vel þekktum árangursmælikvörðum. Í þessum kafla verður samanburðarmenginu og árangursmælikvörðunum lýst nánar.

2.1 Samanburðarmengi

Samanburðarmengi fyrir hverja fjárfestingarstefnu er búið til samkvæmt flokkunarkerfi Morningstar. Heildarfjöldi samanburðarsjóða frá Morningstar í árslok 2006 voru 1.843 sjóðir sem dreifðust yfir 11 fjárfestingarstefnur. Í flestum fjárfestingarstefnum er einungis einn íslenskur sjóður en í fjórum stefnum eru þeir fleiri. Í töflu 1 má sjá yfirlit yfir samanburðarmengin, hvaða íslensku sjóðir tilheyra hvaða mengi og fjölda sjóða fyrir þau tímabil sem valin voru til skoðunar. Annað tímabilið er haft eins langt og mögulegt er til að mæla árangur við mismunandi efnahagsaðstæður. Hitt tímabilið er haft aðeins styttra til að fá stærra samanburðarmengi en samanburðarsjóðunum fækkar eftir því sem tímabilið lengist. Þar sem íslensku sjóðirnir voru starfræktir yfir mismunandi tímabil þurfti að taka ákvörðun um samanburðartímabil sérstaklega fyrir hverja og eina fjárfestingarstefnu. Stuðst var við þá reglu að nota fimm og átta ára tímabil þegar hægt var en annars voru valin tvö önnur tímabil sem samsvöruðu líftíma íslensku sjóðanna. Rannsóknartímabilið hefst í ársbyrjun 1999 og nær yfir átta ára samfellt tímabil, eða til ársloka 2006. Fimm fjárfestingarstefnur innihéldu íslenska sjóði sem höfðu verið starfræktir yfir allt tímabilið. Í hinum tilvikunum þurfti að skilgreina tímabil miðað við líftíma íslensku sjóðanna.

Fjárfestingarstefnurnar Alþjóðleg vaxtarfyrirtæki og Alþjóðleg verðmæt fyrirtæki innihéldu báðar aðeins einn íslenskan sjóð sem hafði einungis verið starfræktur í þrjú ár. Því var ákveðið að skoða samanburð yfir tveggja og þriggja ára tímabil. Samskonar staða kom upp með fjárfestingarstefnuna Norðurlönd. Þar var einungis einn íslenskur sjóður sem hafði verið starfræktur í sex ár. Í því tilfelli var ákveðið að skoða fjögurra og sex ára tímabil. Íslensku sjóðirnir sem tilheyra atvinnugreinum (Fjármála-, Lyfja- og Tæknifyrirtæki) voru heldur ekki starfræktir yfir allt tímabilið. Í hverri stefnu voru tveir íslenskir sjóðir starfandi. Sjóðir Glitnis (Fjármál, Heilsa og Tækni) voru starfandi á árunum 2001–2004 en sjóðir VSP (Fjármála-, Háætni- og Lyf- og líftækni sjóðurinn) frá árinu 2000 fram yfir mitt ár 2006. Til að geta borið tvo íslenska sjóði saman við samanburðarmengið var ákveðið að skoða tvö tímabil, annars vegar 2001–2004 (fjögurra ára tímabil) og hins vegar 2003–2004 (tveggja ára tímabil). Aðrar fjárfestingarstefnur var hægt að skoða yfir allt tímabilið.

2.2 Árangursmælikvarðar

Til viðbótar við meðaltal mánaðarlegrar ávöxtunar og heildaráhættu er frammistaða verðbréfasjóðanna jafnframt metin með tvenns konar aðferðum. Fyrri aðferðin byggir á því að meta eftirfarandi aðhvarfsjöfnu sem svipar til CAPM-líkansins:

$$(1) \quad R_{s,m} - R_{rf,m} = \alpha_s + \beta_s (R_{MSCI,m} - R_{rf,m}) + \varepsilon_{s,m}$$

þar sem $(R_{s,m} - R_{rf,m})$ er umframávöxtun sjóðs s í mánuði m og $(R_{MSCI,m} - R_{rf,m})$ er umframávöxtun viðmiðunarvísitölu í mánuði m . Hallatalan (β_s) mælir kerfisbundna áhættu sjóðsins og skurðpunkturinn (α_s) mælir ávöxtun sem er umfram þá áhættuþóknun sem kerfisbundna áhættan spáir fyrir um. Skurðpunkturinn er gjarnan kenndur við Jensen (1969). Staðalfrávik afgangslíðsins (σ_ε) er notað til að meta sértæka áhættu (e. residual risk) en það er sú áhætta sem eftir er þegar búið er að taka tillit til kerfisbundinnar áhættu.

Seinni aðferðin við að mæla árangur er vísitala Sharpe (1966):

$$(2) \quad \frac{\bar{R}_{s,m} - \bar{R}_{rf}}{\sigma_{s,m}}$$

þar sem $\bar{R}_{s,m}$ er meðaltal mánaðarlegrar ávöxtunar sjóðs s og $\bar{R}_{rf}$ er meðaltal mánaðarlegrar ávöxtunar á peningamarkaði fyrir evrur (notað sem mælikvarði fyrir áhættulausa ávöxtun). $\sigma_{s,m}$ er heildaráhætta sjóðs s mæld sem staðalfrávik á mánaðarávöxtun. Vísitala Sharpes leiðréttir árangur fyrir heildaráhættu sjóða. Með heildaráhættu er átt við bæði kerfisbundna (β) og sértæka áhættu (σ_ϵ).¹¹

3 Niðurstöður

Niðurstöðum rannsóknarinnar er skipt niður í þrjá hluta. Í fyrsta hluta er gerður samanburður á áhættu og árangri íslensku og erlendu sjóðanna. Í öðrum hluta er fjallað um íslenska sjóði sem hefur verið lokað eða hafa breytt um nafn á rannsóknartímabilinu og í þriðja og síðasta hlutanum er gerður samanburður á kostnaði íslensku og erlendu sjóðanna.

3.1 Samanburður á áhættu og árangri

Mynd 2 sýnir meðalársávöxtun sjóða í hverri fjárfestingarstefnu yfir mismunandi tímabil. Efri (neðri) brún á hverjum kassa merkir að 95% (5%) sjóðanna í samanburðarmenginu eru undir þeirri ávöxtun. Punktastrik eru svo sett við 75%-, 50%- og 25%-mörkin. Litaður kassi merkir meðalávöxtun viðmiðunarvísitölu fyrir viðkomandi fjárfestingarstefnu og tígull merkir meðalávöxtun íslensku sjóðanna sem tilheyra fjárfestingarstefnunni.

