

Virk stýring hlutabréfasjóða



**Finnur Tryggvi
Sigurjónsson
og Úrsúla
Ingvarsdóttir,**
sérfræðingar í
vettvangsathugunum

1. Fjárfesting í hlutabréfasjóðum

Hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi hefur á síðastliðnum árum farið í gegnum miklar sveiflur, þar sem alþjóðlegt fjármálahrun ásamt falli stóru viðskiptabankanna árið 2008 höfðu stórvægileg áhrif á fjármálamarkaðinn. Það má með sanni segja að íslenski hlutabréfamarkaðurinn hafi skroppið saman við efnahagshrunið þar sem skráðum félögum fækkaði umtalsvert, en í lok ársins 2017 voru 16 íslensk fyrirtæki skráð á aðallista Kauphallar Íslands til samanburðar við 30 skráð félög í árslok 2007.

Fjárfesting í hlutabréfum getur verið ábatasöm en um leið er hún áhættusöm því verð hlutabréfa getur sveiflast verulega. Viðhorf fjárfesta til áhættu ræður verulega miklu um hvaða fjárfestingarkostur verður fyrir valinu. Með fjárfestingum í verðbréfa- og/ eða fjárfestingarsjóðum má með lítilli fyrirhöfn koma sér upp dreifðu safni eigna og draga þar af leiðandi úr áhættu einstaka verðbréfa. Ennfremur líta margir fjárfestar svo á að með því að fjárfesta í slíkum sjóðum megi komast hjá viðskipta- og leitarkostnaði og nýta sérfræðipækkingu fagaðila við kaup á fjármálagerningum.

Með einföldum hætti má lýsa verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum sem sjóðum sem taka við fé frá almenningi, fyrirtækjum og fagfjárfestum til sameiginlegrar fjárfestingar. Sjóðunum er ætlað að fjárfesta í fjármálagerningum og öðrum eignum á grundvelli áhættudreifingar samkvæmt fyrirfram kunngerðri fjárfestingarstefnu. Fyrirkomulagið er í meginatriðum þannig að sérstakt rekstrarfélag sér um rekstur sjóðanna og gefur út hlutdeildarskírteini til eigenda að sjóðunum. Rekstrarfélög bjóða upp á fjölbreytt úrval verðbréfa- og fjárfestingarsjóða. Fjárfestingarsjóðir eru í eðli sínu áhættumeiri en verðbréfasjóðir vegna víðtækari fjárfestingarheimilda.

Verðbréfasjóðir sem fjárfesta að mestu í hlutabréfum eru í daglegu tali oftast kallaði hlutabréfasjóðir. Slíkir sjóðir fjárfesta þó að einhverju leyti í annars konar verðbréfum og eignum en slíkt fer eftir fjárfestingarstefnu sjóðs hverju sinni. Hlutabréfasjóðir geta fylgt tveimur mismunandi fjárfestingaraðferðum, annars vegar virkri stýringu eignasafns og hins vegar hlutlausri stýringu eignasafns. Fyrir fjárfestingu í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum (þar með talið svokölluðum hlutabréfasjóðum) greiða

hlutdeildarskírteinshafar ávallt ákveðna þóknun árlega en fyrir virka eignastýringu er tekin hærri þóknun en fyrir hlutlaus eignastýringu. Virk eignastýring er dýrari en hlutlaus eignastýring sökum þess að upplýsingar kosta, þ.e. einkum nýjar upplýsingar og það er einnig kostnaðarsamt að vinna úr þeim. Ennfremur er dýrt að kaupa og selja verðbréf reglulega. Mikilvægt er því fyrir hlutdeildarskírteinshafa að vera meðvitaðir um þann kostnað sem sjóður innheimtir til viðbótar kaup- og sölubóknun.

2.1. Hlutlaus eignastýring

Hlutlaus eignastýring felst í að kaupa hlutdeild að sjóðum sem fjárfesta að mestu í skráðum verðbréfum og fylgir sjóðurinn ákveðinni vísitölu eða viðmiði þ.e. í hlutfalli af stærð þeirra á markaði. Breytingar á væntingum á fjármálamörkuðum hafa því ekki áhrif á samsetningu eigna sjóða þar sem hlutlausri stýringu er beitt. Kostir hlutlausrar stýringar eru að lítil fyrirhöfn fylgir vali og eftirfylgni með fjárfestingu.

