

## Behövs aktiefonderna?

*Flertalet fonder kan inte slå marknaden. Detta visar Anne-Marie Pålssons beräkningar. Ändå kan fondalternativet vara att föredra, i synnerhet för den "lille" placeraren. Men detta kräver att aktiefonderna administreras på ett tillfredsställande sätt. Fondernas tillgångar bör placeras i riskbärande tillgångar som ger ett maximalt riskpris. Valet mellan riskfritt och riskfyllt bör förvaltaren överlåta till det enskilda hushållet.*

Hushållens intresse för placeringar i aktier och i aktiefonder har ökat kraftigt under senare år. Antalet svenskar som äger aktier är nu större än någonsin tidigare och uppgår idag till ca 2,5 miljoner. En annan effekt av hushållens nyvaknade aktieintresse är att antalet aktiefonder vuxit rekordartat och den absoluta merparten av hushållens totala aktiesparande återfinns numera i aktiefondsparandet. I början av 1989 kunde man räkna till mer än 100 fonder, varav flertalet har tillkommit under senare år. De helt skattefria allemansfonderna svarar för ca 25 procent av det totala antalet, medan övriga fonder saknar sådant subventionsinslag. Åtskilliga av de icke subventionerade fonderna har också en speciell sammansättning; det finns högriskfonder och lågriskfonder, gulfonder och miljöfonder etc. Det finns också fonder för aktier i utländska bolag, för bolag specialiserade till en viss bransch eller ett visst geografiskt område.

För de oinvigda investerarna, dit de enskilda hushållen vanligtvis räknas, kan detta synas som en ogenomtränglig

djungel. Vilken eller vilka fond/er skall väljas? Bör hushållet rent utav strunta i fonderna och istället skapa sin egen "fond"? Eftersom kunskapen på området är begränsad, inte bara bland allmänheten utan ibland även bland "professionella" placerare och, inte minst, bland journalister syns det angeläget att hushållen kan erbjudas en riktig utvärdering av fonderna. Detta i synnerhet som det också har kunnat observeras en markant förskjutning av hushållens sparande från enskilt sparande till varierande former av institutionellt sparande.<sup>1</sup> Under 1970-talet placerade och förvaltrade professionella investerare i genomsnitt 10–15 procent av hushållens totala finansiella nysparande. På senare år har andelen stigit till ca 40 procent.

Mot bakgrund av denna utveckling är det därför intressant att undersöka hur väl förvaltarna av de olika aktiefonderna i realiteten lyckats med sin placeringsstrategi, eftersom fondalternativet är att föredra endast om fonden lyckas bättre än marknaden. Den enskilde placeraren kan ju alltid placera i en indexportfölj eller i en lika viktad portfölj bestående av de 10–15 mest omsatta papperna på Stockholms

*Fil dr ANNE-MARIE PÅLSSON är forskare vid Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet. Hennes forskning har främst avsett konsumentekonomiska frågor.*

<sup>1</sup> Till institutionellt sparande räknas frivilligt pensionsparande samt placeringar i aktie- och obligationsfonder.

fondbörs. En sådan portfölj utgör en fullt tillfredsställande approximation av den sk marknadsportföljen, som består av samtliga existerande tillgångar värderade till marknadspris. För att en korrekt utvärdering skall vara möjlig måste emellertid fondernas resultat bedömas på ett objektivi-tätt sätt. I denna artikel skall analyseras hur en sådan bedömning enkelt kan göras och hur denna kan användas av hushållen.

## En enkel portföljmodell

En riskbärande tillgång kan karaktäriseras i åtminstone två dimensioner, förväntad avkastning och risk. Utöver dessa två dimensioner, som man vanligtvis begränsar diskussion till, kan man också analysera en tillgång i termer av exempelvis dess marknadsmässighet och dess likviditetsinnehåll etc (Uhler & Cragg [1971]). Låt oss emellertid för enkelhetens skull bortse från dessa sistnämnda faktorer.

Att en tillgång är riskbärande innebär att dess framtida pris är osäkert. Aktier är kanske den placering som man vanligtvis associerar med slumpmässiga prisfluktuationer, men naturligtvis kännetecknas även andra tillgångar av osäkerhet. I princip kan faktiskt alla tillgångar sägas vara riskbärande,<sup>2</sup> men vissa tillgångars pris fluktuerar mer än andras. En rimlig utgångspunkt är att ökad risk bör kompenseras av en ökad avkastning.<sup>3</sup> Så förefaller ofta vara fallet. Beräkningar visar exempelvis att den årliga genomsnittliga avkastningen på småhus (inklusive nyttjandevärde) var 15,5 procent, med en standardavvikelse på 5 procent, under åren 1975–1984. Motsvarande avkastning för aktier (inklusive direktavkastning) var 24 procent med en standardavvikelse på 28 procent (Pålsson [1988a]).