Íslensku sjóðirnir standa sig misvel gagnvart samanburðarmengjunum. Í fimm tilvikum af 22 eru þeir yfir 75%-mörkunum sem er örlítið verri útkoma heldur en að meðaltali hjá erlendu sjóðunum. Hins vegar eru íslensku sjóðirnir yfir 50%-mörkunum í 12 tilvikum sem er heldur betri útkoma en að meðaltali hjá þeim erlendu. Íslensku sjóðirnir eru síðan yfir 25%-mörkunum í alls 18 tilvikum af 22 sem er einnig aðeins betri útkoma heldur en hjá þeim erlendu. Enginn íslenskur sjóður er svo slakur að hafna undir 5%-mörkunum.

Greinilegt er að talsverður munur er á gengi íslensku sjóðanna eftir fjárfestingarstefnum en á heildina litið skila íslensku sjóðirnir örlítið hærri meðalávöxtun en sambærilegir erlendis sjóðir. Erfitt er að skýra hvað veldur því að íslenskir sjóðir skila góðum árangri innan einnar fjárfestingarstefnu og lökum árangri innan annarrar stefnu. Ef til vill eru fjárfestingarákvarðanir innan íslensku fyrirtækjanna ekki teknar á staðlaðan hátt fyrir allar fjárfestingarstefnur og því getur tilviljun haft áhrif á útkomuna.

Þegar skoðaður er samanburður á sjóðunum og viðmiðunarvísitölunni kemur í ljós að í 12 tilvikum af 22 hefur viðmiðunarvísitalan gefið betri meðalávöxtun en íslensku sjóðirnir. Íslensku sjóðirnir hafa einungis staðið sig betur í sex tilvikum og skilað sambærilegri ávöxtun í fjórum tilvikum. Á heildina litið hefur vísitalan skilað hærri ávöxtun að meðaltali. Í þeim tilvikum sem íslensku sjóðirnir standa sig betur er munurinn mjög lítill og varla marktækur (sjá mynd 2). Þess ber þó að geta að arðgreiðslur eru að fullu innifaldar í vísitölunni á meðan íslensku sjóðirnir þurfa að greiða skatt af arðgreiðslum.

¹¹ Kerfisbundin áhætta er líka kölluð markaðsáhætta og sértæk áhætta er stundum kölluð fyrirtækjabundin áhætta.

Mynd 2. Samanburður á meðalávöxtun (% á ári) innan fjárfestingarstefna.

Myndin sýnir meðalársávöxtun sjóða í hverri fjárfestingarstefnu yfir mismunandi tímabil. Efri (neðri) brún á hverjum kassa merkir að 95% (5%) sjóðanna í samanburðarmenginu eru undir þeirri ávöxtun. Punktastrik eru svo sett við 75%, 50% og 25%-mörkin. Litaður kassi merkir meðalávöxtun viðmiðunarvísitölu fyrir viðkomandi fjárfestingarstefnu og tígull merkir meðalávöxtun íslensku sjóðanna sem tilheyrja fjárfestingarstefnunni.

Tafla 2 sýnir heildarsamanburð á íslensku og erlendu verðbréfasjóðunum eftir mismunandi árangursmælikvörðum. Eins og áður er töflunum skipt niður eftir fjárfestingarstefnum og rannsóknartímabilum. Fyrstu dálkarnir fyrir hvert tímabil sýna samanburð á meðalávöxtun og á heildaráhættu. Taflan inniheldur jafnframt mat á ölfu ($\hat{\alpha}$) og vísitölu Sharpe. Alfa er mælikvarði á hæfni sjóðstjóra til að velja rétt hlutabréf í verðbréfasöfn sín (e. stock picking ability) og ná þannig hærri ávöxtun heldur en vænt áhættuþóknun fyrir kerfisbundna áhættu. Vísitala Sharpes mælir árangur sjóðs að teknu tilliti til heildaráhættu. Í töflunni er áhættu einnig skipt í kerfisbundna ($\hat{\beta}$) og í sértæka áhættu ($\hat{\sigma}_\epsilon$).

3.1.1 Áhætta

Niðurstöður í töflu 2 sýna að íslensku sjóðirnir taka meiri heildaráhættu ($\sigma_{Total\%}$) en þeir erlendu í 16 af 22 tilvikum sem er vísbending um að íslensku sjóðirnir séu í heild áhættumeiri. Jafnframt kemur fram að mismunur á kerfisbundinni áhættu sjóðanna ($\hat{\beta}$) er marktækur í 10 tilvikum af 22 og í öll skiptin er áhætta íslensku sjóðanna meiri (Asía yfir fimm og átta ár, Nýmarkaðir yfir fimm ár, Evrópa yfir fimm og átta ár, Alþjóðleg hlutabréf yfir fimm og átta ár, Norður-Ameríka yfir átta ár og Norðurlönd yfir fjögur og sex ár). Í fimm tilvikum er munurinn marktækur við 1% marktektarkröfu og í hinum fimm tilvikunum við 10% marktektarkröfu. Af þessum niðurstöðum má draga þá ályktun að kerfisbundin áhætta íslensku sjóðanna sé að öllu jöfnu meiri en hjá þeim erlendu.

Taflan gefur einnig til kynna að íslenskir sjóðir séu nokkuð sambærilegir við þá erlendu þegar kemur að sértækri áhættu (σ_ϵ). Í 11 tilvikum af 22 er áhættan meiri og í 11 tilvikum minni. Það ber þó að taka fram að í þremur tilvikum þar sem íslensku sjóðirnir bera meiri sértæka áhættu er mismunurinn talsvert mikill. Íslenskir sjóðir með fjárfestingarstefnuna Alþjóðleg hlutabréf báru 1,08 prósentustigum meiri áhættu á mánuði yfir tímabilið 1999–2006. Sömu sögu má segja um íslenska sjóði í fjárfestingarstefnunni Norðurlönd, yfir tímabilin 2003–2006 og 2001–2006 en þar var áhættan meiri sem nemur 1,25 og 0,95 prósentustigum. Ef til vill er þetta vegna þess að íslensku sjóðirnir innihalda færri fyrirtæki að meðaltali samanborið við erlenda sjóði sem tilheyra stærri sjóðastýringarfyrirtækjum. Stór sjóðastýringarfyrirtæki reka umsvifamiklar greiningardeildir og þurfa gjarnan til að fjárfesta í mörgum fyrirtækjum ef um stóran sjóð er að ræða.

