

Är det lättare för en fond att slå sitt marknadsindex på en viss marknad?

En studie om placeringsfonders resultat i förhållande till sina
marknadsindex

Teppo Jaakonsaari

EXAMENSARBETE	
Arcada	
Utbildningsprogram:	Företagsekonomi
Identifikationsnummer:	5774
Författare:	Teppo Jaakonsaari
Arbetets namn:	Är det lättare för en fond att slå sitt marknadsindex på en viss marknad? En studie om placeringsfonders resultat i förhållande till sina marknadsindex
Handledare (Arcada):	Andreas Stenius
Uppdragsgivare:	-
<p>Sammandrag:</p> <p>I detta examensarbete undersöks skillnader mellan placeringsfonders förmåga att slå sina jämförelseindex beroende på vilken geografisk marknad fonden placerar i. Genom denna undersökning testas även effektiviteten av de olika marknaderna enligt Eugene Famas effektiva marknadshypotes. Syftet är att ta reda på om marknaden som fonden placerar i inverkar på dess framgång i förhållande till sitt jämförelseindex och att därmed kunna dra slutsatser om effektiviteten för marknaden i fråga. I undersökningen används aktiefonder som varit verksamma i åtminstone tio år, utgivna av finska fondbolag. Som material används data som Suomen Sijoitustutkimus samlat ihop. Studien visar att det finns stora skillnader mellan hur olika marknaders placeringsfonder presterar gentemot sina index och detta tyder på stora skillnader i effektiviteten mellan dessa marknader, då man i en del marknader konsekvent har lyckats förutspå lönsamma aktier medan detta varit omöjligt på andra håll. Överlag stöder studien tidigare statistik om att detta försökande att förutspå lönsamma aktier i de flesta fall i det långa loppet är lönlöst och bara medför onödiga kostnader. Resultaten kan användas som hjälpmedel då man funderar på olika placeringsmöjligheter (i synnerhet aktivt eller passivt förvaltade fonder) och de kan användas som stöd för den effektiva marknadshypotesen.</p>	
Nyckelord:	Placeringar, fonder, index, effektiva marknadshypotesen
Sidantal:	30
Språk:	Svenska
Datum för godkännande:	

DEGREE THESIS	
Arcada	
Degree Programme:	Business Administration
Identification number:	5774
Author:	Teppo Jaakonsaari
Title:	Is it easier for a fund to beat its benchmark index on a specific market? A study about the performance of mutual funds in comparison to their benchmark indeces
Supervisor (Arcada):	Andreas Stenius
Commissioned by:	-
<p>Abstract:</p> <p>This thesis studies the differences between the ability of mutual funds to beat their benchmark indeces depending on the geographical market the fund is investing in. By doing this, the efficiency of the different markets is also tested according to Eugene Fama's efficient market hypothesis. The aim is to find out if the market that the fund is investing in affects the fund's performance relative to its benchmark and thus be able to draw conclusions about the efficiency of the market. The study uses equity funds that have existed for at least ten years and are issued by Finnish fund companies. The material used is data compiled by Investment Research Finland. The study shows that there are great differences between how funds of different markets perform compared to their benchmarks and this indicates large differences in efficiency between these markets, when it has been possible to consistently pick profitable stocks in some markets while it has been impossible in others. Overall, the study supports earlier statistics that suggest that this so called stock picking in the long run in most cases is useless and only causes unnecessary costs. The results can be helpful when considering different investment possibilities (especially passively and actively managed mutual funds) and they can be used as support for the efficient market hypothesis.</p>	
Keywords:	Investing, mutual funds, indeces, efficient market hypothesis
Number of pages:	30
Language:	Swedish
Date of acceptance:	

OPINNÄYTE	
Arcada	
Koulutusohjelma:	Liiketalous
Tunnistenumero:	5774
Tekijä:	Teppo Jaakonsaari
Työn nimi:	Onko rahaston helpompi lyödä vertailuindeksinsä tietyllä markkinalla? Tutkimus sijoitusrahastojen tuloksista verrattuina vertailuindekseihinsä
Työn ohjaaja (Arcada):	Andreas Stenius
Toimeksiantaja:	-
<p>Tiivistelmä: Tässä opinnäytetyössä tutkitaan eroja sijoitusrahastojen kyvyssä lyödä vertailuindeksinsä riippuen siitä, mille maantieteelliselle markkinalle nämä sijoittavat. Tällä tutkimuksella testataan myös eri markkinoiden tehokkuutta Eugene Faman tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan. Tarkoituksena on selvittää vaikuttaako markkina johon rahasto sijoittaa rahaston menestykseen suhteessa vertailuindeksiinsä ja näin ollen pystyä vetämään johtopäätöksiä kyseisen markkinan tehokkuudesta. Tutkimuksessa käytetään suomalaisten rahastoyhtiöiden liikkeelle laskemia osakerahastoja, jotka ovat olleet toiminnassa vähintään kymmenen vuotta. Tutkimusaineistona käytetään Suomen Sijoitustutkimuksen kokoamaa dataa. Tutkimus osoittaa että eri markkinoiden sijoitusrahastojen suoriutumisessa suhteessa indekseihinsä on suuria eroja ja tämä viittaa suuriin eroihin näiden markkinoiden välisessä tehokkuudessa, kun osassa markkinoita on johdonmukaisesti pystytty ennustamaan tuottavia osakkeita, kun taas toisissa tämä on ollut mahdotonta. Tutkimus tukee aikaisempia näyttöjä tällaisen osakekurssien ennustamisen yrittämisen hyödyttömyydestä pitkällä jännteellä ja että useimmissa tapauksissa tämä vain tuo ylimääräisiä kustannuksia. Tutkimustuloksia voidaan käyttää apuvälineenä mietittäessä eri sijoitusmahdollisuuksia (erityisesti aktiivisesti tai passiivisesti hallinnoituja rahastoja) ja niitä voidaan käyttää tehokkaiden markkinoiden hypoteesin tukemiseen.</p>	
Avainsanat:	Sijoittaminen, sijoitusrahastot, indeksit, tehokkaiden markkinoiden hypoteesi
Sivumäärä:	30
Kieli:	Ruotsi
Hyväksymispäivämäärä:	

INNEHÅLL

1	INLEDNING	6
2	PROBLEMATISERING	7
2.1	Syfte	7
2.2	Avgränsningar	8
3	METOD	8
3.1	Validitet och reliabilitet	10
3.2	Begreppsdefinitioner	11
4	TEORIBESKRIVNING	12
4.1	Effektiva marknader	12
4.2	Den effektiva marknadshypotesen.....	13
4.3	Faktorer för och emot EMH.....	15
4.4	Utgångspunkter för den empiriska forskningen	17
5	EMPIRI.....	18
6	ANALYS.....	20
7	SLUTSATSER.....	25
	KÄLLOR	27
	BILAGA 1	31
	SPSS-tabellerna	31
	BILAGA 2	35
	Fonderna i undersökningen	35

1 INLEDNING

Olika placeringsinstrument har blivit allt populärare bland människor i syfte att investera sina pengar inför framtiden. I synnerhet placeringsfonder är något många finländare har valt att satsa på i stället för att ha sina pengar liggande (i skrivande stund) på konton med väldigt låg, om någon överhuvudtaget, avkastning.

Idén med placeringsfonder är att samla ihop kapital från flera olika investerare, vilket sedan placeras i ett antal placeringsobjekt, så som t.ex. aktier eller masskuldebrev. (Börsstiftelsen s. 5) Placeringarna sköts av ett fondbolag, vilket gör att den enskilda investeraren inte behöver engagera sig i förvaltningen av själva fonden. Dessa egenskaper gör att placeringsfonder är väldigt praktiska placeringsinstrument för många sparare jämfört med t.ex. direkt aktiesparande, i och med att det varken krävs ett stort expertkunnande gällande enskilda företags verksamhet eller stort placeringskapital för att erhålla god *diversifiering*. Diversifiering innebär att man sprider risken för sina placeringar genom att sprida kapitalet på en mängd olika värdepapper. (Bodie et al. 2009 s. 11)

Ränta på ränta-effekten gör att ju tidigare man börjar spara, desto högre avkastningar hinner man i det långa loppet erhålla. Detta är viktigt att komma ihåg, då vi i dag lever allt längre och därmed kommer att ha behov av pengar längre. På en lång tidsperiod innebär detta fenomen att även små procentuella skillnader på avkastningen kan ha stor betydelse i framtiden. Detta innebär i praktiken att om man idag placerar 5 000 € med en avkastning på 2% skulle summan efter 10 år vara 6 095 € och om 25 år 8 203 €. Men redan en två procentenheters förändring med en avkastning på 4% gör en stor monetär skillnad; om 10 år skulle summan nu vara 7 401 € och om 25 år hela 13 329 €.

Denna kumulativa avkastning gör alltså stor skillnad i det långa loppet. Därför är det av stor betydelse hur man redan som ung placerar sina besparingar. Goda val innebär att man förhoppningsvis har skäl att senare vara nöjd över beslut man tog som ung. Detta tankesätt, samt den evigt pågående debatten om det bästa sättet att fonspara, sporrade mig som skribent att ta tag i detta ämne.