Vísitölusjóðir eru útbreiddasta fyrirkomulag hlutlausrar stýringar en markmið þeirra er að endurspegla fyrirfram ákveðna vísitölu. Vísitölusjóður bindur allar fjárfestingarákvarðanir við breytingar á ákveðinni vísitölu til að fylgja vísitölu á sem nákvæmastan hátt samhliða því að lágmarka viðskiptakostnað hlutdeildarskírteinshafa.

2.2. Virk stýring

Í virkri eignastýringu felst almennt að í fjárfestingarstefnu verðbréfa- og fjárfestingarsjóða er tilgreint að stefnt er að umframávöxtun miðað við tiltekna viðmiðunarvísitölu. Viðmiðin eru yfirleitt ákveðin út frá samanburðarvísitölu, t.d. OMXI 8 hér á landi. Með virkri eignastýringu vakta sjóðsstjórar markaðinn og bregðast við breytingum á væntingum markaðsaðila til að reyna að ná betri ávöxtun en viðmiðunarvísitalan. Sú grundvallarforsenda sem liggur að baki virkri eignastýringu er að markaðurinn sé ekki alltaf skilvirkur.¹ Það er að verð hlutabréfa endurspegli ekki allar fánlegar upplýsingar hverju sinni eða að það taki markaðinn einhvern tíma að bregðast við upplýsingunum. Upplýsingarnar sem sjóðstjórar færa sér í nyt eru m.a. þjóðhagsspár, spár greiningardeilda og aðrar greiningar unnar úr hinum ýmsu hagvísunum. Þeir framkvæma jafnframt

¹ Skilvirkni markaða (e. efficient market hypothesis): Samkvæmt þeirri kenningu er markaður skilvirkur þegar verð á hlutabréfum endurspeglar allar fánlegar upplýsingar hverju sinni og þegar nýjar upplýsingar líta dagsins ljós eru þær samstundis metnar inn í verðið.

virðismat á ólíkum fyrirtækjum og atvinnugreinum ásamt tæknigreiningu sem felst í að greina þróun verðs og veltu einstakra verðbréfa í fortíð og spá fyrir um verðþróun. Að lokum má ekki gleyma mikilvægi þess að beita brjóstvitinu þegar lesið er í efnahagsumhverfið og framtíðarhorfur.

3. Hlutabréfasjóðir í virkri stýringu

Í árslok 2016 voru m.a. eftirtaldir hlutabréfasjóðir með virka stýringu samkvæmt upplýsingum á heimasíðum þeirra en þessir sjóðir fjárfesta að stærstum hluta í skráðum íslenskum hlutabréfum og eru með sambærilega fjárfestingarstefnu og áhættustig.

- Alda sjóðir hf. – Alda hlutabréf
- GAM Manangement hf. – Equity Fund
- Íslandssjóðir hf. – IS Hlutabréfasjóðurinn
- Júpiter rekstrarfélag hf. – Innlend hlutabréf
- Landsbréf hf. – Úrvalsbréf
- Landsbréf hf. – Öndvegisbréf
- Rekstrarfélag Virðingar hf. – Íslensk hlutabréf
- Stefnir hf. – ÍS-15

Heildareignir ofangreindra sjóða í virkri stýringu námu í árslok 2016 um 82,4 milljörðum króna. Þar af nam hlutabréfaeign þeirra um 77,5 milljörðum króna eða sem samsvarar 94% af heildareignum sjóðanna. Árlegur umsýslukostnaður hlutdeildarskírteinhafa vegna virkrar stýringar nemur að jafnaði 1,78% en í vísitölusjóðum er kostnaður á bilinu 0,5% - 0,65%. Gera má ráð fyrir að eigendur hlutdeildarskírteina greiði því tæpan milljarð króna árlega fyrir virka stýringu. Það er því eðlilegt að þeir hafi væntingar um að njóta hærri ávöxtunar en þeir hlutdeildarskírteinishafar sem fjárfesta í vísitölusjóðum.

Í þessari grein munu höfundar kanna hvort virk eignastýring hafi skilað árangri hjá ofangreindum sjóðum. Aðferðafræðin felst í því að taka mismun ávöxtunar viðmiðunarvísitölu (hlutlaus stýring) og eignasafnsins sem til skoðunar er (virk stýring) og er mismunur þeirrar ávöxtunar kannaður með greiningu á áhættuleiðrættum árangursmælikvörðum.