Í heild gefa niðurstöður til kynna að íslensku sjóðirnir taki meiri heildaráhættu og almennt skýrist það fyrst og fremst af aukinni kerfisbundinni áhættu.

3.1.2 Ávöxtun

Tafla 2 sýnir að í fjórum tilvikum af 22 er marktækur munur á ölfum íslensku og erlendu sjóðanna (Nýmarkaðir yfir fimm ár, Alþjóðleg hlutabréf yfir fimm ár og Alþjóðleg verðmæt hlutabréf yfir tvö og þrjú ár). Í öll skiptin hafa íslensku sjóðirnir lægri ölfu og í tilfelli Alþjóðlegra verðmætra hlutabréfa er munurinn um 6% á ársgrundvelli. Mismunurinn er í einu tilviki marktækur við 1% marktektarkröfu (Nýmarkaðir yfir fimm ár) og í hinum fjórum tilvikunum er munurinn marktækur við 5% kröfu. Ef horft er fram hjá marktektarkröfum kemur í ljós að í 50% tilvika eru íslensku sjóðirnir með hærri ölfur en erlendu sjóðirnir. Í ljósi þessara niðurstaðna má því segja að íslensku sjóðirnir séu að skila svipuðum árangri og erlendu sjóðirnir samkvæmt þessum mælikvarða.

Ef vísitala Sharpe er notuð sem árangursmælikvarði sýna íslensku sjóðirnir betri árangur í 10 tilvikum af 22 (Asía yfir fimm ár, Evrópa yfir fimm og átta ár, Alþjóðleg hlutabréf yfir átta ár, Fjármálafyrirtæki yfir tvö og fjögur ár, Lyfjafyrirtæki yfir tvö og fjögur ár, Tæknifyrirtæki yfir tvö ár og Norður-Ameríka yfir átta ár). Í tveimur tilvikum skila sjóðirnir sambærilegum árangri en í 10 tilvikum er hann lakari. Niðurstaðan samkvæmt þessum mælikvarða er því sú sama og áður, þ.e. íslensku sjóðirnir skila svipuðum árangri og þeir erlendu.

Tafla 2. Samanburður á ávöxtun og áhættu íslenskra og erlendra verðbréfasjóða.

2002-2006										1999-2006									
Fjöldi	$\bar{r}(\%)$	σ	Total%	$\hat{\beta}$	$\hat{\sigma}_\epsilon(\%)$	$\hat{\alpha}$	VS	Fjöldi	$\bar{r}(\%)$	σ	Total%	$\hat{\beta}$	$\hat{\sigma}_\epsilon(\%)$	$\hat{\alpha}$	VS				
Asia																			
Kaupþing - Asia Pacific	1	0,59 (0,66)	5,08	1,05 (0,04)	-0,16 (0,18)	1,36	0,07	1	0,63 (0,67)	6,53	1,14 (0,04)	-0,14 (0,23)	2,18	0,06					
Samanburðarmengi	75	0,44 (0,90)	4,62	0,90 (0,01)	-0,23 *** (0,03)	1,78	0,05	42	0,67 *** (0,06)	5,91	0,96 (0,02)	-0,02 (0,05)	2,55	0,08					
Mismunur		0,15 (1,11)	0,46	0,15 *** (0,04)	0,07 (0,18)	-0,42	0,02		-0,04 (0,67)	0,62	0,17 *** (0,05)	-0,12 (0,23)	-0,37	-0,01					
Fjöldi jákvæðra	75																		
Fjöldi neikvæðra	1	69																	
2002-2006																			
Nýmarkaðir																			
Kaupþing - Emerging Markets	1	0,97 (0,75)	5,80	0,99 (0,02)	-0,46 *** (0,15)	1,09	0,13	1	0,93 (0,69)	6,72	0,94 (0,04)	-0,39 (0,25)	2,38	0,10					
Samanburðarmengi	95	1,24 *** (0,03)	5,32	0,88 (0,01)	-0,06 * (0,03)	1,51	0,19	49	1,18 *** (0,04)	6,50	0,93 (0,01)	-0,13 *** (0,04)	1,88	0,14					
Mismunur		-0,26 (0,76)	0,47	0,11 *** (0,03)	-0,40 *** (0,15)	-0,42	-0,06		-0,24 (0,69)	0,22	0,01 (0,04)	-0,26 (0,25)	0,50	-0,04					
Fjöldi jákvæðra	95	31																	
Fjöldi neikvæðra	1	65																	
2002-2006																			
Evrópa																			
Kaupþing - Europe	1	0,59 (0,60)	4,58	0,99 (0,04)	0,01 (0,16)	1,21	0,08	1	0,55 (0,52)	5,09	1,03 (0,05)	0,01 (0,21)	2,04	0,11					
Samanburðarmengi	356	0,45 *** (0,02)	4,42	0,92 (0,01)	-0,10 *** (0,02)	1,43	0,05	154	0,40 *** (0,02)	4,81	0,94 (0,01)	-0,11 *** (0,02)	1,96	0,08					
Mismunur		0,14 (0,60)	0,16	0,07 * (0,04)	0,11 (0,16)	-0,22	0,03		0,15 (0,52)	0,28	0,09 * (0,05)	0,12 (0,21)	0,07	0,02					
Fjöldi jákvæðra	353	100																	
Fjöldi neikvæðra	4	257																	

Staðalfrávik á stikamatí er sýnt neðan við stikamat.
 *Marktrekt við 10% marktektarkröfu, **marktrekt við 5%, ***marktrekt við 1%.
 VS er vístala Sharpe, (e. Sharpe ratio). Sharpe(1966)

Tafla 2. Samanburður á ávöxtun og áhættu íslenskra og erlendra verðbréfasjóða (framhald).