Frågan är emellertid hur ersättningen för risktagande skall bestämmas exakt. Ett svar på detta ges av den enkla portföljmodellen vars utgångspunkt är två antaganden rörande investerarens preferen-

ser och inställning till risk. För det första antas att investeraren enbart bryr sig om två aspekter av en investering, risk och förväntad avkastning. För det andra antas att investeraren ogillar risk, vilket betyder att han vill ha extra ersättning för att acceptera mer risk framför mindre.

Figur 1 visar en stiliserad bild av investerarens valsituation. Fronten AB består av de kombinationer av riskbärande papper som, för varje given risknivå, här mätt som standardavvikelsen, erbjuder den högsta avkastningen. Eftersom investeraren föredrar mer avkastning framför mindre vid varje given risknivå, kommer enbart portföljer som ligger på fronten AB att väljas. Vi ser t ex att C ger högre avkastning än C' trots att båda innehåller lika mycket risk.

För att renodla framställningen och förenkla analysen antas att marknaden är effektiv, vilket innebär att priset vid varje tidpunkt speglar all publik information, samt att det existerar en riskfri tillgång som erbjuder avkastningen  $R_f$ . Denna avkastning antas vara densamma för alla placerare.<sup>4</sup> Genom att kombinera den riskfria tillgången med en riskbärande portfölj kan investeraren uppnå en högre

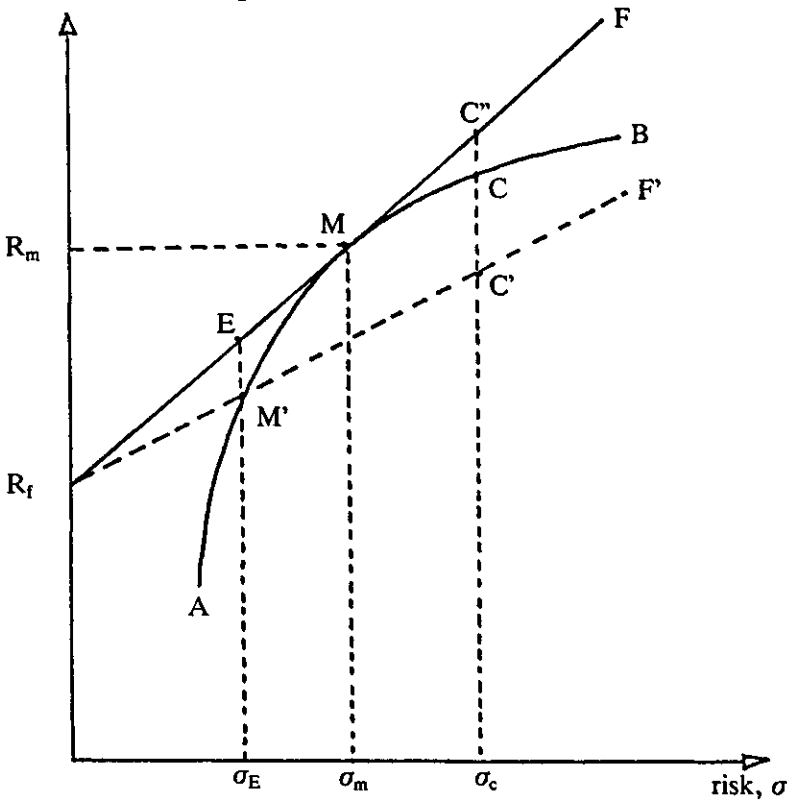
<sup>2</sup> Detta galler också tillgångar som i vardagligt tal betraktas som riskfria; banktillgodohavande, stats-skuldväxlar och andra kortfristiga nominella fordringar. Visserligen är den nominella rantan på dessa tillgångar utan stokastiskt inslag, men om det mera korrekta reala avkastningsbegreppet istället används blir dessa tillgångars avkastning också stokastisk eftersom den framtida inflationstakten inte är känd.

<sup>3</sup> de Ridder [1989] har beräknat riskpremien till ca 9 procent per år under den senaste femtioårsperioden.

<sup>4</sup> Följande villkor skall närmare bestämt vara uppfyllda: Placerarna har riskaversion och handlar enbart utifrån avkastning-riskaspekten, homogena förväntningar rörande framtida avkastning och dess sannolikhetsfördelning, effektiva marknader där inga transaktionskostnader förekommer och där inga enskilda placerare kan påverka priset, fullständigt delbara tillgångar och neutral beskattning samt obegränsade in- och utlåningsmöjligheter till rantan  $R_f$ .