Gagnaöflun fól í sér söfnun gagna um sögulega ávöxtun sjóða, hlutlausu viðmiðunarvísitöluna OMXI 8 GI og

áhættulausa ávöxtun² frá upphafi árs 2010 til loka árs 2016.³ Höfundar styðjast m.a. við nýlega lokaritgerð um sambærilegt efni sem unnin var af Davíð Guðjónssyni og Tryggva P. Hreinssyni í Háskólanum í Reykjavík vorið 2016.⁴

3.1. Viðmiðunarvísitala

OMXI 8 vísitalan er birt á grundvelli heildarávöxtunar⁵ og verðávöxtunar. Í grein þessari er notast við vísitölu heildarávöxtunar þar sem greiðsluflæði, til að mynda arðgreiðslur, er endurfjárfest í vísitölunni en íslenskir hlutabréfasjóðir endurfjárfesta arðgreiðslum og koma þær því til hækkunar á ávöxtun hlutdeildarskírteina.

Þess ber þó að geta OMXI 8 er ekki fullomið viðmið þar sem hlutabréfasjóðirnir sem hér eru til skoðunar hafa flestir fjárfestingarheimildir í öðrum eignaflokkum en skráðum íslenskum verðbréfum.

3.2. Útreikningar á ávöxtun

Í útreikningum á ávöxtun er notast við samfellda ávöxtun og er ávöxtun reiknuð vikulega frá upphafi árs 2010 til loka árs 2016. Vikuleg ávöxtun er reiknuð með eftirfarandi formúlu:

$$\text{Ávöxtun}_t = \text{Ln} \left(\frac{\text{Gengi}_t}{\text{Gengi}_{t-1}} \right)$$

Ávöxtun er mæld með mismuni á náttúrulegum logra verðbréfs í lok tímabils og upphafi tímabils.

3.3. Áhættulaus ávöxtun

Áhættulaus ávöxtun er fræðileg ávöxtun sem vænt er af áhættalausri fjárfestingu. Oftast nær er miðað við skuldabréf útgefin af ríkissjóði viðkomandi lands en ávöxtunarkrafan getur verið afar mismunandi eftir líftíma þeirra. Hér verður hins vegar notast við REIBOR millibankavexti til einnar viku sem staðgengil áhættulausrar ávöxtunar, þar sem gjalddagi þeirra samsvarar tíðni mælinga á ávöxtun hlutabréfasjóða.

4. Árangursmælikvarðar

Megintilgangur árangursmælikvarða er að auðvelda fjárfestum að meta árangur verðbréfa- og fjárfestingasjóða

² Seðlabanki Íslands. Vextir á millibankamarkaði

³ <http://keldan.is>

⁴ Davíð Guðjónsson og Tryggvi Páll Hreinsson, Hlutlaus eða virk eignastýring, Árangursmæling íslenskra hluta- og skuldabréfasjóða, B.Sc. í viðskiptafræði, Háskólinn í Reykjavík, Reykjavík, 17.5.2016

⁵ OMXI 8 GI

ásamt því að einfalda samanburð á milli þeirra. Þegar árangur mismunandi sjóða er metinn er ekki fullnægjandi að horfa einvörðungu til árangurs sjóða út frá ávöxtun þeirra, heldur þarf að aðlaga ávöxtun að áhættu. Horft er því til áhættuaðlagðra árangursmælikvarða til að meta frammistöðu sjóðanna innbyrðis og miða við hlutabréfamarkaðinn. Í þessum hluta verður því stuttlega fjallað um þá árangursmælikvarða sem notast er við.

4.1. Sharpe hlutfall (e. sharpe measure)

Sharpe hlutfall er mælikvarði á ávöxtun eignasafns að teknu tilliti til áhættuleiðréttingar. Mælikvarðinn metur hlutfall ávöxtunar umfram áhættulausa ávöxtun og heildaráhættu eignasafns sem er mæld með staðalfrávik ávöxtunar en staðalfrávik endurspeglar sögulegt flökt ávöxtunar.⁶ Jákvætt Sharpe hlutfall gefur til kynna að viðkomandi eignasafn hafi gefið ávöxtun umfram áhættulausa ávöxtun að teknu tilliti til áhættu í safninu. Því hærri tölu sem Sharpe hlutfallið sýnir því betri er áhættuleiðréttt ávöxtun eignasafns. Hlutfallið er einfalt í útreikningi en það deilir umframávöxtun eignasafnsins miðað við áhættulausa ávöxtun yfir úrtakstímabilið með staðalfrávik af ávöxtun yfir sama tímabil.