2002-2006										1999-2006									
		Fjöldi	$\bar{r}$ (%)	σ	Total%	$\hat{\beta}$	$\hat{\alpha}$	$\hat{\sigma}_\alpha$ (%)	VS			Fjöldi	$\bar{r}$ (%)	σ	Total%	$\hat{\beta}$	$\hat{\alpha}$	$\hat{\sigma}_\alpha$ (%)	VS
Alþjóðleg hlutabréf (e. Global Equity)																			
Íslensku sjóðirnir		5	0,07 (0,04)	4,36	0,99 (0,05)	0,99	-0,16 *** (0,04)	1,38 (0,04)	-0,03			3	0,38 *** (0,04)	5,90	1,06 (0,08)	0,01 (0,04)	-0,01 (0,04)	3,12	0,02
Samanburðarmengi		622	0,18 *** (0,01)	4,10	0,90 (0,01)	0,90	-0,05 *** (0,01)	1,49 (0,01)	-0,01			225	0,30 *** (0,02)	4,83	0,93 (0,01)	0,08 *** (0,02)	-0,08 *** (0,02)	2,03	0,01
Mismunur			-0,11 ** (0,04)	0,26	0,09 * (0,05)	0,09	-0,11 ** (0,04)	-0,11 (0,04)	-0,03				0,09 ** (0,04)	1,07	0,13 * (0,08)	0,07 (0,05)	1,08 (0,05)	1,08	0,02
Fjöldi jákvæðra			478				238						204				73		
Fjöldi neikvæðra			149				389						24				155		
2005-2006										2004-2006									
Alþjóðleg verðmæt fyrirtæki (e. Global Value)																			
Kaupþing - Global Value		1	0,75 (0,72)	3,44	1,07 (0,09)	1,07	-0,49 * (0,29)	1,27 (0,05)	0,16			1	0,43 (0,54)	3,17	1,10 (0,08)	-0,49 ** (0,22)	1,24	0,07	
Samanburðarmengi		63	1,23 *** (0,05)	3,44	1,00 (0,03)	1,00	0,09 * (0,05)	1,55 (0,05)	0,30			63	0,89 *** (0,04)	3,20	1,02 (0,03)	0,04 (0,04)	1,51	0,22	
Mismunur			-0,48 (0,72)	0,00	0,08 (0,10)	0,08	-0,58 ** (0,29)	-0,28 (0,29)	-0,14				-0,46 (0,54)	-0,03	0,08 (0,09)	-0,53 ** (0,22)	-0,26 (0,22)	-0,14	
Fjöldi jákvæðra			64				37						64				37		
Fjöldi neikvæðra			0				27						0				27		
2005-2006										2004-2006									
Alþjóðleg vaxtarfyrirtæki (e. Global Growth)																			
Kaupþing - Global Equities		1	1,22 ** (0,60)	2,96	0,90 (0,13)	0,90	-0,13 (0,38)	1,66 (0,05)	0,34			1	1,08 ** (0,44)	2,61	0,91 (0,10)	-0,12 (0,27)	1,45	0,34	
Samanburðarmengi		43	1,33 *** (0,06)	2,63	0,84 (0,03)	0,84	0,05 (0,05)	1,14 (0,05)	0,43			43	1,15 *** (0,05)	2,44	0,85 (0,03)	0,00 (0,05)	1,20	0,39	
Mismunur			-0,11 (0,61)	0,33	0,06 (0,13)	0,06	-0,19 (0,39)	0,51 (0,39)	-0,08				-0,07 (0,44)	0,17	0,05 (0,11)	-0,12 (0,28)	0,25	-0,05	
Fjöldi jákvæðra			44				26						44				22		
Fjöldi neikvæðra			0				18						0				22		

Staðalfrávik á stikamatni er sýnt neðan við stikamat.

*Marktækt við 10% marktæktarkröfu, **marktækt við 5%, ***marktækt við 1%.

VS er vístala Sharpe, (e. Sharpe ratio). Sharpe(1966)

Tafla 2. Samanburður á ávöxtun og áhættu íslenskra og erlendra verðbréfasjóða (framhald).

2002-2006							1999-2006						
Fjöldi	$\bar{r}(\%)$	$\sigma_{Total}\%$	$\hat{\beta}$	$\hat{\alpha}$	$\hat{\sigma}_{\epsilon}(\%)$	VS	Fjöldi	$\bar{r}(\%)$	$\sigma_{Total}\%$	$\hat{\beta}$	$\hat{\alpha}$	$\hat{\sigma}_{\epsilon}(\%)$	VS
Norður - Ameríka													
Kaupþing - N-America	1	-0,26 (0,60)	4,58 (0,05)	-0,23 (0,20)	1,54 (0,20)	-0,10	1	0,23 (0,60)	5,81 (0,05)	1,01 (0,05)	-0,06 (0,27)	2,61	-0,01
Samanburðarmengi	232	-0,23 *** (0,02)	4,40 (0,01)	-0,22 *** (0,02)	1,44 (0,02)	-0,10	106	0,18 *** (0,03)	5,29 (0,03)	0,92 (0,01)	-0,11 *** (0,03)	2,12	-0,01
Mismunur		-0,03 (0,60)	0,19 (0,05)	-0,02 (0,20)	0,09 (0,09)	0,00		0,05 (0,60)	0,51 (0,05)	0,09 * (0,05)	0,05 (0,27)	0,49	0,01
Fjöldi jákvæðra	25			29				78			26		
Fjöldi neikvæðra	208			204				29			81		
2003-2006							2001-2006						
Norðurlönd													
Kaupþing - Nordic Growth	1	1,70 * (0,95)	6,56 (0,08)	1,10 (0,08)	2,79 (0,42)	0,23	1	0,53 (0,94)	7,99 (0,05)	0,99 (0,05)	0,19 (0,37)	3,13	0,04
Samanburðarmengi	50	1,78 *** (0,06)	4,60 (0,01)	0,80 (0,01)	0,51 *** (0,06)	1,54 (0,06)	37	0,65 *** (0,06)	6,18 (0,01)	0,77 (0,01)	0,16 *** (0,06)	2,18	0,07
Mismunur		-0,08 (0,95)	1,97 (0,08)	0,30 *** (0,08)	-0,48 (0,42)	1,25 (0,08)		-0,12 (0,94)	1,80 (0,05)	0,22 *** (0,05)	0,03 (0,38)	0,95	-0,03
Fjöldi jákvæðra	51			49				37			22		
Fjöldi neikvæðra	0			2				1			16		

Staðalfrávik á stikamati er sýnt neðan við stikamat.

*Marktekt við 10% marktæktarkröfu, **marktekt við 5%, ***marktekt við 1%.