Figur 1 En enkel portföljmodell.

förväntad avkastning, R



avkastning, för varje given risknivå, än den som ges av fronten AB. Sådan portföljkombinationer ligger längs strålen  $R_fMF$ , se Figur 1. Denna stråle kallas för den effektiva fronten eller marknadslinjen. Längs denna linje kommer investeraren att handla detta givet att han optimerar den framtida förväntade nyttan av förmögenheten.<sup>5</sup>

Portföljer som ger de kombinationer som visas av linjen  $R_fM'F'$  i Figur 1 är förvisso också möjliga, men de är inte lika bra som kombinationer längs  $R_fMF$ . Portföljer som ligger på  $R_fMF$  erbjuder som synes investeraren en högre avkastning för varje given risknivå än vad som är fallet med portföljer längs  $R_fM'F'$ . Detta betyder att varje placerare som agerar utifrån tidigare angivna förutsättningar alltid kommer att välja en portfölj längs

$R_fMF$ . Sådana portföljer skapas genom att kombinera den riskbärande portföljen M med den riskfria tillgången.

Eftersom ingen investerare kan göra en bättre investering än att placera i M kommer alla placerare i jämvikt att hålla denna portfölj, som därför kallas för *marknadsportföljen*. För den enskilde återstår att välja risknivå, dvs att avgöra vilken punkt på marknadslinjen som är optimal. Detta görs enkelt genom en avvägning mellan hur stor andel av de *totala*

<sup>5</sup> Egentligen maximerar placeraren nyttan av den framtida förväntade avkastningen och risken. Det kan emellertid visas att detta ger samma resultat som en maximering av den framtida förväntade nyttan med avseende på förmögenheten om avkastningen är normalfördelad och/eller om nyttofunktionen är kvadratisk. För en diskussion se bl a Deaton & Muellbauer [1980].

tillgångarna som skall placeras i marknadsportföljen och hur stor andel som skall placeras i den riskfria tillgången, alternativt hur stor belåningen av portföljen skall vara. En optimal punkt belägen någonstans längs segmentet  $R_fM$  implicerar att hushållet bör välja en kombination av marknadsportföljen och ett positivt inslag av den riskfria tillgången. Om den optimala punkten istället varit belägen någonstans längs MF bör marknadsportföljen belånas.

Figur 1 illustrerar också hur en våghalsig investerare, som tycker att marknadsportföljen är för "säker", ändå gör kloka i att placera sina tillgångar i den och därefter belåna den så att önskad risknivå uppnås, exempelvis C', snarare än att placera samtliga tillgångar i en riskbärande portfölj, exempelvis C, som innehåller mera risk än marknadsportföljen. På motsvarande vis vinner en försiktig placerare på att fördela sina tillgångar på marknadsportföljen och den riskfria tillgången, snarare än att placera samtliga sina tillgångar i en mindre riskfylld portfölj än den som ges av marknadsportföljen. Detta inses lätt genom att jämföra portföljerna E och M'.

Detta ger viktiga implikationer för portföljvalet. Eftersom marknadsportföljen utgör den optimala kombinationen av riskbärande papper bör alla *inklusive fondförvaltaren* välja denna portfölj. Valet av slutligt riskinnehåll görs således, inte genom att välja utseende på den riskbärande portföljen utan, genom avvägningen mellan andel riskfritt/grad av belåning och andel "marknadsportfölj". Ur fondförvaltarens synvinkel kan och bör detta val överlåtas till det enskilda hushållet.

För en portfölj som är belägen längs marknadslinjen gäller att deras totala avkastning kan delas in i två komponenter. Den första av dessa är tidspriset, dvs ersättningen för frivilligt uppskjuten konsumtion och den andra är ersättningen för risktagandet. Ersättningen för risktagan-

det kan i sin tur delas in i två komponenter, dels ett mått på marknadsens riskpris som är detsamma för alla placerare, dels ett mått som anger hur mycket risk som den enskilde placeraren har accepterat.<sup>6</sup>

På en effektiv marknad bör således alla investerare placera i samma riskbärande portfölj, marknadsportföljen, varför alla investerare också möter samma riskpris. Högre avkastning på den individuella portföljen kan därför enbart uppnås genom att placeraren accepterar mera risk, dvs genom att välja en portfölj som innehåller ett litet eller negativt inslag av den riskfria tillgången.

### Aktiefond eller egen fond?

Ovanstående resonemang bygger bl a på det centrala antagandet att marknaden är effektiv. Om så är fallet är portföljvalet skäligen enkelt. Den riskbärande portföljen skall motsvara marknadsportföljen, som i praktiken kan approximeras av en lika viktad portfölj innehållande de 10-15 mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs. Om den enskilde själv skall göra sig besväret att köpa de individuella aktierna eller överlåta detta åt en fondförvaltare är en öppen fråga. Fondalternativet erbjuder vissa skattemässiga fördelar och har också fördelen av att vara enkelt för den enskilde placeraren att administrera eftersom fondförvaltaren svarar för emissioner, utdelning etc.<sup>7</sup> Men denna service är givetvis inte kostnadsfri. Ersättningen för de aktuella tjänsterna tas ut

<sup>6</sup> Det exakta sambandet ges av följande enkla uttryck:  $R_p = R_f + [(R_m - R_f)/\sigma_m]\sigma_p$ , där  $R_p$  är den portföljens förväntade avkastning,  $R_f$  den riskfria räntan och  $R_m$  marknadsportföljens förväntade avkastning och  $\sigma_m$  och  $\sigma_p$  anger marknadsportföljens respektive den valda portföljens standardavvikelse.