2 PROBLEMATISERING

Hur det egentligen lönar sig att fondplacera är en fråga som delat åsikter i årtal. Debatten har pågått mellan förespråkare av två ideologier: *aktiv* respektive *passiv* förvaltning av fonder.

Aktiv förvaltning av fonder innebär att portföljförvaltaren aktivt strävar till att finna de bästa t.ex. aktierna att placera fondens tillgångar i, d.v.s. sådana aktier som han eller hon tror att kommer att klara sig bättre än marknaden överlag. Denna verksamhet, som på engelska kallas "*stock picking*", påstås ändå av många basera sig enbart på slumpen, eftersom de hävdar att det är omöjligt, eller åtminstone ytterst svårt, att på förhand förutspå hur en aktiekurs kommer att bete sig. Däremot borde man enligt dem maximera sin diversifiering och minimera sina kostnader genom att placera i *index*. Detta betyder att man placerar i s.k. *passivt förvaltade fonder* som inte ens försöker identifiera de bästa aktierna, utan som bara strävar till att kopiera sitt innehåll från ett index, t. ex. från S&P 500, som listar de 500 största börsbolagen i USA. På detta sätt garanterar man i praktiken samma avkastning som indexet och behöver inte bry sig om företags specifika risker. Det finns goda argument för anhängare av bägge stilar, men mer om dem senare under rubriken "Teoribeskrivning".

Det har gjorts mycket tidigare forskning inom ämnet, vilket också kommer att återkommas till (s. 15), men allra största delen av den har koncentrerat sig på debatten mellan aktiv och passiv förvaltning överlag. För att ha en lite varierande infallsvinkel ifrån majoriteten av den tidigare forskningen, så beslöt jag därför att ta under granskning skillnader mellan olika sorters fonder, mer specifikt enligt vilka marknader de placerar i. Kunde det finnas skillnader i hur bra det aktiva sättet har klarat sig i förhållande till indexen beroende på vilken marknad fonden har placerat i? Hand i hand med frågeställningen går också frågan om olika marknader möjligen präglats av olika grader av marknadseffektivitet?

2.1 Syfte

Syftet med undersökningen är att utreda ifall det finns skillnader i placeringsfonders förmåga att slå sina respektive jämförelseindex, utgående från vilken marknad som fon-

den placerar i. Är det t.ex. svårare för en fond som placerar i inhemska bolag att slå marknaden än för en fond som placerar i tillväxtmarknader? Resultaten kunde vara nyttiga för investerare som funderar över valet att placera i aktiva eller passiva fonder. Ifall det uppkommer tydliga skillnader mellan fondgrupper, så vore dessa värda att ta i beaktande då man överväger investeringsbeslut.

Genom att göra detta, testas effektiviteten och dess utveckling på olika marknader. Så som det senare i texten (s. 17) kommer att förklaras, kan man genom att granska hur svårt det är att överprestera en marknad dra samband till dess grad av effektivitet.

2.2 Avgränsningar

P.g.a. tillgänglighet av forskningsmaterial och för att försäkra jämförbarheten mellan olika fonder, begränsas undersökningen till att gälla aktivt förvaltade aktiefonder erbjudna av finska fondbolag. Så som Sharma och Paul hävdar, är aktiefonder att föredra i denna typs undersökning, eftersom dessa investerar i ett nästan obegränsat mångfald av investeringsobjekt (Sharma & Paul 2015 s. 807). Likaså, då det enbart gäller aktiefonder borde man kunna anta att de styrs av gemensamma marknadslagar. Förutom redan nämnda kriterier bör fonden ha funnits till under de senaste tio åren för att kvalificera till undersökningen, i och med att det är den tidsram undersökningen problematiserar och koncentrerar sina placeringar inom en viss geografisk marknad. Då varje fond krävs vara minst tio år gammal har de varit verksamma under samma tidsperiod och kan förväntas ha resultat som borde basera sig på portföljförvaltarnas skicklighet, då det vore svårt att nå goda resultat endast med tur under en så lång tidsperiod.

3 METOD

Som metod i undersökningen användes en kvantitativ analys. Då fonders resultat enkelt går att uttryckas och mätas med siffror är en kvantitativ forskning att föredra i stället för en kvalitativ.

Som data för undersökningen användes den information som Suomen Sijoitustutkimus Oy samlat i sina månatliga fonddrapporter. Suomen Sijoitustutkimus Oy är ett neutralt och oberoende företag, som specialiserat sig på rapportering och mätning av avkastning

och risk av värdepapper (Sijoitustutkimus 2016). I undersökningen användes en Microsoft Excel-tabell med färdiga uppgifter som skribenten tilldelats direkt av Sijoitustutkimus. Tabellen innehåller den information som finns i Rahastoraportti 9/2016, den senaste rapporten som utkommit vid påbörjandet av undersökningen. På detta sätt har man försökt minimera risken för felaktiga värden i undersökningen, något som hade varit möjligt om man för hand kopierat data till en Excel-tabell från pdf-rapporten på Sijoitustutkimus webbplats. I detta fall behövdes det endast göras för att räkna ut värdet för det 10-åriga *Sharpe-talet* för varje fond, eftersom Sharpe-talen endast är angivna på ett 1- eller 5-års perspektiv i den färdiga datan. Det 10-åriga Sharpe-talet erhöles genom att räkna medeltalet av varje årliga Sharpe-värde från rapporterna för september månad 2007-2016. Som sagt är all annan data som användes direkt från Sijoitustutkimus.

De olika fonderna kategoriserades enligt nio olika grupper utgående från vilken geografisk marknad de placerar i. Grupperna är de följande: *Finland, Norden, Europa, Nordamerika, Japan och Stilla havet, Fjärran Östern (Kina och Indien), Östeuropa, Tillväxtmarknader (med undantag av Östeuropa och Fjärran Östern)* samt *Globala fonder*. Detta baserar sig på den färdiga indelningen av Sijoitustutkimus, men för att en grupp inte endast ska bestå av ett fåtal fonder har deras ursprungliga indelning modifierats en aning. Varje grupp har också sitt eget jämförelseindex, inkluderat i Sijoitustutkimus rapport med samma data som för varje enskild fond. Alla värden i rapporten är mätt i euro. Fondgrupperna är tilldelade sina jämförelseindex enligt följande (Tabell 1):

Tabell 1. Fondgruppernas indelning och deras jämförelseindex

1. Finland	OMX Helsinki CAP GI
2. Norden	MSCI Nordic (Daily TR USD Net)
3. Europa	MSCI Europe (Daily TR USD Net)
4. Nordamerika	MSCI North America (Daily TR USD Net)
5. Japan och Stilla havet	MSCI Japan (Daily TR USD Net)
6. Östeuropa	MSCI EM Eastern Europe TR
7. Tillväxtmarknaderna	MSCI Emerging Markets (Daily TR USD Net)
8. Fjärran Östern	MSCI Far East Free (Daily TR USD Net)
9. Globala	MSCI World Index (TR Net Dividend)

I gruppen ”Japan och Stilla havet” var det endast en fond av fem som representerade Stilla havet och inte placerade i Japan. Den jämfördes med indexet MSCI Pacific (Daily TR USD Net), men resultatet var det samma som om den blivit jämförd med MSCI Japan (Daily TR USD Net), så detta förvränger inte helhetsresultatet. Samtliga fonder som kvalificerat till undersökningen samt deras grupp hittas i slutet av arbetet under rubriken Bilaga 1.

Jämförelsen skedde genom att studera varje fonds Sharpe-tal och avkastning de senaste tio åren. Är de bättre eller sämre än, eller lika som, de motsvarande talen för sitt jämförelseindex. ”Lika med” är i undersökningen definierat som värden som är 0,1 procentenheter ifrån varandra i den årliga avkastningen och avrundas till samma värde med två decimaler i Sharpe-talen. Ifall fonden hade ett högre värde än sitt jämförelseindex, fick den klassifikationen 1. Var den lika med indexvärdet, erhöll den värdet 2. Hade den ett lägre värde än indexet, fick den klassifikationen 3. Detta upprepades med samtliga fonder i undersökningen tills varje fond slutligen hade en grupp (dess marknad) och två klassifikationer (en för avkastning och en för Sharpe-värdet). Detta gjordes först med värdena från de senaste tio åren och sedan på nytt som jämförelse med samma fonders värden för de senaste fem åren.