VS er vísitala Sharpe, (e. Sharpe ratio). Sharpe(1966)

Tafla 2. Samanburður á ávöxtun og áhættu íslenskra og erlendra verðbréfasjóða (framhald).

2003-2004							2001-2004						
Fjöldi	$\bar{r}(\%)$	$\sigma_{Total\%}$	$\hat{\beta}$	$\hat{\alpha}$	$\hat{\sigma}_{\epsilon}(\%)$	VS	Fjöldi	$\bar{r}(\%)$	$\sigma_{Total\%}$	$\hat{\beta}$	$\hat{\alpha}$	$\hat{\sigma}_{\epsilon}(\%)$	VS
Fjármálafyrirtæki													
Íslensku sjóðirnir	2	1,09 *** (0,16)	3,98 (0,07)	0,91 (0,15)	0,15 (0,10)	1,66 (0,23)	2	-0,14 (0,15)	5,94 (0,10)	1,06 (0,10)	0,20 (0,20)	1,81 (0,20)	-0,07
Samanburðarmengi	58	1,02 *** (0,06)	4,39 (0,03)	0,95 (0,03)	0,05 (0,06)	1,88 (0,19)	44	-0,34 *** (0,05)	6,05 (0,04)	1,02 (0,04)	-0,01 (0,05)	2,11 (0,05)	-0,10
Mismunur		0,07 (0,17)	-0,41 (0,08)	-0,04 (0,12)	0,11 (0,11)	-0,23 (0,04)		0,19 (0,16)	-0,11 (0,10)	0,04 (0,10)	0,21 (0,21)	-0,30 (0,21)	0,03
Fjöldi jákvæðra	59			28				8			20		
Fjöldi neikvæðra	1			32				38			26		
Lyfjafyrirtæki													
Íslensku sjóðirnir	2	-0,19 (0,15)	4,21 (0,13)	1,04 (0,13)	0,30 (0,23)	2,39 (0,23)	2	-0,75 *** (0,05)	4,85 (0,13)	1,05 (0,13)	0,18 (0,20)	2,58 (0,20)	-0,21
Samanburðarmengi	85	-0,26 *** (0,06)	3,75 (0,02)	0,92 (0,02)	0,15 *** (0,02)	1,83 (0,12)	69	-0,91 *** (0,04)	4,78 (0,02)	0,94 (0,02)	-0,11 ** (0,04)	2,69 (0,04)	-0,24
Mismunur		0,07 (0,16)	0,45 (0,13)	0,11 (0,13)	0,14 (0,24)	0,56 (0,03)		0,16 *** (0,06)	0,07 (0,13)	0,11 (0,13)	0,29 (0,20)	-0,12 (0,20)	0,04
Fjöldi jákvæðra	19			49				1			17		
Fjöldi neikvæðra	68			38				70			54		
Tæknifyrirtæki													
Íslensku sjóðirnir	2	1,02 *** (0,01)	4,43 (0,21)	0,73 (0,21)	0,37 (0,35)	2,19 (0,35)	2	-1,25 *** (0,32)	9,77 (0,03)	0,92 (0,03)	-0,45 (0,35)	3,48 (0,35)	-0,15
Samanburðarmengi	164	1,06 *** (0,06)	5,29 (0,01)	0,88 (0,01)	0,33 *** (0,06)	2,43 (0,17)	142	-1,16 *** (0,04)	9,92 (0,01)	0,94 (0,01)	-0,34 *** (0,04)	3,27 (0,04)	-0,14
Mismunur		-0,05 (0,06)	-0,86 (0,21)	-0,14 (0,21)	0,04 (0,36)	-0,24 (0,02)		-0,09 (0,32)	-0,14 (0,03)	-0,01 (0,03)	-0,11 (0,36)	0,21 (0,36)	0,00
Fjöldi jákvæðra	166			91				5			24		
Fjöldi neikvæðra	0			75				139			120		

Staðalfæðvik á stikamati er sýnt neðan við stikamat.
 *Marktækt við 10% marktæktarkrófu, **marktækt við 5%, ***marktækt við 1%.
 VS er vístala Sharpe, (e. Sharpe ratio). Sharpe(1966)

3.2 Lokanir og nafnabreytingar á íslenskum sjóðum

Í bandarískum sjóðastýringariðnaði hafa rannsóknir sýnt fram á að líkurnar á því að sjóðum sé lokað aukast eftir því sem árangurinn er verri (Brown og Goetzmann (1995), Elton, Gruber og Blake (1996), Lunde, Timmermann og Blake (1999) og Liang (2001)). Í Bandaríkjunum er jafnframt þekkt fyrirbæri að nöfnum á sjóðum er stundum breytt til að endurspegla tísku í fjárfestingarstefnum og laða að nýja fjárfesta (Cooper, Gulen og Rau (2005)). Afleiðingin af lokun sjóða í kjölfar lélegs árangurs getur verið ofmat á meðaltalsávöxtun sjóða ef mælt er með sýni sem inniheldur einungis sjóði sem enn eru starfræktir. Þetta atriði er hins vegar ekki mikilvægt í okkar tilviki þar sem þessi rannsókn fjallar fyrst og fremst um samانبurð á árangri erlendra og íslenskra sjóða sem eru enn starfræktir í dag. Það er þó athyglisvert í ljósi erlendra rannsóknarniðurstaðna að skoða sérstaklega nafnabreytingar, sameiningu og árangur þeirra íslensku sjóða sem lokað var á tímabilinu. Mynd 3 sýnir áhrif þess á meðalávöxtun íslenskra sjóða að skoða einungis sjóði sem eru starfræktir í dag. Eins og sjá má hefur þetta lítil áhrif á meðalávöxtun, ólíkt niðurstöðum úr erlendum rannsóknum.

Mynd 3. Bjögun í ávöxtunartölum vegna sjóða sem eru ekki lengur starfræktir.

Allir sjóðir: Glitnir — Heimssafn, Kaupþing — KMS Global Styles, Kaupþing — KIF Global Equity, Kaupþing — KIF Bric, Landsbanki — Global Equity fund, Landsbanki — Global Opportunity fund, Glitnir — Sjóður 14, Kaupþing — Global Equity Class, VSP — Alþjóðasjóðurinn.

Enn þá starfræktir: Glitnir — Heimssafn, Kaupþing — KMS Global Styles, Kaupþing — KIF Global Equity, Kaupþing — KIF Bric, Landsbanki — Global Equity fund, Landsbanki — Global Opportunity fund.