<sup>7</sup> För fonderna gäller att direktavkastningen inte beskattas när utdelningen sker utan när fondandelarna avyttras. Den beskattas då som värdestegring och därmed till en lägre skattesats. Detta under förutsättning att direktavkastningen återinvesteras. Vidare betalar fonden ingen skatt på realisationsvinster som uppstår på tvåårs aktier under förutsättning att vinsten återinvesteras i nya aktier.

som en provision vars storlek varierar mellan olika banker.

Nackdelen med att välja en fond ligger i den sk principal-agent-problematiken.<sup>8</sup> Imperfekt information kombinerat med svårigheter för hushållet, principalen, att övervaka fondförvaltarens, agentens, arbete, innebär att det finns en risk att fondförvaltaren kommer att arbeta efter andra mål än de hushållen har. Kan hushållet exempelvis vara säkert på att fondförvaltaren verkligen placerar dess pengar i marknadsportföljen eller i den portfölj som ger högst riskpris?

Ett aktuellt exempel på principal-agent-problemet är fondförvaltaren som trodde att marknaden skulle vända. Han placerade därför en betydande andel av fondens tillgångar som likviditet. Marknaden vände emellertid inte utan fortsatte istället uppåt. De hushåll som placerat sina tillgångar i den aktuella fonden gick på så sätt miste om stora delar av värdestegringen. Fondägarnas rättmätiga ilska och besvikelse skulle ha kunnat undvikas om fondförvaltaren gjort det han skulle, dvs placerat tillgångarna i en portfölj med *riskbärande* papper som förväntats ge maximalt riskpris och överlätit den slutliga riskspridningen till hushållet. Givet att fondförvaltaren envisats med sin placeringsstrategi, hade denna situation ändå kunnat undvikas om allmänheten blivit informerad om fondens riskinnehåll.

Om marknaden emellertid inte är effektiv finns det utrymme för den enskilda placeraren att själv konstruera en riskbärande portfölj som förväntas vara bättre än marknadsportföljen. I vad mån det under sådana omständigheter är lämpligt att överlåta portföljbeslutet till en fondförvaltare beror på hur väl placeraren tror att fondförvaltaren förmår att avkasta hans tillgångar i relation till hur han själv skulle lyckas med detta konststycke. Tillgång till information, i huvudsak av insiderkaraktär, avgör i hög grad detta val. Eventuell meravkastning, tillsammans

med "nyttan" av att slippa det administrativa arbetet, måste jämföras med de transaktionskostnader som extern portföljförvaltning skapar och kostnaden för den eventuellt uteblivna "nyttan" individen vidkänns genom att avstå från "nöjet" att själv skapa portföljen.

## Hur skall aktiefonderna kunna jämföras?

I syfte att utröna vilken portfölj som är bäst måste dessa kunna jämföras på ett meningsfullt sätt. Sådana jämförelser är vanskliga eftersom portföljvalet baseras på den förväntade avkastningen (avkastningen *ex ante*), medan det är den faktiska avkastningen (avkastningen *ex post*), som observeras. På grund av avkastningens slumpmässiga natur behöver dessa avkastningsmått inte överensstämma. Om emellertid de *genomsnittliga* förväntningarna antas vara korrekta kan avkastningen *ex post* användas för att uppskatta avkastningen *ex ante*. Det betyder att en fonds verksamhet inte kan utvärderas enbart med hjälp av en observation i tiden. Om en fond vid någon tidpunkt uppvisar en avsevärt högre avkastning än andra fonder kan detta inte tolkas som att fondens förvaltare lyckats bättre än övriga. Det kan också vara ett utslag av tillfälligheter som ryms inom normala slumpmässiga avvikelser. Av vikt är istället att studera hur väl fonden uppträtt under en längre tid, därför bör fondens långsiktiga genomsnittliga avkastning studeras.

För det andra måste en fonds avkastning relateras till dess riskinnehåll. *Genomsnittligt* sett högre avkastning kan enbart uppnås genom att fonden innehåller ett större inslag av risk eller av att den ger en högre riskkompensation. Det innebär att om en fond har observerats ge en högre avkastning också på lång sikt jäm-

<sup>8</sup> Detta problem uppmärksammades först av Ross [1973]. För en översikt se exempelvis Stiglitz [1987].

fört med andra behöver detta inte vara ett uttryck för att dess förvaltare lyckats bättre än andra. Det kan också tolkas så att förvaltaren tagit större risker.

