

# Bókardómur

## Ritstjóri Sigurður B. Stefánsson Hlutabréf og eignastýring<sup>1</sup>

Arnór Sighvatsson<sup>2</sup>

„Sá fjárfestir sem hefur svör á reiðum höndum við öllum spurningum skilur ekki einu sinni spurningarnar.“ Úr heilræðum Sir Templetons. Í október á sl. ári gaf Íslandsbanki út ritið *Hlutabréf og eignastýring*. Um er að ræða yfirgripsmikið fræðslurit, þar sem raktar eru ýmsar kenningar um hlutabréfaviðskipti og stýringu eignasafna. Einnig er þar greint nokkuð frá sjónarmiðum bankans sjálfs í þessum efnum. Greinilegt er að hér er ekki eingöngu um fræðslurit að ræða, heldur er ritinu ætlað að koma þeim boðskap á framfæri við lesandann að fjárfesting í hlutabréfum sé „einhver öruggasta leið almennings til auðsöfnunar“ eins og meðal annars segir í formála bókarrinnar. Íslandsbanki á að sjálfsögðu sjálfur nokkuð undir því komið að þessi boðskapur komist til skila. Þetta er nauðsynlegt að hafa í huga við lestur bókarrinnar, en rýrir ekki endilega gildi hennar sem fræðslurits.

Í ritinu er á einum stað dreginn saman mikill fróðleikur um ýmsar hliðar fjárfestingar í hlutabréfum og eignastýringar. Að lestri loknum hefur lesandinn nokkuð skýra mynd af þeim veruleika sem þeir hrærast í sem hafa það vandasama hlutverk með höndum að ávaxta stóran hluta af sparnaði landsmanna. Bókin er læsilega skrifuð og ætti að vera skiljanleg flestu áhugafólki um hluta-

bréfaviðskipti og eignastýringu. Textinn er kryddaður með ýmsum fróðleiksmolum, sem varpa ljósi á þá einstaklinga sem hafa mótað sjónarmið fjárfesta og fjárvörsluaðila á liðinni öld. Þetta krydd gerir bókina ekki einungis fróðlega heldur líka oft skemmtilega aflestrar.

Ritdómari er ekki menntaður í fjármálafræðum. Hér verður því ekki gerð tilraun til að leggja mat á hversu vel ritið endurspeglar það sem best er vitað í þeim fræðum um þessar mundir, til þess eru aðrir betur fallnir. Þetta er hins vegar bók sem greinilega er ætluð leikmönnum. Sérstaklega ætti hún að höfða til fjölda fólks sem á viðskipti af einhverju tagi við fjárvörslufyrirtæki, t.d. þeirra sem sitja í stjórnun lífeyrissjóða og fjárfestingarfélagana, að ógleymdum þeim sem treyst hafa sérfræðingum þessara fyrirtækja fyrir lífeyrissparnaði sínum.

### Skipulag og efnistöð

Segja má að hinn rauði þráður sem liggur í gegnum þessa bók sé valið á milli tveggja sjónarmiða við fjárfestingu í hlutabréfum. Annars vegar er fjallað um sjónarmið svokallaðra *virðisfjárfesta*, sem styðjast við greiningu á fjárhag og markaðsstöðu fyrirtækja við val á hlutabréfum. Við þetta sjónarmið eru ýmis tilbrigði, sem einnig er fjallað ýtarlega um og varða tímasetningu hlutabréfakaupa. Hins vegar er fjallað um svokallaða *hlutlausu fjárfestingarstefnu* og þau sjónarmið sem hún byggist á, þ.e.a.s. tilgátuna um skilvirka markaði (e. *efficient market hypothesis*). Bókin snertir því afar mikilvægan þátt – ekki aðeins nútíma fjármálafræða heldur einnig hagfræði.

1. Sigurður B. Stefánsson (ritstj.), *Hlutabréf og eignastýring. Að velja hlutabréf og byggja upp eignir*, Íslandsbanki 2003.