Tafla 4 gefur yfirlit yfir lokanir, sameiningu og nafnabreytingar á íslensku sjóðunum. Átta nafnabreytingar urðu á tímabilinu, flestar vegna sameiningar Kaupþings og Búnaðarbanka Íslands. Í fjórum tilfellum voru sjóðir sameinaðir og alls var sjö sjóðum lokað.

Atvinnugreinasjóðir Glitnis (Fjármál, Heilsa, Lífstíll og Tækni) voru allir sameinaðir við Global Equity í árslok 2004. Nafnbreyting varð á Sjóð 12 og heitir hann Heimssafn í dag. Bæði Sjóð 13 og Sjóð 14 var lokað í júlí árið 2001.¹² Við sameiningu Kaupþings og Búnaðarbanka Íslands urðu nafnabreytingar á mörgum sjóðum. Alls voru sjö sjóðir sem breyttu um nafn. Tveir sjóðir gengu inn í Global Sector sem síðar var breytt í KIF Bric. Global Growth var búinn til úr sjóðunum Global Equity Class og Global Technology Class í byrjun árs 2004. International Equity breytti um nafn árið 2004 og heitir í dag KMS Global Styles. Um mitt ár 2005 sameinaðist svo Tech & Health þeim sjóði líka.¹³ Hjá VSP var öllum fjórum sjóðunum lokað í ágúst 2006. Þessir sjóðir höfðu allir verið starfræktir yfir jafn langan tíma, eða frá apríl árið 2000 út ágústmánuð 2006.¹⁴

Til að kanna nánar árangur þeirra sjóða sem var lokað á rannsóknartímabilinu¹⁵ var reiknuð meðalávöxtun sjóðanna að frádreginni meðalávöxtun á viðmiðunarvísitölu yfir tvö ár áður en þeim var lokað. Tölurnar voru síðan bornar saman við sambærilegar tölur fyrir þá sjóði sem enn eru starfræktir. Tafla 3 inniheldur niðurstöðurnar og þar kemur fram að í sex tilvikum af átta sýndu sjóðirnir sem var lokað betri árangur en þeir sem enn eru starfræktir. Í heildina skiluðu lokaðir sjóðir 0,11% hærri ávöxtun á mánuði eða um 1,3% á ársgrundvelli umfram viðmiðunarvísitölu og því er ekki tilefni til að álykta að ástæður lokana hafi verið lélegur árangur gagnvart öðrum íslenskum sjóðum né erlendum sjóðum. Ekki virðast því vera jákvæð tengsl milli lokana sjóða og lélegs árangurs líkt og erlendar rannsóknir hafa leitt í ljós.

¹² Samkvæmt upplýsingum frá framkvæmdastjóra Glitnis sjóða hf. er ástæðan fyrir sameiningu atvinnugreinasjóðanna við Global Equity sú að íslenskir lífeyrissjóðir vilja langflestir fjárfesta í alþjóðlegum sjóðum frekar en atvinnugreina eða landsvæðabundnum sjóðum. Framkvæmdastjóri Glitnis sjóða hf. sagði einnig að ástæðan fyrir nafnabreytingu á Sjóð 12 væri sú að nafnið Heimssafn væri meira lýsandi fyrir sjóðinn og tilgang hans.

¹³ Samkvæmt forstöðumanni sjóðastýringar hjá Kaupþingi banka voru sameiningar og lokanir sjóða gerðar sökum hagræðingar. Við sameiningu bankanna runnu tvær eignastýringar saman, við það tvöfaldaðist framboð sjóða og því var ákveðið að keyra nokkra þeirra saman og breyta heiti á öðrum.

¹⁴ Samkvæmt upplýsingum frá VSP er helsta ástæðan fyrir lokun sjóðanna sú að einfalda sjóðaframboð fyrirtækisins.

¹⁵ Með lokuðum sjóðum er hér bæði átt við sjóði sem hefur verið lokað og sameinaðir öðrum. Sameinaðir sjóðir teljast lokaðir ef engin saga flyst með þeim.

Tafla 3. Hlutfallslegur árangur sjóða sem var lokað.

Lokaðir sjóðir: Glitnir — Fjármál, Glitnir — Heilsa, Glitnir — Tækni, Kaupþing — Einingarbréf 6, VSP — Fjármálasjóðurinn, VSP — Lyf- og líftækisjóðurinn, VSP — Háteknisjóðurinn, VSP — Alþjóðasjóðurinn.

Starfandi sjóðir: Glitnir — Global Equity, Glitnir — Fjármál, Glitnir — Heilsa, Glitnir — Heimssafn, Glitnir — Tækni, Kaupþing — KMS Emerging Markets, Kaupþing — Global Equities, Kaupþing — Nordic Growth, Kaupþing — KIF Bric, Kaupþing — KIF Global Equity, Kaupþing — KMS Asia Pacific, Kaupþing — KMS Europe, Kaupþing — KMS Global Styles, Kaupþing — KMS N-America, Landsbankinn — Global Equity fund, VSP — Alþjóðasjóðurinn, VSP — Fjármálasjóðurinn, VSP — Háteknisjóðurinn, VSP — Lyf- og líftækisjóðurinn.

Tímabil	2001–2002	2003–2004	2005–2006
Fjöldi lokaðra sjóða	1	3	4
Fjöldi starfandi sjóða	16	15	12
Meðalávöxtun lokaðra sjóða umfram viðmiðunarvísitölu	-0,10%	0,10%	-0,04%
Meðalávöxtun starfandi sjóða umfram viðmiðunarvísitölu	-0,22%	-0,14%	0,00%
Mismunur	0,12%	0,24%	-0,04%
Fjöldi lokaðra sjóða með hærri ávöxtun að frádreginni ávöxtun viðmiðunarvísitölu samanborið við meðaltal þeirra sjóða sem ekki var lokað	1	3	2

Tafla 4. Sameining, nafnabreytingar og lokanir verðbréfasjóða.