Generellt gäller därför att avkastningsjämförelser kan ske först efter det att vederbörlig hänsyn tagits till riskinnehållet. Olika sådana jämförelser är möjliga. Man kan göra en *direkt jämförelse* av två portföljer som har exakt lika stor risk. Den portfölj som erbjuder högst avkastning är då den bästa. Denna metod är emellertid i praktiken ofta svår att utföra eftersom det sällan förekommer att två portföljer har exakt lika stor risk. Därför brukar man istället jämföra den aktuella portföljens avkastning med en tänkt portfölj som har samma risk och som har konstruerats med hjälp av marknadsportföljen och den riskfria tillgången, dvs som är sammansatt på det sätt som ges av marknadslinjen i Figur 1. I den tredje metoden jämförs riskpriset på olika portföljer. Riskpriset kan tolkas som lutningen på en stråle från  $R_f$  till den aktuella portföljen. Ett uttryck för den enskilda portföljens riskpris ges av kvoten mellan portföljens avkastning utöver den riskfria räntan och standardavvikelsen, dvs<sup>9</sup>

$$(R_p - R_f) / \sigma_p$$

Givetvis gäller att ju högre riskpris en fond uppvisar desto bättre har fondens förvaltare lyckats. Detta mått kallas för *Sharpe-måttet*. Enligt detta resonemang är exempelvis portföljen E bättre än C' eftersom E ligger på en stråle med större lutning, dvs riskpris, än C'.

En fonds riskinnehåll kan emellertid också uttryckas med hjälp av dess  $\beta$ -värde. Till skillnad mot standardavvikelsen, som anger avkastningens totala variation är  $\beta$  ett mått på avkastningens samvariation med marknadsportföljens avkastning. Ett  $\beta$ -värde som är mindre än ett innebär att portföljens avkastning varierar mindre än marknadsens. På motsvarande sätt anger ett  $\beta$ -värde större än ett

att den aktuella portföljens avkastning varierar mer än marknadsens. Anledningen till att  $\beta$ -värdet ofta ersätter standardavvikelsen som riskmått är att  $\beta$  är ett mått på den icke diversifierbara risken, vilket är den enda risk en placerare kan räkna med att få ersättning för.

En fonds/placerings riskpris med användande av  $\beta$ -värdet som riskmått kan på analogt sätt uttryckas som<sup>10</sup>

$$(R_p - R_f) / \beta_p$$

I enlighet med tidigare resonemang gäller att den fond som uppvisar det största riskpriset är den fond som "lyckats" bäst. Detta mått kallas för *Treynor-måttet*.

Vilket av dessa riskmått som används är i viss mån en smaksak. I litteraturen anses att risk mått som standardavvikelsen bör användas om den studerade portföljen utgör merparten av placerarens investering. Om däremot den aktuella portföljen enbart utgör en delmängd av en totalt sett väldiversifierad investering bör istället risken mätas av  $\beta$ -värdet.

## Utvärdering av några aktiefonder

I syfte att belysa resonemanget ovan har riskpriset på några slumpmässigt valda aktiefonder beräknats. Beräkningarna har gjorts på data från den tidpunkten då fonden introducerades på marknaden till och med den 31 december 1988. Eftersom de valda fonderna introducerades på marknaden vid olika tidpunkter kan en

<sup>9</sup> På en effektiv marknad skall alltså riskpriset för alla placeringar vara detsamma och motsvara marknadspriset på risk,  $(R_m - R_f) / \sigma_m$ .

<sup>10</sup> Det kan visas att sambandet mellan ett enskilt vardepappers eller en aktieportfoljs förväntade avkastning,  $R_p$  och risk i jämförelse ges av följande enkla samband;  $R_p = R_f + \beta_p (R_m - R_f)$ , där  $R_f$  liksom tidigare anger storleken på den riskfria räntan,  $R_m$  den förväntade avkastningen på marknadsportföljen och  $\beta_p$  är ett uttryck för risken. Det ger ett uttryck för portföljens riskpremie som är;  $(R_p - R_f) / \beta_p$ . Detta skall vara detsamma för alla portföljer och motsvarar  $(R_m - R_f)$ .

inbördes jämförelse mellan de olika fonderna knappast göras. En sådan förutsätter nämligen att utvärderingen görs för samma tidsperiod. Däremot kan den enskilda fonden jämföras med marknaden, vilket här är den intressanta jämförelsen eftersom frågan gäller om aktiefonden kan "slå" marknaden. I *Tabell 1* anges förutom  $\beta$ -värdet därför skillnaden mellan fondens och marknadsens riskpris i procent av marknadsens riskpris. För fullständighetens skull har riskpriset beräknats enligt såväl Sharpes som Treynors metod. Riskpriset på marknadsportföljen har kalkylerats utifrån *Affärsvärldens* generalindex. Eftersom generalindex inte inkluderar direktavkastningen har värdena i *Tabell 1* justerats för en årlig direktavkastning på 4 procent. I tabellen har också angetts vilken period beräkningarna utförts för.