Hlutfallið er reiknað með eftirfarandi jöfnu:

$$\text{Sharpe} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

Þar sem;

- r_p : Ávöxtun eignasafns
- r_f : Áhættulausir vextir
- σ_p : Staðalfrávik eignasafns

Sharpe hlutfallið er þó ekki gallalaus mælikvarði þar sem niðurstaða jöfnunnar stendur ekki sjálfstæð heldur þarf Sharpe hlutfall ákveðins eignasafns alltaf að skoðast með hliðsjón af öðru sambærilegu eignasafni.

4.2. Modigliani mælikvarðinn (e. M2 measure of performance)

Modigliani mælikvarðinn (hér eftir M2) er nátengdur Sharpe hlutfallinu þar sem staðalfrávik er notað sem mælikvarði á áhættu líkt og í Sharpe hlutfallinu. M2 skilar hins vegar niðurstöðu í prósentu með eftirfarandi jöfnu:

$$M2 = \left(\frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \right) \sigma_M + r_f - r_M$$

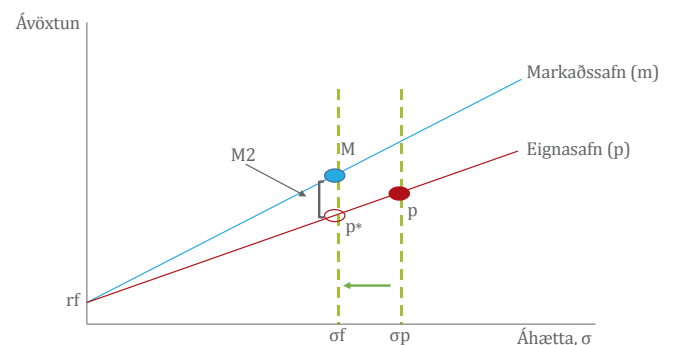
Þar sem;

- rp : Ávöxtun eignasafns
- rf : Áhættulausir vextir
- rm : Ávöxtun viðmiðs
- σp : Staðalfrávik eignasafns
- σm : Staðalfrávik viðmiðs

M2 mælikvarðinn felur í sér að gera staðalfrávik eignasafnsins sem verið er að skoða jafnt staðalfrávik markaðarins með tilbúningi á nýju eignasafni (p*) úr upphaflega eignasafninu (p) og áhættulausu eigninni (M). Vænt ávöxtun nýja eignasafnsins er í kjölfarið dregin frá væntri ávöxtun markaðssafnsins og þannig er M2 leitt út. Niðurstaðan á M2 segir því til um umframávöxtun nýja eignasafnsins gagnvart markaðssafninu. M2 mælikvarðinn hefur þann kost umfram Sharpe hlutfallið að niðurstaðan á útreikningi jöfnunnar getur staðið sjálfstæð.

Eftirfarandi mynd sýnir framsetningu á M2 mælikvarðanum þegar áhættuleiðréttt ávöxtun eignasafns skilar lakari ávöxtun en viðmiðið.

Mynd 1: Myndræn framsetning M2



⁶ Staðalfrávik er tölfraðileg stærð sem notuð er til að mæla sveiflur frá meðaltali og er algeng mæling áhættu í eignasöfnum sem endurspeglast í sögulegu flökki ávöxtunar. Stöðugur sjóður hefur lágt staðalfrávik á meðan óstöðugur hefur herra staðalfrávik.