Med hjälp av denna indelning kunde man utföra en korstabellsanalys med programmet *IBM SPSS Statistics* för att se skillnaderna i resultaten mellan de olika grupperna. För att granska den statistiska signifikansen, utfördes även ett *chi-två-test* med samma program. Statistisk signifikans betyder egentligen om uppmätta skillnader är ”verkliga” eller om de endast beror på slumpen. Detta brukar anges som en hur stor andel av 100 stickprov skulle avvika från normalfördelningen i en standardavvikelse. Enligt en vedertagen konvention brukar 5% betraktas som en övre gräns för statistisk signifikans. (Djurfeldt et al. 2010 s. 183-186) Chi-två-testet valdes, eftersom det lämpar sig väl för test av samband i korstabeller. (Djurfeldt et al. 2010 s. 188)

3.1 Validitet och reliabilitet

Validitet mäter i hur stor utsträckning en metod mäter det som man avser mäta. (Statistikcentralen 2017a) Nu mäts ju placeringsfonders förmåga att slå sina jämförelseindex, så förutsatt att datan av Suomen Sijoitustutkimus är pålitlig borde metoden vara

valid. Likaså borde metoden ge åtminstone en riktgivande uppfattning om olika marknadens effektivitet i enlighet med den effektiva marknadshypotesens principer. Vad beträffar exakt mätning av marknadseffektivitet, kan man per definition aldrig göra det eftersom man inte kan veta om brister i effektiviteten i resultaten beror på ineffektiva marknader eller på en bristande model. (Fama 1991, s. 1576)

Reliabilitet mäter graden av tillförlitlighet i ett mätinstrument, d.v.s. om man får samma värden vid upprepade mätningar. (Statistikcentralen 2017b) I detta arbete har det manuella arbetet försökts minimeras genom att få så mycket data som möjligt direkt av Sijoi-tustutkimus, istället för att kopiera data för hand. Det faktum att studien använder sig av numerisk data som är tillgänglig för allmänheten gör också att materialet är objektivt (t.ex. har skribentens egna åsikter ingen inverkan på materialet) och möjliggör kontroll av resultaten och eventuella upprepningar av studien. Skillnader i mätresultaten kunde uppstå om man granskade en annan tidsperiod, hade annorlunda kriterier för sampel-materialet eller valde andra benchmarkindex.

3.2 Begreppsdefinitioner

Marknadsindex: Ett marknadsindex visar det sammanlagda värdet av flera aktier eller andra investeringsinstrument i förhållande till ett basvärde från en bestämd tidpunkt. De är till för att representera en hel aktiemarknad och därmed vara ett verktyg för investerare att följa med förändringar på marknaden. Ett exempel på ett känt marknadsindex är *Standard and Poor's 500 Index*, som består av aktievärden från 500 amerikanska storbolag. (Investopedia 2016) För att begränsa ett enskilt företags alltför stora inverkan på ett index helhetsresultat, kan ett enskilt företags vikt i ett index ibland vara begränsat till t. ex. 10 %. (Börsstiftelsen 2015 s. 34) Marknadsindex används ofta för att jämföra fonders resultat med och då brukar man tala om jämförelseindex eller benchmarkindex.

Sharpe's tal: Sharpe's tal eller Sharpe-kvoten är ett sätt att mäta den riskjusterade avkastningen för en portfölj, t.ex. en fond. P.g.a. varierande risknivåer mellan olika portföljer, är detta ofta ett lämpligare och mer beskrivande sätt att granska portföljens prestationer än att bara se på dess avkastning. Två portföljförvaltare kan ha nått samma avkastning, men den som gjort det genom att ha utsatt sig för mindre risk har ju gjort bättre ifrån sig. Sharpe's tal räknas ut genom att dela skillnaden mellan en portföljs avkastning och

riskfri avkastning (Sijoitustutkimus använder tre månaders euribor som riskfri avkastning i sina kalkyler (Heinonen 2017)) med dess *volatilitet*. Volatiliteten anger hur mycket fondens avkastning varierat under ett år och är ett sätt att mäta risken, d.v.s. osäkerheten, för en fond. Om Sharpe-talet är positivt, betyder det att fondens risktagning varit lönsam jämfört med den riskfria avkastningen. Ju högre Sharpe-tal, desto bättre har det alltså gått för fonden ur detta perspektiv. Vad man alltså egentligen mäter är fondens avkastning för varje procentenhet volatilitet i jämförelse med vad en riskfri investering skulle ha gjort. (Aktia 2016, Morningstar 2017)

Active share: Active share är ett värde som beskriver hur mycket en fonds placeringar skiljer sig från fondens benchmarkindex. Värdet anges i procent och beräknas genom att subtrahera andelen placeringar som även finns i benchmarkindexet från fondens totala placeringar. Den återstående andelen är fondens active share-värde. Enligt värdets upphovsmän Martin Cremers och Antti Petäjistö korrelerar ett högt active share-värde med högre framgång i att slå benchmarkindexet. (Cremers & Petäjistö 2009) Detta kan förklaras genom att fonder med låg active share liknar sitt jämförelseindex alltför mycket för att kunna skapa ett mervärde genom sina placeringar som skulle täcka fondens förvaltningskostnader. För att kunna kalla en fond aktivt förvaltd anser Cremers och Petäjistö (2009) att 60% av dess innehav av placeringar borde skilja sig från indexet.

4 TEORIBESKRIVNING

Tidigare i texten introducerades den förekommande debatten mellan aktiv och passiv förvaltning. Denna debatt bygger egentligen på om man tror på den s.k. *effektiva marknadshypotesen* eller inte. Tror man på den är det klart att det inte lönar sig att försöka hitta de bästa aktierna genom aktiv förvaltning, utan köra med en passiv strategi, förutsatt att marknaden är effektiv.

4.1 Effektiva marknader

Innan den effektiva marknadshypotesen beskrivs noggrannare och de ovanstående påståendena motiveras är det skäl att förklara vad som menas med en *effektiv marknad*, vilket är en förutsättning för att den effektiva marknadshypotesen ska gälla. Man brukar utgå ifrån tre olika nivåer av effektivitet på marknader beroende på hur mycket inform-

ation som reflekteras i marknadspriserna. Detta är just vad som definierar en effektiv marknad: att den reflekterar all tillgänglig information i marknadspriserna. (Fama 1970 s. 383)

Den första nivån kallas *svag marknadseffektivitet*. På en sådan marknad återspeglas all data som kan härledas från marknadsinformation, så som t.ex. historiska priser och handelsvolym, i aktiepriserna. Det går alltså inte att förutspå kommande rörelser på en svagt effektiv marknad på basis av denna sorts information, eftersom marknadspriserna redan reagerat på eventuella signaler om framtida prestationer. (Fama 1970 s. 383)

På den andra nivån, *medelstark marknadseffektivitet*, gäller detta även all annan information som är tillgänglig för allmänheten. (Fama 1970 s. 383) Detta kan handla om t.ex. årsredovisningar, delårsrapporter, ägda patenter eller redovisningspraxis. (Bodie et al. 2009 s. 349) All information som ett företag gett ut återspeglas redan i dess aktiepris.

Den sista nivån kallas *stark marknadseffektivitet* och här syns all information som överhuvudtaget existerar i priserna. (Fama 1970 s. 383) Detta gäller även s.k. "*insider*"-information, d.v.s. information som tills vidare bara finns hos företagets ledning. På en sådan marknad är det alltså omöjligt att på något sätt kunna hitta felaktigt prissatta aktier. I synnerhet detta sista scenario är väldigt extremt, men med tanke på att det är förbjudet att använda sig av insiderinformation, kan man nog dra en länk till verkligheten även här. (Bodie et al. 2009 s. 349)

För den teoretiska bakgrunden gällande den effektiva marknadshypotesen listas tre faktorer som kan (dock inte nödvändigtvis) hindra en marknad från att fungera effektivt. Dessa är transaktionskostnader, information som inte är gratis tillgänglig för alla och investerarens tolkningsskillnader i att hur denna information kan användas för att erhålla största möjliga nytta. Även om inget av detta i sig skulle betyda att en marknad är ineffektiv, så utgör de alla potentiella källor till det. (Fama 1970 s. 388)

4.2 Den effektiva marknadshypotesen

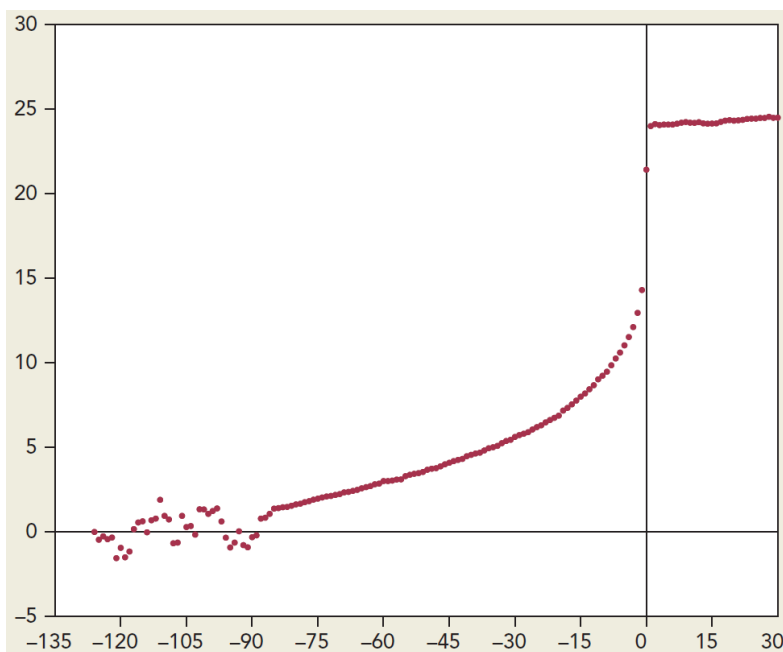
Vad går då den effektiva marknadshypotesen egentligen ut på? Den har sitt ursprung i en forskning från år 1953, då statistikern Maurice Kendall försökte se mönster bland aktiekurser för att kunna skapa en modell att förutspå dem med. Till sin häpnad hittade

han ingen regelbundenhet, utan kom fram till att de verkade bete sig alldeles slumpmässigt, ”*like a random walk*” som han kallade det. (Brealey et al. 2011 s. 314)