	Var	Í dag	Aðgerð	Dagsetning
Glitnir	Sjóður 12	Heimssafn	Nafnabreyting	
	Fjármál			
	Heilsa			
	Lífstíll	Global Equity	Sameining	
	Tækni			
Kaupþing	Global Equity Class	Global Growth	Sameining	jan. 2004
	Global Technology Class			jan. 2004
	Global Value Class	Kaupthing Fund Global	Nafnabreyting	
	Nordic Growth Class	Kaupthing Fund Nordic	Nafnabreyting	
	Einingabréf 6		Lokað	jan. 2004
	Alþjóða hlutabréfasjóðurinn	KMS Global Equity	Nafnabreyting	jan. 2004
	Framsækni Alþjóða hlutabréfasjóðurinn	KMS Global Sector	Innganga	jan. 2004
	KB Erlend Hlutabréf	Kaupthing Erlend	Nafnabreyting	
	Global Growth Class	Kaupthing International	Nafnabreyting	jan. 2004
	Nýtæknisjóðurinn	KMS Global Sector	Innganga	nóv. 2003
	Kaupthing SICAV New Opportunities	KMS Emerging Markets	Nafnabreyting	jan. 2004
	Kaupthing SICAV Intl. Equity	KMS Global Styles	Nafnabreyting	jan. 2004
	Kaupthing SICAV Tech & Health		Lokað	jún. 1905
	Kaupthing SICAV Asia	KMS Pacific	Nafnabreyting	jan. 2004
	Kaupthing SICAV Europe	KMS Europe	Nafnabreyting	jan. 2004
	Kaupthing SICAV America	KMS North America	Nafnabreyting	jan. 2004
VSP	Alþjóðasjóðurinn		Lokað	ágú. 2006
	Fjármálasjóðurinn		Lokað	ágú. 2006
	Hátæknisjóðurinn		Lokað	ágú. 2006
	Lyf- og tæknisjóðurinn		Lokað	ágú. 2006

Sama aðferðafræði var notuð þegar skoðaður var hlutfallslegur árangur sjóða sem breyttu um nafn. Skoðaðir voru fimm sjóðir af átta sem breyttu um nafn.¹⁶ Þeir sjóðir sem breyttu um nafn skiluðu lægri ávöxtun heldur en meðaltal þeirra sjóða sem breyttu ekki um nafn í þremur tilvikum af fimm. Niðurstaðan er því sú sama og áður, þ.e.a.s. að engin afgerandi tengsl eru milli nafnabreytinga og árangurs.

Tafla 5. Hlutfallslegur árangur sjóða sem hafa breytt um nafn.

Sjóðir sem breyttu um nafn: Glitnir — Sjóður 12, Kaupþing — Alþjóðahlutabréfasjóðurinn, Kaupþing — KIF Bric, Kaupþing — International Equity, Kaupþing — New Opportunities

Sjóðir með óbreytt nafn: Glitnir — Global Equity, Glitnir — Sjóður 12, Kaupþing — Global Equities, Kaupþing — Global Value, Kaupþing — KMS Asia Pacific, Kaupþing — KMS Europe, Kaupþing — KMS N-America, Kaupþing — Nordic Growth, Landsbankinn — Global Equity fund, VSP — Alþjóðasjóðurinn, VSP — Fjármálasjóðurinn, VSP — Hátæknisjóðurinn, VSP — Lyf- og líftæknisjóðurinn.

Tímabil	2002–2003	2004–2005
Fjöldi sjóða sem breyttu um nafn	3	2
Fjöldi sjóða sem breyttu ekki um nafn	11	8
Meðalávöxtun umfram viðmiðunarvísitölu hjá sjóðum sem breyttu um nafn	-0,32%	0,16%
Meðalávöxtun umfram viðmiðunarvísitölu hjá sjóðum sem breyttu ekki um nafn	-0,20%	-0,13%
Mismunur	-0,12%	0,29%
Fjöldi sjóða sem breyttu um nafn og höfðu hærri ávöxtun heldur en meðalávöxtun þeirra sem breyttu ekki um nafn	1	1

3.3 Samanburður á kostnaði

Bandarískar rannsóknir hafa yfirleitt sýnt fram á neikvætt samband milli árlegs umsýslukostnaðar og ávöxtunar verðbréfasjóða (Sjá t.d. Carhart (1997)). Samkvæmt þeirri niðurstöðu eru kostnaðarsamari sjóðir að meðaltali verri heldur en sambærilegir ódýrari sjóðir. Samanburður á kostnaði er samt nokkuð vandasamur þar sem fjárfestar greiða oft mismunandi umsýslukostnað eftir umfangi viðskipta og rannsakendur hafa yfirleitt bara aðgang að listaverði. Í okkar tilfelli var notast við listaverð fyrir árið 2006 til að bera saman kostnað íslensku verðbréfasjóðanna við tölur um þá erlendu. Samanburður á kostnaði sjóðanna er gerður á grundvelli hlutdeildarskírteina (e. share class) en erlendir sjóðir gefa gjarnan út tvær til þrjár tegundir hlutdeildarskírteina sem bera mismunandi kostnað.

Samanburðurinn var gerður í tvennu lagi. Í fyrsta lagi var borinn saman meðalárs umsýslukostnaður og í öðru lagi meðal inn- og útgöngukostnaður (e. front load, back end load).¹⁷ Niðurstöður sýna að íslensku sjóðirnir eru með nánast sömu meðaltalsþóknun og

¹⁶ Þrír sjóðir Kaupþings breyttu um nafn þannig að skammstöfun var sett fyrir framan það gamla. Þetta var talin vera minniháttar breyting og því eru þeir ekki teknir með í matinu. Til dæmis var Kaupþing SICAV Europe einungis breytt í KMS Europe.

¹⁷ Á Íslandi er þessi kostnaður skilgreindur sem mismunur á kaup- og sölugengi.

þeir erlendu. Mismunurinn er 0,06% og er tölfræðilega ómarktækur. Íslensku sjóðirnir rukka um 1,52% í umsýslukostnað að meðaltali á ári en þeir erlendu um 1,58%.

Þegar borinn er saman mismunur á kaup- og sölugengi íslensku sjóðanna við mismun á samanlögðum inn- og útgöngukostnaði erlendu sjóðanna eru íslensku sjóðirnir talsvert ódýrari. Munurinn er nokkuð mikill eða 1,23%. Þessi munur er hins vegar ekki tölfræðilega marktækur. Íslensku sjóðirnir taka að meðaltali 1,95% á meðan þeir erlendu rukka 3,18%.¹⁸ Þess ber þó að geta að inn- og útgöngukostnaður erlendu sjóðanna er stundum háður skilyrðum sem ekki er hægt að afla upplýsinga um. Til dæmis getur útgöngukostnaður fallið niður eftir tiltekinn tíma ef fjárfestir lætur peninga liggja óhreyfða í sjóðnum.