2. Höfundur er aðalhaf fræðingur Seðlabanka Íslands. Þau sjónarmið sem fram koma í greininni eru höfundar og Seðlabankanum óviðkomandi.

Bókin skiptist í fimm kafla. Ágætt yfirlit um efni kaflanna er á bls. 10-13. Fyrsti kaflinn er yfirlitskaflí. Í honum er sögulegt yfirlit hlutabréfaviðskipta á síðustu öld, tæknilegar forsendur virðisleiðarinnar með tímasetningu og tildrög þess að hlutlausu leiðin kemur fram. Einnig er fjallað um meðaltalshneigð (e. *mean reversion*) í verði hlutabréfa og loks stýringu á vægi skulda- og hlutabréfa í eignasöfnum og gjaldmiðlaáhættu.

Í öðrum kafla bókarinnar er fjallað nánar um hinar ýmsu aðferðir virðisfjárfesta við að velja hlutabréf: þá aðferð Benjamins Graham að kaupa aðeins hlutabréf á mun lægra verði en sem nemur áætluðu verðmæti þeirra, aðferðir *vaxtarfjárfesta*, sem leggja áherslu á ung fyrirtæki sem hafa sýnt öran vöxt umsvifa og hagnaðar og *mótstraumsfjárfesta*, sem leitast við að kaupa hlutabréf sem hafa verið „yfirveld“ og verðið því fallið niður fyrir eðlileg mörk. Þá er fjallað um aðferðir Harry M. Markowitz við að meta áhættu í eignasöfnum út frá sveiflum í verði hlutabréfa fremur en hættu á að tapa höfuðstól og velja saman hlutabréf sem hámarka ávöxtun að gefinni tiltekinni áhættu – en það eru einmitt þessi fræði sem eru grundvöllur *hlutlausu leiðarinnar* svokölluðu.

Í þriðja kafla er fjallað um aðferðir við tímasetningu hlutabréfakaupa sem voru mótaðar á síðustu tveimur áratugum liðinnar aldar; svokallaða tæknigreiningu. Tölvuvæðingin í lok aldarinnar var í raun forsenda þess að hægt væri að beita þessum aðferðum svo að um munaði, þótt til séu dæmi um tæknigreiningu frá fyrri tímum. Þessi aðferð byggist á greiningu mikils magns upplýsinga með hliðsjón af endurteknu mynstri í háttsemi markaða. Meðal annars er greint frá kerfi *Pristines*, sem styðst eingöngu við tæknigreiningu – án nokkurrar grunngreiningar.

Í fjórða kafla er því lýst hvernig má tvinnna þær aðferðir sem fjallað er um í þriðja kafla saman við aðferðir virðisleiðarinnar, grunngreiningu, þ.e.a.s. eftir að grunngreiningu hefur verið beitt til að velja áhugaverð hlutabréf er tæknigreiningu beitt við að tímasetja kaupin.

Í fimmta kafla er fjallað um stýringu hlutabréfasjóða. Meginstef kaflans er valið á milli *hlutlausrar* og *virkrar* stýringar. Virk stýring gefur færri á að ná ávöxtun umfram meðalávöxtun

markaðarins, en felur jafnframt í sér umtalsverðan kostnað og þá áhættu að ávöxtunin verði þegar upp er staðið en meðalávöxtun markaðarins – þegar tekið hefur verið tillit til kostnaðar. Fjallað er um mismunandi markmið og þarfir fjárfestis að því er áhrærir áhættu og markmið um ávöxtun.

Töluverð skörun er á milli efnis einstakra kafla, sem að nokkru leyti er óhjákvæmilegt. Viða er skotið inn athugasemdum um þá stefnu sem Íslandsbanki fylgir og þá sjóði sem hann rekur, en það gefur stundum þann blæ að verið sé að selja ákveðna þjónustu ekki síður en upplýsa lesandann – og auðvitað hlýtur það öðrum þræði að vera tilgangur þessa rits og margra annarra af líku tagi. Heppilegra hefði að mínu mati verið að geyma þá umfangullun fyrir sérstakan kafla. Með því að halda betur aðskildu upplýsingar- og markaðshlutverki bókarinnar hefði bæði fræðslan og markaðssetningin orðið markvissari.