Även om denna insikt var överraskande, så är det sist och slutligen inget märkvärdigt i att aktiepriser beter sig så här. Tvärtom, det är en logisk följd av hur en effektiv marknad bör fungera, ansåg Eugene Fama, idag betraktad som fadern för den effektiva marknadshypotesen. Han argumenterade för Kendalls upptäcker om ”the random walk” i sin doktorsavhandling år 1965 och där presenterade han grunderna för den effektiva marknadsteorin. (Fama 1965) I en senare publikation kompletterade han sin teori genom att bl.a. presentera de tre typerna av effektiva marknader som tidigare beskrevs. (Fama 1970)

För att återgå till Kendalls experiment, så kan man tänka sig att han i stället för ”a random walk” hade funnit en modell som kunde förutspå aktiekurser. Vi säger att denna modell skulle avslöja att ”Företag Ab:s” aktie skulle stiga från 100€ till 110€. Vad skulle då hända? Alla skulle vilja köpa aktien, men ingen skulle vilja sälja den. Resultatet skulle bli en omedelbar prisökning till det ”rätta” priset 110€. Med andra ord kommer goda framtidsprognoser för ett företag eller dess aktier att synas i dess nuvarande pris, inte i det framtida priset. Så fort som information når marknaden om en under- eller överprissatt aktie, kommer investerarnas handlingar att styra den till den nivå där risk och förväntad avkastning möts. Följaktligen, blir det enda sättet att nå högre förväntad avkastning i en effektiv marknad att öka på risknivån. (Fama 1970)

Ett exempel är följande graf (Figur 1). Den demonstrerar aktiepriset för 17 000 företag, före och efter annonseringen av att de blir köpta av ett annat företag (Dag 0 är annonseringsdagen). En sådan annonsering brukar betyda en märkbar ökning i aktiepriset och man kan också se ur grafen hur aktiepriset omedelbart påverkas kraftigt av annonseringen. Däremot hålls priset på samma nivå efter det, eftersom marknaden styrt priset på ”rätt” nivå.



Figur 1. Aktiepris för företag som kommer att bli köpta av ett annat företag. Y-axeln visar den procentuella kumulativa avkastningen, X-axeln visar dagarna före och efter annonseringen av köpet (Brealey et. al 2011 s. 319).

4.3 Faktorer för och emot EMH

Den effektiva marknadshypotesen hävdar alltså att det är lönlöst att slösa tid och pengar på att hitta och tolka information om kommande aktiekurser, eftersom man ju borde kunna reagera på informationen redan innan den ens finns till. Det finns gott om bevis för att detta faktiskt är en ganska bra reflektion av verkligheten för en effektiv marknad.

Färsk forskning och statistik om debatten mellan aktivt förvaltade fonders resultat jämfört med passivt förvaltade (och därmed till index) har publicerats nyligen av *Morningstar* och av *S&P Dow Jones Indices* (Morningstar 2015, S&P Dow Jones Indices 2016a, 2016b). Dessa källor stöder huvudsakligen den effektiva marknadshypotesen i och med att de påvisar att det överhuvudtaget är svårt att skapa en aktivt förvaltd fond som skulle klara sig bättre än sitt marknadsindex, för att inte tala om att uppehålla denna framgång flera år i rad. Våldigt liknande resultat uppkommer även i forskning från senare tillbaka i tiden (McGuigan 2006, Fortin & Michelson 1999).

Det finns därmed de som hävdar att denna sorts framgång baserar sig närmast på slumpen (Kjetsaa 2004, Light 2014). Även en ny studie från Indien stöder denna teori (Sharma & Paul 2015).

Däremot har man vid forskning av både Das och SP samt Cortez et al. kommit fram till att det aktiva tillvägagångssättet fungerat bättre än det passiva då det gällt s.k. *socialt ansvarstagande fonder*. Dessa är investeringsinstrument som är skapade för investerare som är måna om inte bara avkastning utan också till vilka ändamål deras placeringar används och de har ökat mycket i popularitet på senare tid. (Das & SP 2013, Cortez et al. 2009) Det samma gällde småbolagsfonder och (ur ett amerikanskt perspektiv) internationellt placerande fonder i Fortins och Michelsons undersökningar, d.v.s. även där verkade det aktiva förvaltningssättet vara mera lönsamt (Fortin & Michelson 1999, 2005). Trots att det statistiskt sett är ytterst svårt att konsekvent överprestera marknaden, så verkar det motsatta vara betydligt enklare. Detta beror dock inte på en förmåga att lyckas välja ut de sämsta aktierna (detta vore lika svårt som att välja de bästa), utan på att vissa fonders höga kostnader gör att de år efter år förlorar mot sina index då kostnaderna äter upp en så stor del av avkastningen. (Bodie et al. 2009 s. 372)

Även om många studier påvisar att den effektiva marknadshypotesen ganska långt stämmer och att det i de flesta fall verkar så gott som omöjligt att konsekvent slå marknaden på annat sätt än med tur, så finns det ändå klara tecken som strider mot denna teori. Ett är det faktum att det under historiens lopp funnits personer, t. ex. Peter Lynch, Warren Buffet och John Templeton, som faktiskt lyckats överprestera marknaden betydligt under långa tidsperioder. (Bodie et al. 2009 s. 374) En skeptikers syn på saken är att då tillräckligt många försöker så borde ju några lyckas uppnå goda resultat, enbart baserat på sannolikheten. (Bodie et al. 2009 s. 357-358)

Förutom dessa några exceptionella portföljförvaltare, förekommer det också andra kontroversiella faktorer då man jämför effektiva marknader med verkligheten. Dessa brukar kallas *anomalier* och är marknadsfenomen som inte riktigt rationellt kan motiveras. Till dessa kan inkluderas t.ex. att januari brukar ha högre avkastning än övriga månader och att måndagen brukar ha lägre avkastning än övriga veckodagar. (Brealey et al. 2011 s. 322) Det finns också exempel på företag som delar exakt samma kassaflöden, men som mot all logik ändå har haft olika prisfluktuationer. (Brealey et al. 2011 s. 323) Likaså är marknadsbubblor, där prisnivåerna börjar skena iväg till betydligt högre nivåer än vad de borde för att sedan krascha, bevis på att den effektiva marknadsteorin inte i full grad kan tillämpas i verkligheten. Problemet är att människor sällan agerar rationellt, utan låter psykologiska aspekter ta kontroll över beslut. (Brealey et al. 2011 s. 324-327)

Detta är något som är svårt för en teori att ta i beaktande och därför utgår även den effektiva marknadshypotesen ifrån investerare med rationella förväntningar. Med andra ord behöver inte enskilda investerare bete sig rationellt, men det faktum att tillräckligt många gör det rättar till prisfelaktigheter i marknaderna. Anhängare av s.k. beteendekonomi (*behavioural finance*) kritiserar teorin för detta, eftersom detta inte fullständigt verkar fungera i verkligheten. (DeLong et al. 1990, Schleifer & Vishny 1997) Beteendekonomi försöker ta i beaktande hur verkliga människor fattar beslut och ifrågasätter marknadernas förmåga att sätta rätt prisnivå. Ytterligare spekuleras investerarnas förmåga att utnyttja eventuella felvärderingar. (Bodie et al. 2009 s. 384-385) Problem uppstår bl.a. av att många professionella investerare behöver resultat på kort sikt, t.ex. för att behålla sina kunder eller t.o.m. sitt jobb, och måste därför undvika placeringar som det kan ta årtal för att bli lönsamma. (Bodie et al. 2009 s. 389) I synnerhet efter finanskrisen har beteendekonomi fått många anhängare, då uppkomsten av en sådan kris i hög grad stred med tanken om effektiva marknader. Eugene Fama har påpekat att beteendekonomin själva heller inte lyckats komma fram med någon täckande teori (Fama 1998), men bristerna i den effektiva marknadshypotesen är ändå idag uppenbara.

4.4 Utgångspunkter för den empiriska forskningen

Som en avslutning för teoridelen av arbetet följer en syn på utgångspunkterna för den empiriska forskningen. Meningen är att ta reda på huruvida det finns skillnader i olika fonders förmåga att slå sina respektive jämförelseindex beroende på vilken marknad fonden placerar i. Dessa resultat kan enligt den effektiva marknadshypotesen användas till att tolka effektiviteten på olika marknader. På effektiva marknader kan sådana skillnader ju inte uppkomma enligt denna teori. För att det ska kunna uppstå "fel" prissättning på aktiemarknaden som aktivt förvaltade fonder kunde dra nytta av och i längden överprestera marknaden, borde den vara i någon grad ineffektiv. Därmed kunde förväntas att på utvecklade marknader, så som den amerikanska, vore det svårare för de aktiva fonderna att slå sina index medan de däremot borde ha bättre chanser på tillväxtmarknader. Denna hypotes bygger på antagandet att på utvecklade marknader borde effektiviteten ha hunnit utvecklas så högt att den åter upp av möjligheterna att utnyttja prisfelaktigheter genom aktiv förvaltning medan detta ännu kunde vara möjligt på tillväxtmarknader.

5 EMPIRI

I detta kapitel presenteras resultaten i den empiriska forskningen. De kompletta SPSS-tabellerna hittas som bilaga i slutet av detta arbete (Bilaga 2).