4.3. Jensen's alfa (e. Jensen's ratio)

Jensen's alfa er einn algengasti mælikvarði á árangur eignasafna en Jensen's alfa mælir umfram- eða neikvæða ávöxtun eignasafns sem er fundin með því að taka ávöxtun eignasafns og draga frá henni vænta ávöxtun þess samkvæmt CAPM-líknaninu sem Jensen's alfa líkanið byggist á.⁷ Því gerir líkanið ráð fyrir því að eignasöfn séu vel áhættudreifð, þ.e. á þann veg að sértækri áhættu sé eytt.⁸ Jensen's alfa er reiknað með eftirfarandi jöfnu:

$$\alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$$

Þar sem;

α_p : Alfa eignasafns

r_p : Ávöxtun eignasafns

r_f : Áhættulausir vextir

r_m : Ávöxtun viðmiðs

β_p : Mat á markaðsáhættu eignasafns

Því herra sem Jensen's alfa er þeim mun hærri er raun umframávöxtun eignasafnsins samanborið við vænta ávöxtun. Sé Jensen's alfa neikvæð stærð þá er áhættuleiðrétt ávöxtun lakari en ávöxtun viðmiðunarsafnsins.

4.4. Hlutfallslegur styrkur

Við mat á árangri virkrar eignastýringar út frá vísitölu yfir ávöxtun getur reynst gagnlegt að notast við hlutfallslegan styrk eignasafns gagnvart markaðsviðmiði en þá er virði einnar eignar deilt með virði annarrar eignar. Sé hlutfallslegur styrkur vaxandi er það vísbending um að eignasafn hafi ávaxtað eign umfram markaðsviðmiði.

Hlutfallslegur styrkur er einfaldur árangurmælikvarði sem sýnir ávöxtun eignasafns út frá vísitölu yfir tiltekið tímabil. Ekki er gerð áhættuleiðrétting á ávöxtun til að leggja mat á umframávöxtun eignasafna en með þessari aðferðafræði er hægt að umbreyta öllum vísitölum þannig að grunnildid (gengi) verður 100 í upphafi tímabils og sýna þar með fylgni við OMXI 8 GI út skoðunartímabilið. Á myndrænan hátt er þannig hægt að sýna fram á bæði heildarávöxtun og þróun hennar yfir tiltekið tímabil þar sem auðvelt er að bera saman vísitölur yfir ávöxtun á milli einstakra sjóða ásamt vísitöluviðmiði.

5. Niðurstöður

5.1. Sharpe hlutfall

Hér er ávöxtun hlutabréfasjóða í úrtaki áhættuleiðrétt, mæld með staðalfrávik, til samræmis við aðferðafræði Sharpe hlutfalls. Þar sem tölugildi Sharpe hlutfalls hefur lítið upplýsingagildi nema í samanburði við önnur sambærileg eignasöfn, eru hlutföll allra hlutabréfasjóða í úrtaki borin saman við Sharpe hlutfall vísitöluviðmiðs OMXI 8 GI, sjá töflu 1.

Tafla 1: Sharpe hlutföll hlutabréfasjóða fyrir tímabilið 2010-2016

Hlutabréfasjóður	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Landsbréf - Úrvalsbréf	1,01	-0,13	1,59	1,81	0,24	3,90	-0,74
Landsbréf - Öndvegisbréf				1,84	0,54	4,06	-0,92
Stefnir ÍS 15	0,72	-0,11	1,73	2,36	0,44	3,27	-1,12
Virðing Íslensk hlutabréf				2,23	1,28	3,73	-0,73
IS Hlutabréfasjóður	1,27	0,83	2,07	2,61	0,24	3,37	-0,78
Júpfir innlend hlutabréf				2,37	1,12	3,22	-0,73
Gamma Equity fund					-0,19	2,95	0,25
Alda Hlutabréf					0,30	3,05	-0,66
Meðaltal	1,00	0,20	1,80	2,20	0,50	3,44	-0,68
Miðgildi	1,01	-0,11	1,73	2,29	0,37	3,32	-0,74
OMXI8 GI	0,47	-0,35	0,88	0,99	0,18	3,74	-0,85

Niðurstöður í töflu 1 sýna að Sharpe hlutföll hlutabréfasjóða eru að meðaltali hærri en Sharpe hlutfall OMXI 8 GI allt tímabilið 2010-2016 að undanskildu árinu 2015. Á fyrstu árum tímabilsins má enn fremur sjá að Sharpe hlutföll hlutabréfasjóða eru töluvert hærri en Sharpe hlutfall OMXI 8 GI sem bendir til þess að sjóðirnir séu hagstæðari fjárfesting en viðmiðið þegar tekið er tillit til áhættu.