### Er hlutafjármarkaðurinn skilvirkur?

Tilgátan um skilvirka markaði er endurtekið stef í bókinni. Þetta er eðlilegt í ljósi þess að hún hefur gegnt lykilhlutverki í þróun hagfræði og fjármálafræði á síðari hluta tuttugustu aldar, einkum á síðastliðnum tveimur áratugum. Kenningar Harry Markowitz, sem hann hlaut Nobelsverðlaunin í hagfræði fyrir árið 1990, komu fyrst fram á 6. áratug aldarinnar og áttu eftir að valda straumhvörfum í fjármálafræðunum. Kenning hans byggist á því að allir fjárfestar hafi sama aðgang að upplýsingum. Ef það er rétt eru litlar líkur á því að einstökum fjárfesti takist til lengdar að gera betur en markaðurinn að meðaltali. Á hverjum tíma eru þá allar fánlegar upplýsingar fólgnar í verði hlutabréfs og sérhver breyting á verði frá þeim tíma endurspeglar nýjar upplýsingar sem ekki er hægt að sjá fyrir. Sveiflur í verði hlutabréfa bera því einkenni slembigöngu (e. *random walk*). Ef verðið á hverjum tíma felur í sér allar fánlegar upplýsingar telst markaðurinn skilvirkur.<sup>3</sup>

3. Þetta er það sem skilur nútímakennningar um skilvirka markaði frá fyrri kenningum um ræða markaði (e. *rational markets approach*) sem þróuðust um miðja síðustu öld.

Þetta eru skelfileg tíðindi fyrir verðbréfasala og fjármálafyrirtæki, sem hafa markaðssett sína þjónustu á þeirri forsendu að þau gætu gert betur en markaðurinn, þ.e.a.s. keypt hlutabréf að hætti virðisfjárfesta sem eru fáanleg á verði sem er lægra en innra virði þeirra. Þeir eiga afkomu sína beinlínis undir því að kenningar Markowitz séu rangar (sjá bls. 127). Hlutlausri eignastýringu, sem beinlínis er afsprengi kenningarinnar, sem virka markaði, hefur þó vaxið töluvert ásmegin á undanförmum árum, eins og fram kemur í bókinni. Þeirri aðferð er meðal annars að nokkru leyti beitt í eignasöfnum sem Íslandsbanki býður aðgang að.

Hlutlaus fjárfestingarstefna mótaðist eftir miðbik síðustu aldar, meðal annars á grundvelli kenninga Markowitz. Það sem skipti þó e.t.v. sköpum, eða a.m.k. meira máli en hinn fræðilegi grunnur, eru þó líklega athuganir sem leiddu í ljós að stórum hluta fjárfesta mistekst að ná betri árangri en sem nemur markaðsmeðaltalinu og flestir þeirra verða raunar að setta sig við lakari árangur. Þetta er e.t.v. ekki undarlegt í ljósi þess að um þessar mundir eru fagfjárfestar u.þ.b. 90% fjárfesta, en aðeins u.þ.b. 10% í lok sjötta áratugarins.