Forskningen visar att det finns tydliga skillnader gruppvis mellan hur bra de aktivt förvaltade fonderna klarat sig mot sina index. Resultaten varierar i stor grad: Allt från överlägsen dominans bland indexen till det rakt motsatta förekommer bland resultaten. Hypotesen om att de mer utvecklade marknaderna är svårare för de aktiva portföljförvaltarna att knäcka än utvecklingsmarknaderna verkar ha sanning i sig. Likaså märks marknadernas utveckling och ökade effektivitet i och med att det under den femåriga granskningsperioden blivit svårare att slå marknaderna även på utvecklingsmarknader jämfört med den tioåriga granskningsperioden.

Låt oss då börja se på resultaten mera i detalj. Som sagt har man som mätinstrument använt både avkastning och Sharpes tal på först tio och sedan fem års tidsperioder som jämförelse. Av dessa är Sharpes tal de aningen mer riktningivande talen att se på när man analyserar resultaten, eftersom de tar i beaktande den riskjusterade avkastningen.

För den tioåriga perioden gäller att i fyra av de nio kategorierna fanns det fler fonder som lyckades slå sitt index än tvärtom. Således fanns det fem kategorier där indexen oftast hade klarat sig bättre än portföljförvaltarna. Detta gällde för både Sharpe-talen och den absoluta avkastningen. De fyra kategorierna där den aktiva portföljförvaltningen oftast fungerat var *Norden*, *Europa*, *Östeuropa* och *Fjärran Östern*. Av dessa hade samtliga tio fonder som placerat i Fjärran Östern besekrat indexet i både absolut och riskjusterad avkastning, medan det i de nordiska, europeiska och östeuropeiska fonderna alltid också förekom fonder som förlorade åt indexet. Tabell 2 visar hur resultaten ur forskningen med det tioåriga omfånget ser ut. De två tresiffriga sifferserierna efter varje fondgrupp anger hur många fonder som vunnit sitt index, varit lika med det och förlorat till det med de två mätningssätten.

Tabell 2. Resultaten för de olika fondgrupperna, 10 år

Grupp	Resultat Sharpe	Resultat avkastning
Fjärran Östern	10-0-0	10-0-0
Norden	13-0-4	12-0-5
Östeuropa	10-1-4	12-0-3
Europa	13-0-9	12-1-9
Japan & Stilla havet	2-1-2	2-0-3
Tillväxtmarknaderna	4-0-9	3-1-9
Globala	4-0-9	3-1-9
Finland	4-0-18	4-0-18
Nordamerika	0-1-11	4-0-8
Totalt	60-3-66	62-3-64

I enlighet med hypotesen har de utvecklande marknaderna i Kina och Indien (Fjärran Östern) varit gynnsamma för det aktiva förvaltningssättet, medan världens största aktiemarknad i USA gett de sämsta riskjusterade resultaten. Rent avkastningsmässigt har dock en tredjedel av Amerikafonderna lyckats slå indexet, trots att detta inte lyckades för en enda av dem mätt med Sharpekvoten. Förutom Nordamerika, har Finland visat sig vara en ogynnsam marknad för det aktiva förvaltningssättet. Däremot är Norden tvåa i den motsatta ändan av tabellen.

När man går över till resultaten för endast de senaste fem åren (Tabell 3), ser man några förändringar. Det mest dramatiska är Fjärran Österns fall från att ha varit ett säkert byte för det aktiva sättet till att i de flesta fonder nu förlora till sitt index. Istället är det nu Norden som erbjuder de bästa resultaten för de aktiva placerarna. Man kan också se att den nordamerikanska marknaden nu enligt båda mätinstrument varit omöjlig att slå.

Tabell 3. Resultaten för de olika fondgrupperna, 5 år

Grupp	Resultat Sharpe	Resultat avkastning
Norden	16-0-1	14-0-3
Japan & Stilla havet	3-0-2	2-0-3
Östeuropa	9-0-6	8-0-7
Europa	12-2-8	11-0-11
Fjärran Östern	4-0-6	3-1-6
Finland	7-1-14	3-1-18
Tillväxtmarknaderna	4-2-7	4-0-9
Globala	4-0-9	3-0-10
Nordamerika	0-0-12	0-0-12
Totalt	59-5-65	48-2-79

Överlag har antalet fonder som lyckats slå marknaden inte skiftat mycket då det gäller Sharpe-talen, men i fråga om avkastning har det skett en större förändring mellan jämförelseperioderna: Antalet fonder totalt som gett större avkastning än sitt index har sjunkit från 62 (48,1% av alla fonder) till 48 (37,2%). Samtidigt har antalet fonder som förlorat åt indexet stigit från 64 (49,6%) till 79 (61,2%). Märkbart är även att det aktiva sättet förlorar åt indexen oftare än vinner dem i helhetsresultaten oberoende vilken tidsram eller vilket mätningssätt man ser på.

Den statistiska signifikansen av korstabellanalysens resultat mättes med chi-två-test. Då värdet på signifikansnivån hölls mellan 0,000 och 0,001 i alla fyra mätningar kan man även statistiskt konstatera att det fanns signifikanta skillnader mellan resultaten. Dessa värden betyder att skillnaderna i resultaten skulle orsakas av slump endast i högst 0,1% av 100 stickprov, då den övre gränsen för statistisk signifikans ofta dras vid 5%. (Djurfeldt et al. 2010 s. 188)

6 ANALYS

Näst i tur är analys av den empiriska forskningens resultat. Det är intressant att se att det förekom stora skillnader mellan fondgrupperna. I detta kapitel går vi igenom faktorer som kunde ligga bakom resultaten och vad resultaten berättar om marknadernas effektivitet.

Som tidigare härleddes (s. 17), kan vi enligt den effektiva marknadshypotesen använda resultaten från den empiriska forskningen till att tolka de olika marknadsområdenas ef-

ektivitet. Om det är svårt för portföljförvaltarna att skapa fonder som slår sina index, tyder detta enligt den effektiva marknadshypotesen på hög marknadseffektivitet och vice versa: Lyckas man i regel slå indexen är det inte fråga om en alltför effektiv marknad.

Hypotesen löd ju att att den nordamerikanska marknaden vore bland de svåraste att slå. Detta stämde, då inte en enda fond i gruppen *Nordamerika* lyckades slå sitt index mätt med den riskjusterade avkastningen på tio år och bara en tredjedel gjorde det med ren avkastning. När man endast tar de senaste fem åren i beaktande, var det inte en enda fond som klarade sig åt indexet mätt med någotdera sättet. Detta tyder på att den nordamerikanska marknaden nått ännu högre effektivitet under de senaste åren än vad den hade från början av forskningsperioden. För att se orsakerna bakom fenomenet måste man tänka på vad som hänt i ekonomin under denna tid. Det mest framstående är såklart finanskrisen 2008, vilket startade från USA och tärde hårt på marknaden där. Då denna krasch skedde under den tioåriga mätningssättet, men tre år före den femåriga mätningssättets början, kunde man tänka sig att detta kunde vara en skiljande faktor på varför effektiviteten i Nordamerika verkar ha ökat. Då det inte går väl för marknaden överlag, har det aktiva förvaltningssättet bättre förutsättningar att dra fördel ur situationen. De få gånger det aktiva sättet överlag har slått marknaden under 2000-talet är just under kriser som it-bubblan och finanskrisen. (Koskinen 2017, s. 17)

Den andra delen av hypotesen var att tillväxtmarknader skulle vara något det aktiva förvaltningssättet skulle lämpa sig bättre för. Detta stämde åtminstone delvis. Fonderna i Gruppen *Tillväxtmarknader (med undantag av Östeuropa och Fjärran Östern)* visade sig något överraskande förlora åt sitt index mer än dubbelt så ofta som de vann det, men de övriga utvecklingsmarknaderna *Östeuropa* och *Fjärran Östern* var åtminstone inledningsvis klart gynnsamma marknader för portföljförvaltarna. Utvecklingen för i synnerhet *Fjärran Östern* är ändå intressant: Från att ha vunnit sitt index med samtliga fonder med båda mätningssätten under 10-årsperspektivet, förlorade gruppen oftare till indexet än tvärtom under 5-årsperspektivet. Detta är ett klart tecken på hur mycket marknaderna i Kina och Indien utvecklats under denna relativt korta tid. Båda länder verkar med hög fart att utvecklas till riktiga marknadsekonomier likt de västerländska, vilket syns som ökad effektivitet på marknaden. Samma fenomen bland resultaten kan även ses i gruppen *Östeuropa*, dock inte lika kraftigt.

Detta kan man ändå inte säga om den ganska heterogena gruppen Tillväxtmarknaderna. Där var det som sagt svårt att slå marknaderna från början och ingen nämnvärd utveckling verkar ha skett. P.g.a. att ifrågavarande grupp är rätt utspridd geografiskt (fonder som investerar t.ex. i Afrika och Latinamerika) är det svårt att ge en entydig förklaring på varför resultatet ser ut som de gör. Man kunde ändå ha tänkt sig att den växande brasilianska marknaden skulle ha bidragit med liknande resultat som de övriga BRIC-länderna Ryssland, Indien och Kina (fyra länder som uppskattas vara de dominerande råvaro- och varuleverantörerna i världen de kommande årtiondena (Investopedia 2017)) i sina grupper. Man bör dock komma ihåg att det går att dra samband med hur stor proportion respektive BRIC-land har i sin grupp med gruppens resultat: Fjärran Östern bestod endast av BRIC-länder, Ryssland var den i särklass dominerande marknaden i Östeuropa, medan Brasilien ändå bara var en av flera väldigt olika marknader i Tillväxtmarknaderna.