Niðurstaðan er því sú að árlegur umsýslukostnaður íslensku sjóðanna samkvæmt listaverði er sambærilegur og hjá þeim erlendu en samanlagður inn- og útgöngukostnaður er töluvert lægri að meðaltali hjá þeim íslensku.

4 Lokaorð

Þessi rannsókn metur samkeppnishæfni íslenskra verðbréfasjóða gagnvart sambærilegum erlendum verðbréfasjóðum. Rannsóknin gefur vísbendingar um að íslensku sjóðirnir skili örlítið hærri ávöxtun að meðaltali en þeir erlendu en nokkuð lakari ávöxtun en viðmiðunarvísitala MSCI. Þegar árangur sjóðanna er metinn með tilliti til áhættu kemur hins vegar í ljós að íslensku sjóðirnir skila sambærilegum árangri við þá erlendu.

Heildaráhætta íslensku sjóðanna er aðeins meiri en gengur og gerist meðal þeirra erlendu. Heildaráhættan er meiri í 16 af 22 tilvikum og því vísbending um að íslensku sjóðirnir séu ívið áhættumeiri. Þessi munur sjóðanna liggur aðallega í kerfisbundinni áhættu, en hún er nokkuð meiri hjá þeim íslensku. Það er þó mikilvægt að taka fram að munurinn er aðeins tölfræðilega marktækur í 10 af 22 tilvikum, en í öllum þeim tilvikum er kerfisbundin áhætta íslensku sjóðanna meiri. Í mjög fáum tilvikum var afgerandi munur á sértækri áhættu. Mismunurinn á meðalávöxtun skýrist því af meiri kerfisbundinni áhættu.

Talsvert var um lokanir og breytingar á sjóðum á tímabilinu. Lélegur árangur og lokanir á sjóðum höldust ekki í hendur. Ekki voru heldur sterkar vísbendingar um að nafnabreytingar hafi verið gerðar í kjölfar lélegs árangurs.

Umsýslugjald íslensku og erlendu sjóðanna er mjög áþekkt. Talsverður munur er hins vegar á inn- og útgöngukostnaði sjóðanna. Kostnaður íslensku sjóðanna er um 1,95% að meðaltali á móti 3,18% hjá þeim erlendu. Mismunur milli sjóðanna er því tæplega 1,23%.

Í heild má draga þá ályktun að íslenskir verðbréfasjóðir með alþjóðlega fjárfestingarstefnu séu samkeppnishæfir við sambærilega erlenda sjóði.

¹⁸ Viðauki B inniheldur dreifingu á kostnaðartölum.

Heimildir

- Barber, B. M., Odean, T. & Zheng, L. (2005). Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows. *Journal of Finance*, 78, 2095–2120.
- Brown, S.J. & Goetzmann, W.N. (1995). Performance Persistence. *Journal of Finance*, 50, (nr. 2), 679–698.
- Carhart, M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 52, 57–82.
- Cooper, M.J., Gulen, H. & Rau, P.R. (2005). Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows. *Journal of Finance*, 60, (nr. 6), 2825–2858.
- Elton, E.J., Gruber, M.J. & Blake, C.R. (1996). Survivorship Bias and Mutual Fund Performance. *The Review of Financial Studies*, 9, (nr. 4), 1097–1120.
- Glitnir sjóðir hf. (2007). Gögn um ávöxtun og þóknun verðbréfasjóða.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1966. *The Journal of Finance*, 23, 389–416.
- Kaupþing banki. (2007). Gögn um ávöxtun og þóknun sjóða. Sótt þann 13. janúar 2007 af veraldarvefnum: <http://sjodir.kaupthing.is/template19.asp?PageID=812>.
- Kaupþing banki. (2007). Sameiningar sjóða. Sótt þann 20. janúar 2007 af veraldarvefnum: <http://sjodir.kaupthing.is/template21.asp?pageid=1459>.
- Khorana, A., H. Servaes og P. Tufano (2007). Mutual Fund Fees Around the World. Vinnupappír.
- Landsbanki Íslands. (2007). Gögn um ávöxtun og þóknun verðbréfasjóða.
- Landssamtök lífeyrissjóða. (2007). Sótt þann 25. janúar 2007 af veraldarvefnum: <http://www.ll.is>.
- Lánstraust hf. (2007). Sótt þann 15. janúar 2007 af veraldarvefnum: http://sjodir.lt.is/ifax/?Mlval=sj_sjodir&pg=7.
- Liang, B. (2001). Hedge Funds Performance 1990–1999. *Financial Analysts Journal*, 57, (nr. 1), 11–18.
- Lunde, A., Timmermann, A. & Blake, D. (1999). The hazards of mutual fund underperformance: A Cox regression analysis. *Journal of Empirical Finance*, 6, 121–152.
- Malkiel, B. G. (1995). Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *Journal of Finance*, 50, (nr. 2), 549–572.
- Morningstar Research Plus. (2006). Morningstar Europe Ltd.. Gögn sótt 15.–31. desember 2006 af veraldarvefnum: <http://research.morningstareurope.com/advisor/default.asp>
- Kári Sigurðsson, Sara Margreta Fuxén og Valgerður Vesteinsdóttir (2006). *Hvert er aðalmálið við val á verðbréfasjóði?*. Óbirt B.Sc.-ritgerð: Háskólinn í Reykjavík, Viðskiptadeild.
- Seðlabanki Íslands. (2007). Gögn um eignaskiptingu íslenskra verðbréfasjóða.
- Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19, (nr. 3), 425–442.

- Sharpe, W. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 39, (nr. 1), 119–138.
- Sparisjóðirnir (VSP). (2007). Gögn um ávöxtun og þóknun verðbréfasjóða. Sótt þann 13. janúar 2007 af veraldarvefnum: <http://www.spar.is/categoryplain.aspx?catID=38>
- Wermers, R. (2000). Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses. *Journal of Finance*, 55, (nr. 4), 1655–1695.

B. Viðauki

Mynd 4. Dreifing á umsýsluþóknun erlendra verðbréfasjóða sem tilheyra samanburðarmengi (% á ári).

Mynd 5. Dreifing á samanlögðum inn- og útgöngukostnaði erlendra verðbréfasjóða sem tilheyra samanburðarmengi (%).