Bók sem Charles D. Ellis gaf út árið 1985, *Winning the Loser's Game*, virðist hafa haft nokkur áhrif, en í bókinni hélt hann því fram að viðleitni til að ná betri ávöxtun en markaðurinn væri dæmd til að mistakast – orðin tapleikur. „Vegna þess að fagfjárfestar eru svo margir og svo hæfir og svo staðráðnir í að vinna vel fyrir viðskiptavinina er virk sjóðsstýring ekki vinningsleikur lengur, heldur leikur til að tapa á“, segir Ellis (sjá bls. 31). Það dregur enn frekar úr vinningslíkunum að kostnaður við rekstur virkra hlutabréfasafna er mikill, eða 2,85% samkvæmt mati Ellis. Erfitt er að vinna upp svo mikinn kostnað á hverju ári. Besta fjárfestingarstefnan sé því einfaldlega að kaupa sneið af markaðnum,

þ.e.a.s. kaupa hlutabréf í öllum skráðum félögum í hlutfalli við stærð þeirra, og ná réttu áhættustigi með því að bæta áhættulausum eignum í safnið. Áhætta er þá mæld í áhrifum flökts í ávöxtun einstakra hlutabréfa á flökt í ávöxtun eignasafns. Forsenda hlutlausrar fjárfestingarstefnu er að markaðir séu skilvirkir. Þótt fræðilegur grunnur hlutlausu stefnunnar hafi orðið til um miðbik aldarinnar var það ekki fyrr en með auknu tölvuaflí síðustu tvo áratugi hennar sem framkvæmd hennar varð praktísk.

### Er skilvirkur markaður mótsögn?

Tilgátan um skilvirka markaði hefur haft mikil áhrif meðal fræðimanna, þótt hún virðist stundum einkennilega mótsagnakennd. Í ritinu er ekki beinlínis tekin afstaða til þess hvort tilgátan eigi við rök að styðjast. Í ljósi þeirrar stefnu sem Íslandsbanki fylgir sjálfur virðist hann þó gefa henni nokkurt vægi. Raunar mætti halda því fram að ástæða hafi verið til að fjalla meira um kenninguna um skilvirka markaði á gagnrýninn hátt.

Ef kenningin væri almennt tekin alvarlega leiddi hún reyndar til áhugaverðrar mótsagnar. Ef allir tryðu á skilvirka markaði og fylgdu samkvæmt því hlutlausri fjárfestingarstefnu, hvernig væri þá verðmyndun hlutabréfa háttáð? Ef allir gengju út frá því að verð dagsins endurspegli allar fáanlegar upplýsingar á hverjum tíma væri frekari upplýsingaöflun í raun tilgangslaus. Allir sæju sér þá hag í því að gerast „free rider“ á upplýsingaöflun annarra og því yrði verðmyndun á endanum algerlega rofin úr tengslum við grunnrannsóknir og verðið mundi eingöngu ráðast af undirliggjandi fjárstreymi, fjárfestingarþörf lífeyrissjóða, tekjuþróun o.s.frv. Kenningin virðist því reiða sig á að einhver hluti markaðsaðila vinni hið þrotlausa starf að afla upplýsinga um rekstur fyrirtækjanna og gæta þess að verðið víki ekki of mikið frá undirliggjandi gögnum. Tilgátan um skilvirka markaði virðist því aðeins ganga upp ef til eru virðisfjárfestar sem leggja út í þann kostnað að meta verðmæti fyrirtækja/hlutabréfa, sem þeir hljóta að gera á þeirri forsendu að hægt sé að hagnast á góðri grunngreiningu. Með öðrum orðum, því aðeins getur kenningin um skilvirka markaði verið rétt að a.m.k. hluti fjárfesta hafni henni. Er þá e.t.v.

Í skilningi eldri kenninga voru markaðir ræðir (e. *rational*) með töfðum hætti, fremur en á hverri stundu, með því að skynsamir fjárfestar nýttu sér möguleika til högnunar (e. *arbitrage*) og stuðluðu þannig að jafnvægi á markaðnum til lengri tíma. Um muninn á þessum tveimur skólum sjá t.d. Raines og Leathers (2000).

rétt að rifja upp heilræði Sir Templetons, sem getið er um í bókinni: „Þegar allt of margir fjárfestar eru farnir að beita sömu ráðum er voðinn vís, hvort sem um er að ræða aðferð til að velja hlutabréf eða til að tímasetja kaup eða sölu.“<sup>4</sup>