Finland visade sig enligt undersökningen vara en tämligen effektiv marknad. Märkvärdigt nog, var detta i stark kontrast med *Norden*, då dessa två kunde ha tänkas ge liknande resultat. Som förklaring föreslår Esko Immonen, vd på Index Varainhoito, att benchmarkindexens resultat hängt mycket på större företag med relativt låg avkastning, medan de aktiva fonderna placerat mycket på växande mindre företag. Detta har lyckats mycket väl i nordiska fonder, medan finska fonder kanske har tagit för mycket risk i tron att man känner till hemmamarknaden så väl. (Kynäräinen 2016 s. 19) Ett annat fall är de s.k. småbolagsfonderna i Finland. Trots sina namn, placerar en stor del av dem i verkligheten sina största andelar i företag med marknadsvärden på över 2 miljarder euro. (Vehviläinen 2017, s. 21) Denna fondgrupp är ändå den som klarat sig bäst inom den inhemska tävlingen. (Mustonen 2017 s. 16) Liknande resultat om småbolagsfonder hänvisades till tidigare i texten. (Fortin & Michelson 1999) En undersökning gjord av Kauppalehti visar dock att Finlandfonderna egentligen ofta inte ens borde kallas aktiva, utan trots sina löften kan ha ett *active share*-värde på under 30% och ändå ha sedvanliga förvaltningskostnader. (Hurmerinta 2017a, s. 20) Med så liknande placeringar är det onödigt att hoppas slå indexen, då de små skillnaderna i placeringarna inte kan förväntas täcka fondernas höga kostnader. För detta examensarbete kontrollerades inte fondernas exakta innehav av placeringar, utan fonderna kvalificerades enligt beskrivningen som stod i prospektet. Därför kan vissa av fonderna i datan på basis av Kauppalehtis under-

sökning i själva verket motsvara indexfonder och därmed inte borde kvalificera för undersökningen.

Europa bjöd på blandade resultat som inte förändrades mycket under forskningsperioderna. Marknaden har under senaste år varit präglad av utmaningar i form av politisk tumult, Europeiska Centralbankens handlingar och oro kring banker. (Hurmerinta 2017b, s. 21) På ett längre perspektiv bör man minnas finanskrisens påverkningar för Europa och de stora problem de vållat i många europeiska länder. Sådana omständigheter borde ändå som sagt ge möjlighet för duktiga portföljförvaltare att hitta goda placeringsobjekt, vilket i någon grad kan tolkas ha stämt. Europa har ändå inte varit någon verklig guldgruva för det aktiva förvaltningssättet, utan snarare presterat lite över genomsnittet i undersökningen ur det aktiva perspektivet. Europa har därmed ändå, lika som *Japan och Stilla havet*, gett förutsättningar för ”stock picking” tack vare dessa omständigheter. Resultaten visar att dessa marknader inte är på samma nivå med Nordamerika då det gäller marknadseffektivitet.

Globala fonder misslyckades i att slå marknaden i ca 70% av fallen. De presterade alltså klart sämre än genomsnittet i undersökningen. Detta är intressant, då globala fonders förvaltare borde ha ett enormt utbud aktier att välja och vräka ifrån. Således borde de inte vara begränsade till ett smalt utbud aktier som kan orsaka svårigheter i att skilja sig från indexportfolion, så som t.ex. fonder som placerar i Helsingforsbörsen kan hävdas vara. Internationella (icke-amerikanska) fonder hade också klarat sig bra i detta avseende i Fortins och Michelsons undersökning. (Fortin & Michelson 2005) Orsaken till den svaga framgången kan ändå ligga i indexen och låg active share: Om fonden, i enlighet med sitt prospekt eller inte, har en liknande portfölj som världsindeket, betyder det att en stor del av fonden består av amerikanska företag och då är det som bevisat svårt att slå marknaden. Det skulle också stämma med varför de ur amerikansk synvinkel internationella fonderna klarat sig bra till skillnad från dessa globala fonder: De innehöll inga amerikanska aktier.

Syftet för arbetet var att ta reda på om det finns skillnader mellan olika marknaders fonders förmåga att slå sina jämförelseindex och därmed mäta olika marknaders effektivitet. Resultaten varierade i hög grad och därmed kan konstateras att det är stor skillnad på hur aktivt förvaltade fonder klarar sig beroende på var de placerar.

Enligt studiens resultat lönar det sig att tänka sig för noggrant innan man placerar i aktivt förvaltade fonder som investerar i Nordamerika eller Finland. Det passiva sättet har fungerat klart bättre på dessa marknader. Man bör dock även komma ihåg att historiska resultat inte är någon garanti på framtida avkastningar och framtida marknadshändelser kan skapa möjligheter för ”stock picking” även här.

Bättre chanser att lyckas med det aktiva sättet har funnits i Kina och Indien och i fonder som placerar i Norden. Det har dock blivit allt svårare att lyckas med ”stock picking” även i det utvecklande Asien. Om utvecklingen fortsätter likadan verkar trenden vara att passiv förvaltning blir att föredra även här. De övriga forskningsgruppernas (marknadernas) resultat låg någonstans mera mitt emellan, men överlag kan man säga att studien stöder de flera tidigare studierna som visar att passiv förvaltning i genomsnitt vinner aktiv förvaltning. En sådan studie utfördes också parallellt med denna av Index Varainhoito och kom till väldigt liknande resultat. I den jämfördes aktiva fonders framgång med sina benchmarks i 33 olika klasser. Studien var alltså mer omfattande än denna, då den inte var begränsad till endast aktiefonder och endast krävde två fonder per klass med tre års verksamhet. Index Varainhoito kom fram till att av de 33 klasserna var det endast nordiska aktiefonder som vann indexet med ett 5-årsperspektiv. På tio år var det inte en enda klass som lyckades med det. (Arola 2016, s. 32)

Resultaten är inte smickrande för aktiv förvaltning och målar inte upp en värst lysande framtid för den. Det finns ändå problem i scenariot där passiv förvaltning helt och hållet skulle ta kål på aktiv förvaltning. Det är ju just det faktum att massvis med investerare aktivt söker efter fel prissättningar och därmed omedelbart rättar till dem med sitt köpande eller säljande som gör att en effektiv marknad har ”rätt”. Men skulle alla hoppa över till passiv placeringsstrategi, vore det ju inte så längre. Ingen skulle rätta till marknaden. Därför kräver effektiva marknader aktiv placeringsstrategi för att fungera. På grund av detta kan placerare i passiva instrument på sätt och vis t.o.m. ses som ett slags marknadernas fripassagerare. De njuter ju enligt åtskilliga forskningar av bättre avkastning men bidrar inte själva på något sätt till marknadernas effektivitet, utan har allt att tacka för dem som placerat i dyra aktiva instrument med lägre avkastning. Passiva investeringar har p.g.a. detta t.o.m. krävts att dömas olagliga och hävdats vara skadligare för marknaderna än kommunism. (Koskinen 2017, s. 17)

Vad beträffar testandet av marknadens effektivitet och dess utveckling, så visar undersökningen enligt den effektiva marknadshypotesen att effektiviteten av olika marknader skiljer sig mycket runt om i världen. En gemensam trend verkar ändå vara att även tillväxtmarknader i ökande grad blir allt effektivare som en följd av den allt mer globala världen och att flera länder börjar få mer och mer västerländska drag. Man kan säga att nästan hela världen mer eller mindre idag fungerar under samma västerländska marknadsekonomi.

7 SLUTSATSER

Studien kan anses lyckad, då den erbjöd tydliga resultat på forskningsfrågorna gällande olika fonders förmåga att slå sina jämförelseindex och marknadens effektivitet. Det blev uppenbart att det finns stora skillnader mellan hur bra aktiv förvaltning lämpar sig för olika marknader och att det finns stor skillnad mellan effektiviteten på olika marknader. Denna skillnad verkar dock krympa i och med den globala utvecklingen.

Även om studien inte är menad som någon placeringsguide, ger den insikt i och nyttig information för investerare om passiva och aktiva placeringsinstrument samt statistik som bör tas i beaktande då man överväger fondplaceringar på någon viss geografisk marknad. Här bör påminnas att studien jämförde aktivt förvaltade fonder med sina jämförelseindex, inte med verkliga passiva placeringsinstrument som indexfonder eller ETF:s, börsnoterade fonder. Även om dessa i flesta fall strävar efter att följa indexets avkastning så långt som möjligt, skulle resultaten för undersökningen inte nödvändigtvis se precis lika ut om man använt sig av dessa som benchmark för de aktiva fonderna istället för verkliga index. Indexen lämpade sig ändå bättre för testandet av marknadseffektivitet än instrument som försöker följa dem och valdes av denna orsak som benchmark i forskningen.