Enbart på basis av detta material är det svårt att dra några långtgående slutsatser. Därtill fordras en mera ingående analys. Spridningen i resultaten är stor. Alltifrån positiva avvikelser på 250 procent till negativa avvikelser på 2000 procent kan observeras.<sup>11</sup> Beräkningarna är också känsliga för val av period, vilket gör att resultaten bör tolkas med försiktighet. Men några intressanta iakttagelser kan ändå göras. För det första är fondernas  $\beta$ -värden i allmänhet ganska låga. Det innebär att fondförvaltarna generellt valt en försiktig strategi. Det genomsnittliga  $\beta$ -värdet uppgår till 0,70. Endast fyra fonder har, i detta material, ett  $\beta$ -värde som är större än ett. Dessa fonder har också av någon anledning ett riskpris som överstiger marknadsens.

För det andra visar en jämförelse med generalindex att bara en tredjedel av fondförvaltarna lyckats erbjuda sina placerare ett högre riskpris än marknaden, oavsett på vilket sätt riskpriset kalkylerats och förutsatt att den genomsnittliga direktavkastningen uppgick till 4 procent. Vad beträffar de enskilda fonderna så tycks utlandsfonderna vara de som lyck-

ats sämst. Även utdelningsfonderna har lyckats mindre bra. Däremot har förvaltarna av de allemansfonder som analyserats här genomgående "slagit" marknaden.

## Hur skall denna kunskap användas?

*Tabell 1* visar alltså att fondförvaltarna knappast lyckats särskilt bra. Det finns därför anledning att kritiskt ifrågasätta om det över huvud taget behövs fonder. Om en enskild person vill investera i aktier kan han som tidigare påpekats enkelt själv konstruera en hygglig approximation av den effektiva marknadsportföljen. På så sätt slipper han onödiga transaktions- och administrationskostnader och han slipper också oro sig över hur bra fondförvaltaren sköter hans tillgångar. Enkla kalkyler här visar dessutom att han i de flesta fall också skulle ha lyckats bättre med sin placering än fondförvaltaren.

Men trots att fonderna inte annat än i undantagsfall lyckats bättre än marknaden finns det ändå skäl att välja fondalternativet. Jag har redan tidigare pekat på den skattemässiga och den praktiska fördelen som ligger i fondvalet. Till detta kan fogas diversifieringsaspekten. Aktiefonder erbjuder nämligen placeraren en tillfredsställande grad av diversifiering också med ett litet placerat kapital. Det kan därför vara av en fördel att placera sina tillgångar i en aktiefond snarare än att köpa sina papper själv, detta i synnerhet för en "liten" placerare.

## Vilken fond?

Givet att hushållet valt fondalternativet, vilken fond skall då väljas? Det är inte

<sup>11</sup> Förklaringen till de ibland mycket stora procentuella avvikelserna ligger i storleken på marknadsens riskpremie. Om marknadspremien är liten kommer även marginella avvikelser att ge upphov till stora procentuella avvikelser.

Tabell 1 Några aktiefonder, deras relativa riskpris\*, och  $\beta$ -värde.

Aktiefond				
period	fond	$\beta$ -värde	Relativt riskpris <sup>1</sup>	
			Sharpe <sup>2</sup>	Treynor <sup>3</sup>
dec 79–dec 88	Sparbankens kapitalinvest	0,87	-8,0	1,3
dec 79–dec 88	Banco Bas	0,83	-4,0	0
dec 79–dec 88	Sparbankens sparinvest	0,84	-16,0	-9,0
dec 79–dec 88	SEB placeringsfond	0,82	0	3,9
dec 80–dec 88	PK invest	0,73	-30,8	-8,8
jan 82–dec 88	SEB delta	0,74	14,3	22,3
sept 83–dec 88	Sparbanken Contura	1,03	238,5	-44,1
apr 84–dec 88	Concita	0,82	-18,2	13,8
apr 84–dec 88	Nordbanken 2	0,47	-9,8	41,6
sept 85–dec 88	Gota optionsfond	1,26	33,3	62,9
okt 86–dec 88	SBP	0,41	-242,9	-302,2
mar 86–dec 88	SEB Skånefond	0,67	0	-35,7
nov 86–dec 88	ÖEB aktiefond	0,83	-66,7	-68,9
dec 86–dec 88	PK utlandsfond	0,04	-50,0	-580,9
jan 87–dec 88	Sparbankernas utlandsfond	0,63	-1244	-2034
feb 87–dec 88	Alfred Bergs Utdelningsfond	0,83	-7,1	-4,8
mar 87–dec 88	SHB placeringsfond	-0,21	-27,3	-468,5
apr 87–dec 88	1:a Sparbanken, Sverige 1	0,93	-50,0	-44,1
maj 87–dec 88	SEB placeringsfond	0,70	-81,8	-83,5
jun 87–dec 88	Alfred Bergs tillväxtfond	0,78	18,2	39,0
jul 87–dec 88	SHB utdelningsfond	0,57	240,0	280,5
jul 87–dec 88	SHB utlandsfond	0,29	-620,0	-953,1
okt 87–dec 88	SEB utdelningsfond	0,17	-100,0	-100,0
nov 87–dec 88	1:a Sparbanken Sverige 2	0,52	109,5	198,0
nov 87–dec 88	SEB Småbolagsfond	0,34	-61,9	-49,2
nov 87–dec 88	Pronator utdelningsfond	1,04	11,1	24,8
dec 87–dec 88	Probo	0,33	-28,4	30,6
dec 87–dec 88	Beijers utdelningsfond	0,69	-5,1	27,0
jan 88–dec 88	ÖEB utdelningsfond	0,82	-19,5	-15,3
jan 88–dec 88	SEB trygghetsfond	0,32	-41,0	29,9
jan 88–dec 88	Pronator tillväxtfond	0,88	10,0	-57,0
jan 88–dec 88	Föreningsbanken Norden	0,62	-47,9	-6,8
<i>Allemansfonder</i>				
apr 84–dec 88	Sparbankens allemansfond 1&2	1,02	12,5	13,0
maj 84–dec 88	Banco allemansfond	0,77	37,5	54,3
maj 84–dec 88	Föreningsbankens allemansfond	0,91	0	4,7
okt 85–dec 88	S:t Erik	1,04	48,1	55,3
jan 86–dec 88	SEB allemansfond 3	0,61	16,7	40,0
mar 87–dec 88	Sparbankens allemansfond 3&4	0,90	20,0	17,3