### Af hverju sveiflast verð hlutabréfa svo mikið ef markaðurinn er skilvirkur?

Í bókinni hefði mátt fjalla nánar um þýðingu þess fyrir skilvirkni markaða að verð hlutabréfa virðist stundum sveiflast mun meira en skýra má með nýjum upplýsingum. Því fremur hefði verið ástæða til þess að fjalla um þessar verðsveiflur í ritinu að á undanförmum árum hefur hlutabréfamarkaðurinn um heim allan gengið í gegnum eitt-hvert hið mesta umbrotatímabil frá því á fjórða áratug síðustu aldar. Sveiflurnar virðist erfitt að skilja út frá þeirri forsendu að markaðir séu skilvirkir. Hvaða nýjar upplýsingar voru það á árunum 2000 til 2002 sem leiddu til þess að í mars 2002 var virði hlutabréfa sem skráð eru á Nasdaq aðeins fjórðungur af verðmæti þeirra árið 2000. Reyndar urðu áhrifaríkir atburðir í september 2001 og mars 2002 sem áttu þátt í því að verð hlutabréfa féll tímabundið, en lækkunarhrinin hófst löngu áður og flestir eru sammála um að bein áhrif þessara atburða á heimsbúskapinn hafi verið minni háttar.

En líklega voru það ekki bein áhrif þessara atburða á afkomu fyrirtækja í sjálfu sér sem ollu verðfallinu heldur áhrif þeirra á túlkun fjárfesta á því sem þeir höfðu hingað til gefið sér um frið í heiminum. Hið sama á við um verðfallið sem átti sér stað fyrir september 2001. Verðfallið virðist erfitt að réttlæta á grundvelli einhverra nýrra upplýsinga sem birtust á þessum tíma, heldur hafi fremur verið um breytingu á túlkun markaðarins á því sem hann hafði trúað á undanförmum árum um velmegunar- og uppgangsskeið án fordæma, sem átti að vera framundan – nýbúskapinn (hið nýja hagkerfi eins og sumir kalla það) á öld upplýsingarbyltingarinnar. Shiller (2000) vitnar í rannsóknir sem benda til að sjálf verðbreytingin ráði meiru um ákvarðanir um kaup og sölu hlutabréfa en nýjar upplýsingar. Lækkun á verði hlutabréfa

getur því kallað fram frekari lækkun vegna þess að hún hefur áhrif á viðhorf fjárfesta. Getur verið að margir hafi selt hlutabréf árið 2000 vegna þess að lækkun hlutabréfa hafði dregið úr bjartsýni þeirra um ofurhagvöxt á tímum upplýsingarbyltingarinnar? Fengur hefði verið að meiri umfjöllun um þátt væntinga í verðmyndun hlutabréfa; þ.e.a.s. samspils þess litla sem vitað er með nokkuð góðri vissu um rekstur fyrirtækja og hins, sem öllu meira máli skiptir fyrir verðmæti fyrirtækis, væntinga um hvað framtíðin ber í skauti sér. Framtíðin er þrungið óvissu og því tilefni ólíkra túlkana og vaki fjölbreyttrar flóru mannlegra tilfinninga: vonar, ótta, græðgi o.s.frv. Kenningar um „animal spirits“ sem spretta úr þessum jarðvegi eru hins vegar fremur í ætt við Keynesísk viðhorf en tiskustrauma nútíma fjármálafræða.

### Hvað varð um nýbúskapinn?

Undarlega lítið er fjallað um þá bylgu bjartsýni á síðari hluta tíunda áratugarins sem kennd var við nýbúskap (e. *new economy*) í ljósi þess að ætla má að hún hafi haft veruleg áhrif á verðmyndun hlutabréfa á þeim tíma. Þetta er þeim mun furðulegra sem ritstjóri bókarinnar var einn af helstu talsmönnum þeirra hér á landi sem töldu upplýsingarbyltinguna boða langt tímabil stóraukins hagvaxtar. Aðeins á einum stað í bókinni fann ritdómari hugtakið „nýtt hagkerfi“ nefnt í framhjá-hlaupi og ekki er það að finna í atríðisorðaskrá. Ástæða er til að ætla að væntingar um hið nýja hagkerfi hafi átt verulegan þátt í því að margir, e.t.v. flestir, fjárfestar virtust ekki telja það boða neitt sérstakt þótt hefðbundnar mælistukur á borð við vh-hlutföll hafi árið 2000 sýnt hærra verð en þau höfðu nokkru sinni verið frá því fyrir hrúnið mikla árið 1929.