Likaså ska man komma ihåg att undersökningen enbart klassificerade fonderna som bättre än, lika med eller sämre än sina index. Därmed tog undersökningen inte i beaktande möjliga skillnader i kvaliteten inom dessa grupper. Med andra ord syns det inte i undersökningen med hur stor marginal en fond över- eller underskred sitt index och detta är ju något som kunde ha fått resultaten att se förhållandevis bättre ut för det aktiva förvaltningssättet. (Även om man slog indexet relativt sällan, gjorde man det kanske

med klar marginal och förlorade åt det relativt ofta men bara med liten marginal. Den raka motsatsen är såklart också möjlig, vilket skulle försämra resultaten ytterligare ur det aktiva förvaltningssättets perspektiv.) En annan sak som inte syns i forskningen är den eventuella effekten av vem det är som förvaltar fonden. En fond som haft svaga resultat med en portföljförvaltare kan ha klarat sig mycket bättre under någon annan. För att undvika detta kunde man ha haft som kvalificeringskriterium att fonden måste ha haft samma förvaltare genom hela forskningsperioden, men detta skulle ha reducerat forskningsmaterialet en hel del.

Forskningen var en givande och lärorik process och ger även upphov till möjligeter för vidare forskning. Man kunde klassificera fonderna i mer än bara tre kategorier (*bättre, lika med* eller *sämre* än indexet) för att se hur stora skillnaderna mellan de aktiva fonderna och deras index är, som spekulerats ovan. Det vore också intressant att se hurdana resultat man skulle komma till om man upprepade forskningen om t.ex. tio år: Kommer utvecklingen att vara sådan att möjligheterna för framgångsrik aktiv förvaltning marginaliseras allt mer då marknaderna blir effektivare och effektivare runt om i världen? Eller kommer vi att se en förändring i trenden, kanske p.g.a. en ny ekonomisk kris? Den effektiva marknadshypotesens faders, Eugene Famas, syn på saken torde inte vara svår att gissa. ”Jag skulle jämföra aktieplockare med astrologer, men jag vill inte tala illa om astrologer” har den berömda ekonomen en gång sagt. (Hagin 2004, s. 267)

KÄLLOR

Aktia. 2016. Tillgänglig: <https://www.aktia.fi/sv/saasta-ja-sijoita/rahastot/tunnusluvut>
Hämtad 29.11.2016

Arola, Heikki. 2016, Passiivinen sijoittaminen tuotti aktiivista paremmin, *Helsingin Sanomat*, 9.12.2016

Bodie, Zvi; Kane, Alex & Marcus, Alan J. 2009, *Investments*, 8 uppl., New York: McGraw-Hill/Irwin, 1004 s.

Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. & Allen, Franklin. 2011, *Principles of Corporate Finance*, 10 uppl., New York: McGraw-Hill/Irwin, 969 s.

Börsstiftelsen. 2015. Tillgänglig:

http://www.porssisaatio.fi/se/files/2015/06/sijoitus_rahasto_opas_2015_sve_b.pdf

Hämtad 14.10.2016

Cortez, M.C., Silva, F. & Areal, N. 2009, The Performance of European Socially Responsible Funds, *Journal of Business Ethics*, vol. 87, nr 4, s. 573-588.

Cremers, Martijn & Petäjistö Antti. 2007, How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance, *The Review of Financial Studies*, vol. 22, nr 9, s. 3329-3365.

Das, P.K. & SP, U.R. 2013, Performance evaluation of socially responsible mutual funds using style analysis, *Social Responsibility Journal*, vol. 9, nr 1, s. 109-123.

DeLong, J. Bradford; Schleifer, Andrei; Summers, Lawrence H. & Waldmann, Robert J. 1990, Noise Trader Risk in Financial Markets, *Journal of Political Economy*, vol. 98, nr 4, s. 704-738.

Djurfeldt, Göran; Larsson, Rolf & Stjärnhagen, Ola. 2010, *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*, 2 uppl., Lund: Studentlitteratur AB, 480 s.

Fama, Eugene F. 1965, The Behavior of Stock Market Prices, *Journal of Business*, vol. 38, nr 1, s. 34–105.

Fama, Eugene F. 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, vol. 25, nr 2, s. 383–417.

Fama, Eugene F. 1991, Efficient Capital Markets: II, *The Journal of Finance*, vol. 46, nr 5, s. 1575-1617.

Fama, Eugene F. 1998, Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance, *Journal of Financial Economics*, vol. 49, nr 3, s. 283-306.

Fortin, R. & Michelson, S. 1999, Fund indexing vs. active management: The results are..., *Journal of Financial Planning*, vol. 12, nr 2, s. 74-81.

Fortin, R. & Michelson, S. 2005, Active International Mutual Fund Management; Can Managers Beat the Index?, *Managerial Finance*, vol. 31, nr 1, s. 41-51.

Hagin, Robert L. 2004, *Investment Management: Portfolio Diversification, Risk, and Timing - Fact and Fiction*, 1 uppl., New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 304 s.

Heinonen, Iiro (yngre portföljanalytiker på Suomen Sijoitustutkimus). 2017, e-postmeddelande 22.2. 2017.

Hurmerinta, Mirko. 2017a, Rahastosijoittajat maksavat turhasta, *Kauppalehti*, 17.1.2017.

Hurmerinta, Mirko. 2017b, Langenskiöldin riskinotto palkittiin, *Kauppalehti*, 17.1.2017.

Investopedia. 2016. Tillgänglig: <http://www.investopedia.com/terms/m/marketindex.asp>
Hämtad 14.10.2016

Investopedia. 2017. Tillgänglig: <http://www.investopedia.com/terms/b/bric.asp>
Hämtad 27.1.2017

Kjetsaa, R. 2004, Actively Managed Equity Mutual Fund Performance Relative to Benchmarks, *American Business Review*, vol. 22, nr 1, s. 102-112.

Koskinen, Petri. 2017, Passiivisuus pahempi kuin kommunismi, *Kauppalehti*, 10.1.2017

Kyynäräinen, Tiia. 2016, Miksi aktiivinen Suomi-rahasto ei pärjää? *Kauppalehti*, 9.12.2016

Light, J. 2014, Not a Stock-Picker's Market, *Wall Street Journal - Eastern Edition*, vol. 263, nr 20, s. B9-B10.

McGuigan, T.P. 2006, The Difficulty of Selecting Superior Mutual Fund Performance, *Journal of Financial Planning*, vol. 19, nr 2, s. 50-52, 54-56.

Morningstar. 2015. Tillgänglig:

<http://corporate.morningstar.com/US/documents/ResearchPapers/MorningstarActive-PassiveBarometerJune2015.pdf> Hämtad 14.10.2016

Morningstar. 2017. Tillgänglig:

<http://www.morningstar.se/Help/Morningstar/Dictionary.aspx?title=Sharpe> Hämtad 21.2.2017

Mustonen, Antti. 2017, Kiimaa pienten yhtiöiden pelikentällä, *Kauppalehti*, 10.1.2017.

S&P Dow Jones Indices. 2016a. Tillgänglig:

https://us.spindices.com/documents/spiva/persistence-scorecard-august-2016.pdf?force_download=true Hämtad 14.10.2016

S&P Dow Jones Indices. 2016b. Tillgänglig:

<https://us.spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2016.pdf> Hämtad 14.10.2016

Schleifer, Andrei & Vishny, Robert W. 1997, The Limits of Arbitrage, *Journal of Finance*, vol. 52, nr 1, s. 35-55.

Sharma, P. & Paul, S. 2015, Testing the skill of mutual fund managers: evidence from India, *Managerial Finance*, vol. 41, nr 8, s. 806-824.

Sijoitustutkimus. 2016. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/yritys/> Hämtad 30.11.16

Statistikcentralen. 2017a. Tillgänglig: <http://www.stat.fi/meta/kas/validiteetti.html> Hämtad 22.2.2017

Statistikcentralen. 2017b. Tillgänglig: <http://www.stat.fi/meta/kas/reliabiliteetti.html> Hämtad 22.2.2017

Vehviläinen, Maija. 2017, Suuria pieniä yhtiöitä, *Kauppalehti*, 13.1.2017.

BILAGA 1

SPSS-tabellerna

Grupp * Kvalitet - 10 års Sharpe Crosstabulation

		Kvalitet - 10 års Sharpe			Total	
		1	2	3		
Grupp	1	Count	4	0	18	22
		% within Grupp	18,2%	0,0%	81,8%	100,0%
	2	Count	13	0	4	17
		% within Grupp	76,5%	0,0%	23,5%	100,0%
	3	Count	13	0	9	22
		% within Grupp	59,1%	0,0%	40,9%	100,0%
	4	Count	0	1	11	12
		% within Grupp	0,0%	8,3%	91,7%	100,0%
	5	Count	2	1	2	5
		% within Grupp	40,0%	20,0%	40,0%	100,0%
	6	Count	10	1	4	15
		% within Grupp	66,7%	6,7%	26,7%	100,0%
	7	Count	4	0	9	13
		% within Grupp	30,8%	0,0%	69,2%	100,0%
	8	Count	10	0	0	10
		% within Grupp	100,0%	0,0%	0,0%	100,0%
	9	Count	4	0	9	13
		% within Grupp	30,8%	0,0%	69,2%	100,0%
Total		Count	60	3	66	129
		% within Grupp	46,5%	2,3%	51,2%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymptotic Significance (2-sided)
Pearson Chi-Square	53,883 ^a	16	,000
Likelihood Ratio	60,075	16	,000
Linear-by-Linear Association	1,315	1	,252
N of Valid Cases	129		

a. 12 cells (44,4%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,12.