5.2. Modigliani (M2)

Með Modigliani mælikvarðanum er ávöxtun hlutabréfasjóða leiðrétt fyrir áhættu, mæld með staðalfrávik. M2 mælikvarðinn sýnir því ávöxtun hlutabréfasjóða þegar áhætta þeirra er sú sama og áhætta OMXI 8 GI, það er áhættuleiðrétt ávöxtun hlutabréfasjóða umfram markaðsávöxtun. Í töflu 2 er hver þáttur í M2 mælikvarðanum brotinn niður fyrir niðurstöður ársins 2016 en tafla 3 sýnir niðurstöður fyrir allt tímabilið 2010-2016.

⁷ Capital Asset Pricing Model (CAPM): Jafnvægislíkan er spáir fyrir um línulegt samband áhættu og væntrar ávöxtunar.

⁸ Hægt er að draga úr sértækri áhættu eða fyrirtækjaáhættu með því að dreifa eignasafninu og fjárfesta í mörgum verðbréfum og ólíkum fyrirtækjum.

Tafla 2: Útleiðsla á Modigliani mælikvarðanum fyrir árið 2016

Hlutabréfasjóður	σp	σm	σm/σp	ρp	ρp*	rm	rf	M2
Landsbréf - Úrvalsbréf	14,12%	14,52%	1,03	-5,02%	-5,31%	-6,93%	5,37%	1,61%
Landsbréf - Öndvegisbréf	13,92%	14,52%	1,04	-7,49%	-8,04%	-6,93%	5,37%	-1,12%
Stefnir ÍS 15	15,02%	14,52%	0,97	-11,45%	-10,89%	-6,93%	5,37%	-3,96%
Virðing Íslensk hlutabréf	13,54%	14,52%	1,07	-4,45%	-5,15%	-6,93%	5,37%	1,77%
ÍS Hlutabréfasjóður	14,31%	14,52%	1,01	-5,84%	-5,99%	-6,93%	5,37%	0,93%
Júpíter innlend hlutabréf	13,44%	14,52%	1,08	-4,50%	-5,29%	-6,93%	5,37%	1,64%
Gamma Equity fund	13,87%	14,52%	1,05	8,83%	8,99%	-6,93%	5,37%	15,92%
Alda Hlutabréf	16,16%	14,52%	0,90	-5,34%	-4,25%	-6,93%	5,37%	2,68%

σp: Staðalfrávik eignasafns
 σm: Staðalfrávik viðmiðs
 ρp: Ávöxtun eignasafns
 ρp*: Ávöxtun nýs eignasafns
 rm: Ávöxtun viðmiðs
 rf: Áhættulausir vextir

Tafla 3: Niðurstöður Modigliani mælinga fyrir 2010-2016

Hlutabréfasjóður	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Landsbréf - Úrvalsbréf	22,86%	2,14%	20,21%	29,34%	8,22%	41,39%	-5,31%
Landsbréf - Öndvegisbréf				29,70%	12,19%	42,85%	-8,04%
Stefnir ÍS 15	18,12%	2,46%	21,55%	36,54%	10,79%	35,49%	-10,89%
Virðing Íslensk hlutabréf				34,80%	21,77%	39,79%	-5,15%
ÍS Hlutabréfasjóður	26,85%	15,95%	24,85%	39,83%	8,99%	36,41%	-5,99%
Júpíter innlend hlutabréf				36,76%	19,69%	35,03%	-5,29%
Gamma Equity fund				0,00%	2,74%	32,52%	8,99%
Alda Hlutabréf				0,00%	8,97%	33,47%	-4,25%

OMXI 8 GI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	14,05%	-1,09%	13,34%	18,50%	7,53%	39,91%	-6,93%

M2	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Landsbréf - Úrvalsbréf	8,81%	3,23%	6,87%	10,84%	0,68%	1,48%	1,61%
Landsbréf - Öndvegisbréf				11,20%	4,66%	2,94%	-1,12%
Stefnir ÍS 15	4,07%	3,55%	8,21%	18,04%	3,26%	-4,42%	-3,96%
Virðing Íslensk hlutabréf				16,30%	14,24%	-0,12%	1,77%
ÍS Hlutabréfasjóður	12,80%	17,04%	11,51%	21,33%	1,45%	-3,49%	0,93%
Júpíter innlend hlutabréf				18,27%	12,15%	-4,88%	1,64%
Gamma Equity fund					-4,79%	-7,39%	15,92%
Alda Hlutabréf					1,44%	-6,43%	2,68%

Niðurstöður M2 eru sambærilegar niðurstöðum Sharpe hlutfalls þar sem áhættuleiðrétt ávöxtun umfram markaðsávöxtun er að meðaltali jákvæð á öllum árum skoðunartímabilsins að undanskildu árinu 2015.