Raunar hefur það verið mjög í tísku meðal markaðsaðila að gera lítið úr gildi vh-hlutfalla. Í bókinni er vitnað í Gary Pilgrim sem segir: „Það er tímaeyðsla fyrir mig að brjóta heilann um það hvort fyrirtæki sem mér líkar við sé verðlagt of hátt eða of lágt á markaði.“<sup>5</sup> O’Neil segist aðeins líta á vh-hlutfallið í undantekningartilfellum. Vh-hlutföll geta vissulega gefið mjög villandi mynd

4. Sjá bls. 29.

5. Sjá bls. 96.

af ungum fyrirtækjum í örum vexti og verulegar sveiflur í hagnaði gera erfitt um vik að henda reiður á hvort verð hlutabréfa sé í raun of hátt eða lágt. Trúin á mátt nýbúskapar færði fjárfestum réttlætningu fyrir mun hærri vh-hlutföllum en söguleg reynsla benti til að myndu standast til lengdar. Einn þáttur hugmyndafræðinnar um nýbúskap var að með honum væru hagsveiflur nánast úr sögunni, eða a.m.k. myndu hverfa í skuggann af öflugum hagsvefnum. Þegar ýmis merki um yfirvofandi samdráttarskeið í Bandaríkjunum, fyrirheitnu landi nýbúskaparins, fóru að gera vart við sig var þeim í fyrstu ekki trúað, en þegar vísendingarnar urðu ljósar í ársbyrjun 2001 beið þessi draumsýn markaðsgúrúa alvarlegan hnekki.

### Afturhvarf til meðaltalsins

Afturhvarfi til meðaltalsins (e. *reversion to the mean*), því tölfræðilega fyrirbæri sem segir að því lengra sem slembitala hafi leitað frá meðaltali sínu því meiri líkur séu á minna frávikum næst, er gerð rækilega grein fyrir í þriðja kafla bókarinnar.<sup>6</sup> Þar er meðal annars sagt frá fyrirlestri C. Bogle, stofnanda Vanguard Group,<sup>7</sup> og bók Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*, sem fjallar um tveggja alda ávöxtunarsögu hlutabréfa.<sup>8</sup> Bók Siegels er sterkur vitnisburður um meðaltalshneigð í ávöxtun hlutabréfa og jafnframt um að hlutabréf séu góður fjárfestingarkostur til lengri tíma litið. Reglufestan birtist auðvitað fyrst og fremst þegar mjög löng tímabil eru skoðuð. Ef skemmri tímabil eru skoðuð er hins vegar ekki eins augljóst að meðalávöxtun sé stöðug.<sup>9</sup> Kann það að vera ástæða þess að oft virðist vera tilhneiging til þess að finna réttlætningu fyrir veru-

legum frávikum fremur en draga þá ályktun að verð hlutabréfa sé orðið of hátt. Í lok síðasta áratugar var þessi réttlætning nýbúskapur, endalok hagsveiflunnar (ekki í fyrsta skipti!) og e.t.v. að einhverju leyti sú trú að áhættuálag hefði minnkað með virkari og dýpri mörkuðum.