\* Den riskfria räntan antogs vara 10 procent per år vilket motsvarar 0,83 procent per månad.

<sup>1</sup> Uttrycks som skillnaden i procent av marknadens riskpris.

<sup>2</sup> Det relativa riskpriset har beräknats som  $\frac{[(R_p - R_f)\sigma_m / (R_m - R_f)\sigma_p] - 1}{\times 100}$ .

<sup>3</sup> Det relativa riskpriset har beräknats som  $\frac{[(R_p - R_f) / (R_m - R_f)\beta_p] - 1}{\times 100}$ .

svårt att finna svaret. Hushållet bör välja den fond som erbjuder det högsta riskpriset. Jämförelse mellan fonder kräver emellertid som tidigare påpekats att riskpriset för de aktuella fonderna kalkyleras över samma tidsperiod. Informationen i Tabell 1 medger alltså knappast några jämförelser, varför jag väljer att avstå från några mer konkreta placeringstips. Detta innebär att även en placerare, som råkar vara en försiktig general och anser att den totala risken i den portfölj som har högst riskpris är för stor ändå bör välja den aktuella fonden och kompensera sig genom att enbart placera en del av sina tillgångar i fonden och återstoden riskfritt.

### *Speciell portfölj eller väldiversifierad portfölj?*

På senare tid har ett antal starkt specialiserade fonder introducerats på marknaden. Finns det egentligen något argument för dessa fonders existens? Ja de kan, trots att uppgifterna i Tabell 1 indikerade att de inte lyckats speciellt bra, vara motiverade utifrån riskspridningsaspekten.

Marknadsportföljen ger optimal riskspridning eftersom den inkluderar samtliga tillgångar som finns i en ekonomi. Det rationella hushållets målsättning bör därför vara att skapa en portfölj som så långt som möjligt liknar marknadsportföljen. På vilket sätt tillgångarna inkluderas spelar däremot ingen roll. Vissa tillgångar kan, som fallet med fastigheter ägas direkt av hushållet, medan andra tillgångar, på grund av odelbarheter, enklast ägs i form av enskilda aktier.

Specialiserade fonder kan därför utnyttjas av den enskilde placeraren i syfte att komplettera en existerande portfölj. En person som exempelvis inte äger fastigheter bör inkludera relativt mycket fastighetspapper i sin aktieportfölj eftersom fastigheter ingår med en betydande vikt i marknadsportföljen. På samma sätt kan argumenteras att en person som exempel-

vis arbetar i databranschen knappast bör inkludera aktier i dataföretag i sin portfölj. Förklaringen är enkel. Vederbörande har ju redan investerat betydande belopp indirekt i datatillgångar via sitt humankapital. På motsvarande sätt bör en person som eftersträvar optimal riskspridning och som är bosatt i låt säga Skåne inte köpa andelar i Skånefonden, utan en Storstadsfond vore ett bättre val. Skånefonden kan istället rekommenderas hushåll som är bosatta längre norrut.