Grupp * Kvalitet - 10 års avkastning Crosstabulation

		Kvalitet - 10 års avkastning			Total
		1	2	3	
Grupp 1	Count	4	0	18	22
	% within Grupp	18,2%	0,0%	81,8%	100,0%
2	Count	12	0	5	17
	% within Grupp	70,6%	0,0%	29,4%	100,0%
3	Count	12	1	9	22
	% within Grupp	54,5%	4,5%	40,9%	100,0%
4	Count	4	0	8	12
	% within Grupp	33,3%	0,0%	66,7%	100,0%
5	Count	2	0	3	5
	% within Grupp	40,0%	0,0%	60,0%	100,0%
6	Count	12	0	3	15
	% within Grupp	80,0%	0,0%	20,0%	100,0%
7	Count	3	1	9	13
	% within Grupp	23,1%	7,7%	69,2%	100,0%
8	Count	10	0	0	10
	% within Grupp	100,0%	0,0%	0,0%	100,0%
9	Count	3	1	9	13
	% within Grupp	23,1%	7,7%	69,2%	100,0%
Total	Count	62	3	64	129
	% within Grupp	48,1%	2,3%	49,6%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymptotic Significance (2-sided)
Pearson Chi-Square	41,202 ^a	16	,001
Likelihood Ratio	46,748	16	,000
Linear-by-Linear Association	1,330	1	,249
N of Valid Cases	129		

a. 13 cells (48,1%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,12.

Grupp * Kvalitet - 5 års Sharpe Crosstabulation

		Kvalitet - 5 års Sharpe			Total	
		1	2	3		
Grupp	1	Count	7	1	14	22
		% within Grupp	31,8%	4,5%	63,6%	100,0%
2		Count	16	0	1	17
		% within Grupp	94,1%	0,0%	5,9%	100,0%
3		Count	12	2	8	22
		% within Grupp	54,5%	9,1%	36,4%	100,0%
4		Count	0	0	12	12
		% within Grupp	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
5		Count	3	0	2	5
		% within Grupp	60,0%	0,0%	40,0%	100,0%
6		Count	9	0	6	15
		% within Grupp	60,0%	0,0%	40,0%	100,0%
7		Count	4	2	7	13
		% within Grupp	30,8%	15,4%	53,8%	100,0%
8		Count	4	0	6	10
		% within Grupp	40,0%	0,0%	60,0%	100,0%
9		Count	4	0	9	13
		% within Grupp	30,8%	0,0%	69,2%	100,0%
Total		Count	59	5	65	129
		% within Grupp	45,7%	3,9%	50,4%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymptotic Significance (2-sided)
Pearson Chi-Square	42,259 ^a	16	,000
Likelihood Ratio	49,105	16	,000
Linear-by-Linear Association	2,288	1	,130
N of Valid Cases	129		

a. 12 cells (44,4%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,19.

Grupp * Kvalitet - 5 års avkastning Crosstabulation

		Kvalitet - 5 års avkastning			Total
		1	2	3	
Grupp 1	Count	3	1	18	22
	% within Grupp	13,6%	4,5%	81,8%	100,0%
2	Count	14	0	3	17
	% within Grupp	82,4%	0,0%	17,6%	100,0%
3	Count	11	0	11	22
	% within Grupp	50,0%	0,0%	50,0%	100,0%
4	Count	0	0	12	12
	% within Grupp	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
5	Count	2	0	3	5
	% within Grupp	40,0%	0,0%	60,0%	100,0%
6	Count	8	0	7	15
	% within Grupp	53,3%	0,0%	46,7%	100,0%
7	Count	4	0	9	13
	% within Grupp	30,8%	0,0%	69,2%	100,0%
8	Count	3	1	6	10
	% within Grupp	30,0%	10,0%	60,0%	100,0%
9	Count	3	0	10	13
	% within Grupp	23,1%	0,0%	76,9%	100,0%
Total	Count	48	2	79	129
	% within Grupp	37,2%	1,6%	61,2%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymptotic Significance (2-sided)
Pearson Chi-Square	38,827 ^a	16	,001
Likelihood Ratio	41,837	16	,000
Linear-by-Linear Association	,680	1	,410
N of Valid Cases	129		

a. 15 cells (55,6%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,08.

BILAGA 2

Fonderna i undersökningen

Finland

Aktia Capital
Alfred Berg Suomi Fokus B
Arvo Finland Value
Danske Invest Suomen Pienyhtiöt K
Danske Invest Suomi Osake
Danske Invest Suomi Osinko K
Danske Invest Suomi Yhteisöosake
Evli Suomi Pienyhtiöt B
Evli Suomi Select B
FIM Fenno
Fondita Equity Spice
Handelsbanken Suomi (A1 EUR)
LähiTapiola Suomi
Nordea Pro Suomi I K
Nordea Suomi
OP-Delta
OP-Suomi Arvo
OP-Suomi Pienyhtiöt
SEB Finland Small Cap B
SEB Finlandia B
Säästöpankki Kotimaa
UB HR Suomi K

Norden

Aktia Nordic
Danske Invest Nordic
Danske Invest Pohjoisen Parhaat
Danske Invest Pohjoisen Pienyhtiöt K
eQ Pohjoismaat Pienyhtiö 2 K
Evli Pohjoismaat B
FIM Nordic
Fondita Nordic Micro Cap
Fondita Nordic Small Cap
Handelsbanken Pohjoismaat Selective (A1 EUR)
Handelsbanken Pohjoismaiset Pienyhtiöt (A1 EUR)
Nordea 1 - Nordic Equity
Nordea Nordic Small Cap
Nordea Pohjoismaat
SEB Nordic Fund
SEB Östersjöfond/WWF
Säästöpankki Itämeri

Europa

Aktia Eurooppa
Alfred Berg Aktiivinen Fokus B
Danske Invest Euroopan Pienyhtiöt K
Danske Invest Eurooppa Osake
Danske Invest Eurooppa Osinko K
Danske Invest Europe
Danske Invest Europe Small Cap
Evli Eurooppa B
FIM Eurooppa
Fourton Odysseus
Fourton Stamina
Handelsbanken Eurooppa Selective (A1 EUR)
LähiTapiola Eurooppa
Nordea 1 - European Value
Nordea Eurooppa K
Nordea Pro Eurooppa
OP-Eurooppa Osake
SEB Ethical Europe Fund
SEB Europa Småbolagsfond
SEB European Equity B
Säästöpankki Eurooppa
Ålandsbanken Europe Value

Nord-Amerika

Aktia America
Danske Invest Pohjois-Amerikka Osake
Danske Invest US Small Cap Value
Handelsbanken Amerikka Pienyhtiöt (A USD)
LähiTapiola USA
Nordea 1 - North American Value BP (EUR)
Nordea Pohjois-Amerikka
Parvest Equity High Dividend USA
Parvest Equity USA Growth
SEB Choice Nordamerika Medelstora Bolagsfond
SEB US All Cap Fund
UB Amerikka K

Japan & Stilla havet

Danske Invest Japani Osake
Evli Japani
Nordea Japani
OP-Japani
SEB Asia ex. Japan Fund

Östeuropa

Danske Invest Arvo Venäjä
Danske Invest Baltic Equity
Danske Invest Eastern Europe Convergence
Danske Invest Mustameri
Danske Invest Russia
Danske Invest Russia Small Cap
Danske Invest Trans-Balkan
Evli Venäjä B
FIM Russia
Handelsbanken Itä-Eurooppa (A1 EUR)
Nordea Itä-Eurooppa
Nordea Venäjä
OP-Venäjä
SEB Eastern Europe Ex Russia Fund
Seligson & Co Russian Prosperity Fund Euro

Tillväxtmarknader med undantag av Östeuropa och Fjärran Östern

Danske Invest Latin America
Handelsbanken Latinalainen Amerikka (A1 EUR)
SEB Latinamerikafond
FIM Sahara
Nordea European New Frontiers
Danske Invest Global Emerging Markets
Danske Invest Kehitt. Osakemarkkinat
FIM BRIC+
Handelsbanken Kehittyvät Markkinat Teema (A1 EUR)
LähiTapiola Kehittyvät Markkinat
Nordea Kehittyvät Osakemarkkinat
SEB Emerging Markets Fund
Ålandsbanken Emerging Markets

Fjärran Östern

Danske Invest China
Danske Invest Emerging Asia
Danske Invest FCP China Class A
Danske Invest India
Nordea 1 - Far Eastern Equity
Nordea Intia
Nordea Kaukoitä
Nordea Kiina
OP-Kiina
PYN Elite

Globala fonder

Aktia Global
Danske Invest Kestävä Arvo Osake
Danske Invest Kompassi Osake K
Evli Maaailma B
FIM Maaailma K
Fondita 2000+
LähiTapiola Kasvu
Nordea Maaailma
Nordea Pro Stable Return
OP-Maaailma
OP-Maaailma II
SEB Global Fund
Seligson & Co Phoenix A