5.3. Jensen's Alfa

Mat á ávöxtun er leiðrétt fyrir kerfisbundna áhættu mælda sem betu (β) sem mælir markaðsáhættu sem stafar af fjárfestingum í tilteknu verðbréfi eða eignasafni. Alfa (α) gildi hvers hlutabréfasjóðs endurspeglar þar af leiðandi umframávöxtun yfir OMXI 8 GI.

Tafla 4: Niðurstaða Jensen's aðhvarfsgreiningar fyrir 2010-2016

Hlutabréfasjóður	α %	β	R ²
**Landsbréf - Úrvalsbréf	5,17%	0,83	0,77
*Landsbréf - Öndvegisbréf	4,24%	0,82	0,84
**Stefnir ÍS 15	4,66%	0,84	0,83
*Virðing Íslensk hlutabréf	7,99%	0,80	0,79
***ÍS Hlutabréfasjóður	7,89%	0,75	0,80
***Júpíter innlend hlutabréf	8,83%	0,79	0,73
***Gamma Equity fund	7,34%	0,76	0,77
Alda Hlutabréf	2,82%	0,98	0,86

*** 1% marktektarmörk

** 5% marktektarmörk

* 10% marktektarmörk

R²: mælir hlutfallslega fylgni á milli ávöxtunar sjóðsins og ávöxtunar viðmiðunarvísitölunnar.

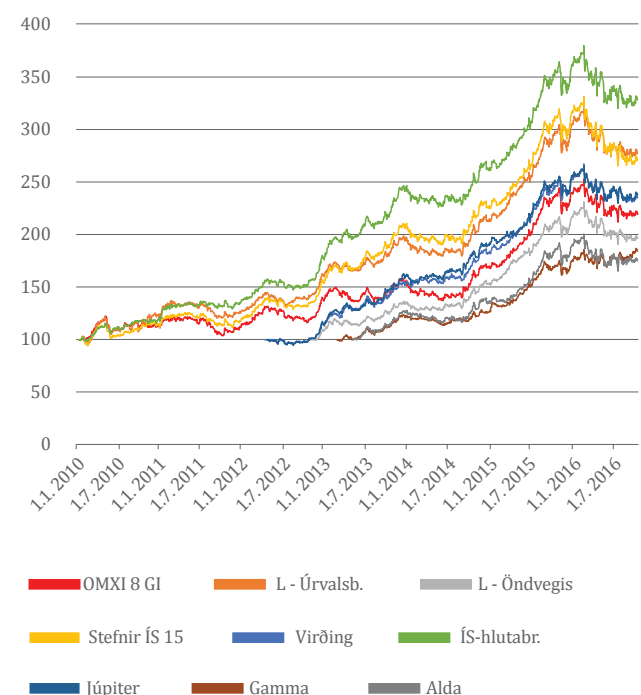
Niðurstöður sýna að allir hlutabréfasjóðirnir mælast með jákvætt alfa gildi yfir skoðunartímabilið. Marktækt alfa gildi miðað við 1% og 5% öryggismörk mælist hjá sex sjóðum. Niðurstöðurnar gefa til kynna að sjóðsstjórum eignasafnanna í virkri stýringu hafi tekist að skila hærri ávöxtun á umræddu tímabili án þess að áhætta hafi verið aukin.

5.4. Hlutfallslegur styrkur

Hér eru ekki gerðar áhættuleiðréttingar á ávöxtun hlutabréfasjóða, heldur er notast við myndræna framsetningu á hlutfallslegum styrk til að leggja mat á umframávöxtun.