### **Slutsatser och sammanfattning**

Hushållens intresse för aktier och sparande i aktier har ökat markant under 1980-talet. Denna grupps aktiesparande har emellertid i första hand skett inom ramen för aktiefonder med en markant ökning av antalet aktiefonder som följd. Fondvalet kan emellertid endast motiveras om fonden lyckas bättre än marknaden. För att kunna mäta fondens resultat i relation till marknaden måste ett korrekt mått användas. Det räcker då inte att ange den genomsnittliga avkastningen på en viss fond utan detta måste kompletteras med ett riskmått så att riskpriset kan kalkyleras. På samma sätt som man vid en fastighetsbedömning försöker ta hänsyn till fastighetens alla egenskaper, bör man i en utvärdering av aktiefonder ta hänsyn till fondernas *samtliga* egenskaper. Det är lika missvisande att rangordna aktiefonder efter enbart deras avkastning som att värdera fastigheter efter *enbart* deras storlek. Kunskap om fondens riskpris möjliggör inte bara en någorlunda *objektiv* jämförelse mellan olika fondförvaltarens verksamhet utan även mellan enskilda fonder och marknaden som helhet. En sådan jämförelse skulle därför också vara intressant ur fondförvaltarens synvinkel. Den utvärdering som görs idag på tidningsarnas börssidor är i princip den enklast tänkbara. Man mäter helt enkelt fondens

värdestegring. Detta ger emellertid en ofullständig bild av fondens resultat och fondförvaltarens skicklighet.

Mina beräkningar visade att flertalet fonder erbjöd ett lägre riskpris än marknaden. En fullständig utvärdering kräver emellertid att skattemässiga och andra fördelar som är förknippade med fondvalet vägs mot det lägre riskpris som flertalet fonder erbjuder sina placerare. Då måste det nog konstateras att fondalternativets fördelar uppväger dess nackdelar för många placerare, framför allt för de mindre. Men för att detta alternativ skall vara attraktivt också på längre sikt, och för att inte fonderna skall råka i vanrykte, bör aktiefonderna administreras på ett tillfredsställande sätt så att onödiga missförstånd mellan fondförvaltare och hushåll kan undvikas. Som placeringsråd till fondförvaltaren gäller därför att han skall placera hushållens tillgångar i *riskbärande* papper som ger maximalt förväntat riskpris. Valet mellan riskfritt och riskfyllt bör förvaltaren överlåta till det enskilda hushållet. Som råd till det enskilda hushållet gäller att det skall välja den fond som ger maximalt riskpris. Det totala riskinnehållet kan sedan justeras genom en lämplig kombination av den riskbärande portföljen och den riskfria tillgången. Om maximal diversifiering önskas bör hushållet också se till att portföljen innehåller många olika tillgångar och liknar marknadsportföljen så mycket som möjligt. Denna diversifiering eller riskspridning kan ske antingen genom indirekt ägande (aktier) eller genom direkt ägande (fastigheter) eller genom att investera i eget humankapital (yrkesinriktning).

Som synes är strategin enkel och mer avancerade balansakter är knappast att

rekommendera. Rätt tillämpad kan den bidra till att nedbringa kostnaden för fondförvaltningen till ett minimum. I extremfallet behövs egentligen bara en person som ser till att hushållens tillgångar placeras i marknadsportföljen. Eventuella friställda resurser skulle lämpligen kunna överföras till rådgivning till den enskilda placeraren. Förståelsen för dessa enkla samband är dessvärre ännu så länge ganska liten. Förloraren är som vanligt den lille placeraren, medan vinnaren istället är fondförvaltaren som tillsammans med sin stab av unga och raska medarbetare i stort sett ostört kan ägna sig åt allehanda mer eller mindre lyckade placementsstrategier.

## Referenser

- Deaton, A & Muellbauer, J, [1980], *Economics and Consumer Behavior*. Cambridge University Press, Cambridge.
- de Ridder, A, [1989], "Aktiemarknadens riskpremie". *Ekonomisk Debatt*, Årg 17, Nr 1, s 33-37.
- Elton, E & Gruber, M J, [1987], *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 3e uppl. John Wiley & Sons, New York.
- Hansson, B & Högfeldt, P [1988], "Finansiell ekonomi: Tre grundläggande principer". *Ekonomisk Debatt*, Årg 16, Nr 8, s 635-647.
- Pålsson, A-M, [1988a], *Placeringsvalet*. Dialogos, Lund.
- Pålsson, A-M, [1988b], "Hushållens sparande i portfoljvalsperspektiv". *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, Årg 41, Nr 3, s 147-164.
- Pålsson, A-M, [1989], "Valj den fond som ger det högsta riskpriset". *Affärsvärlden*, Nr 17, s 50-51.
- Ross, S, [1973], "The economic theory of agency: the principal's problem". *American Economic Review*, Vol 63, Papers and proceedings, s 134-139.
- Stiglitz, J E, [1987], "Principal and agent", i *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Vol 3, s 966-971.
- Uhler, R S & Cragg, J G, [1971], "The Structure of Asset Portfolios of Households". *Review of Economic Studies*, Vol 38, s 341-357.