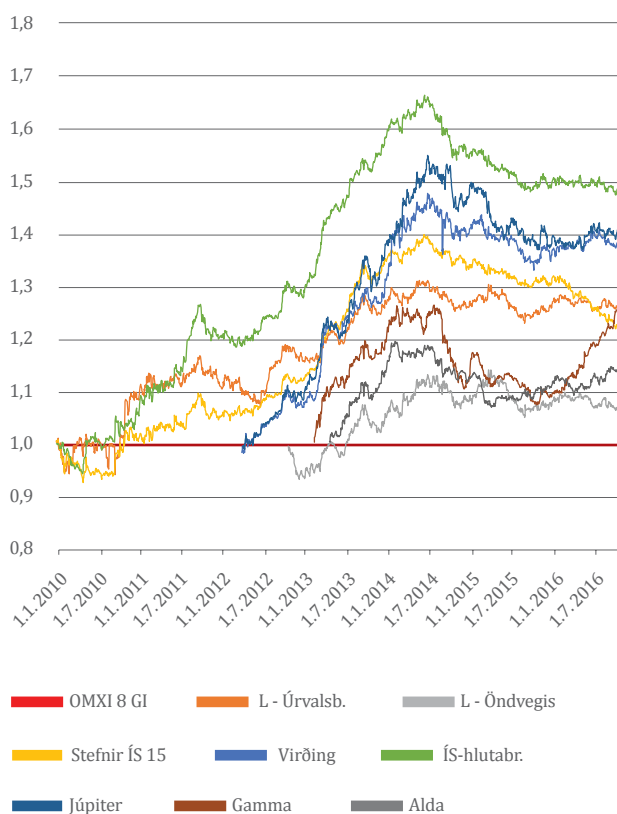
Mynd 2 lýsir hlutfallslegum styrk átta fyrrgreindra hlutabréfasjóða í virkri stýringu til samanburðar við viðmiðunarvísitöluna. Gengi allra hlutabréfasjóða tekur grunnildið 100 í byrjun árs 2010, en þeir sjóðir sem eru ekki starfræktir allt tímabilið 2010-2016 taka grunnildið 100 við stofnun. Hafa ber í huga að samanburður á þeim sjóðum og OMXI 8 GI er því ekki á jöfnum grundvelli.

Mynd 2: Þróun hlutabréfasjóða samhliða viðmiði



Mynd 3 sýnir hlutfallslegan styrk hlutabréfasjóða gagnvart OMXI 8 GI. Hlutfallslegur styrkur hvers sjóðs er stilltur á grunnild 1 í upphafi tímabils, eða við stofnun, hvort sem fyrir reynist. Á myndinni sést að hlutfallslegur styrkur fer lækandi á fyrri hluta árs 2010 áður en stöðugur vöxtur tekur við fram til síðla árs 2014, þegar hann tekur að lækka á ný. Þegar litið er á skoðunartímabilið í heild liggur hlutfallslegur styrkur allra hlutabréfasjóða stöðugt yfir upphafsgildi sínu ásamt því að sýna merki um töluverðan vöxt yfir bróðurpart tímabilsins. Niðurstaðan styrkir þá tilgátu að ávöxtun hlutabréfasjóða í virkri stýringu hafi verið umfram fyrrgreinda viðmiðunarvísitölu á umræddu tímabili, einkum framan af, til ársins 2014.

Mynd 3: Hlutfallslegur styrkur hlutabréfasjóða gagnvart OMXI 8 GI tímabilið 2010-2016



5.5. Niðurstöður

Niðurstöður höfunda samkvæmt tilgreindum árangursmælikvörðum benda til að ávöxtun hlutabréfasjóða í virkri stýringu hafi skilað hlutdeildarskírteinshöfum að jafnaði ávöxtun umfram viðmiðunarvísitöluna OMXI 8GI á tímabilinu 2010 til 2016. Hvort sú ávöxtun er meiri en kostnaður við að greiða fyrir virka stýringu fer m.a. eftir kostnaði, áhættu, tímalengd fjárfestingar og ber að meta í hverju tilviki fyrir sig.

Margt ber þó að hafa í huga við túlkun á ofangreindum niðurstöðum. Fyrir hið fyrsta er íslenskur hlutabréfamarkaður smár í samanburði við aðra hlutabréfamarkaði og er enn að rétta úr kútnum eftir fjármálahrunið árið 2008. Í annan stað þarf að taka mælingar yfir lengra tímabil til að árangursmælingar séu marktækar sem og gera tíðari mælingar. Að lokum ber að geta þess að starfsrækslutímabil sjóða í athugininni var mismunandi og getur það haft töluverð áhrif á allan samanburð þegar árangursmælingar á sveiflukenndum hlutabréfamarkaði eiga í hlut.