### Á aldrei að horfa á vh-hlutföll?

Eitt er það fyrirbæri sem sýnir glögga tilhneigingu til að hverfa aftur til meðaltals síns þegar lengri tímabil eru skoðuð, en það eru vh-hlutföll. Af einhverjum ástæðum sjá höfundar ekki ástæðu til þess að gera þeirri meðaltalshneigð nein skil. E.t.v. gætir þar þeirrar vantrúar á gildi vh-hlutfalla sem birtist í fjárfestingarstefnu fyrirtækja á borð við Pristine o.fl., sem höfundar virðast hafa nokkuð í hávegum, og víst er að mörg hagnaðartækifæri myndu ganga þeim fjárfesti úr greipum sem horfði einstrengingslega á vh-hlutföll.<sup>10</sup> Hvað sem líður takmörkunum á upplýsingargildi vh-hlutfalla er hins vegar vart hægt að draga aðra ályktun af sterkri meðaltalshneigð vh-hlutfalla til lengri tíma en þá, að líta beri á mjög hátt verð með tilliti til hagnaðar sem skýrt hættumerki. Í bók sinni „*Irrational Exuberance*“ sýnir Robert J. Shiller þróun vh-hlutfalla S&P-vísitölunnar frá árinu 1881, reiknaðra út frá hreyfanlegu 10 ára meðaltali hagnaðar.<sup>11</sup> Í ársbyrjun 2000 var hlut-

eitt þriðjónni ára tímabil í sögu bandaríska hlutabréfamarkaðarins, þ.e.a.s. 1931-1961, þar sem ávöxtun hlutabréfa var lakari en skuldabréfa. Á þetta er t.d. bent í Shiller (2000). Þeir sem vilja hlusta á rödd efasemdarmanns um þá fullyrðingu að hlutabréf séu alltaf betri fjárfesting en skuldabréf til langs tíma litið ættu að lesa 10. kafla bókarinnar. Ritdómari saknar þess reyndar að ekki skuli fjallað um þá bók í ritinu.

6. Á bls. 40 segir einnig: „Ávöxtun markaðarins er regluleg eins og normaldreifingin. Því lengra frá meðaltalinu sem ávöxtunin hefur leitað, því sterkari verða kraftarnir sem draga hana aftur til meðaltalsins.“

7. Fyrirlesturinn nefnist: „Investment Performance and the Law of Gravity: Reversion to the Mean – Sir Isaac Newton comes to Wall Street.“

8. Bókin kom fyrst út árið 1994 en þriðja útgáfan árið 2002.

9. Þótt ávöxtun hlutabréfa slái við ávöxtun skuldabréfa í nær öllum tilfellum til langs tíma litið er hægt að benda á

10. Það er ástæða þess að „momentumfjárfestar“ á borð við Gary Pilgrim, sem getið var um hér að framan, telja tímaeyðslu að brjóta heilann um það hvort fyrirtæki sé verðlagt of hátt eða of lágt. Momentumaðferðin byggist á því að kaupa hlutabréf í fyrirtækjum sem eru þegar í sterkum hækkunarfasa en skortselja í lækkun. Kunnasti sjóður Pilgrim PBHG sýndi gríðarlega góða ávöxtun árin 1999 og 2000 sem hvarf út í buskann með verðfallinu í kjölfarið. E.t.v. hefði hann þegar allt kemur til alls aðeins átt að brjóta heilann um verðið?

11. Með þeim hætti ættu hagsveiflutengdar breytingar á hagnaði að jafnast nokkuð út.

fallið herra en nokkru sinni áður, jafnvel herra en árið 1929, áður en hrúnið mikla varð á Wall Street. Hvað sýnir hátt hlutfall þannig reiknað? E.t.v. má túlka það sem svo að verðmyndun hlutabréfa sé farin að ráðast meira en að jafnaði af óljósum væntingum um framtíðina fremur en hinu sem fjárfestar vita með nokkurri vissu um rekstur fyrirtækja.

Þótt e.t.v. sé réttmætt að fjárfestir horfi lítið á vh-hlutfallið þegar hann fjárfestir í einstöku fyrirtæki, var varhugavert að skella skollaeyrum við þeim aðvörunarljósum sem blikkuðu ótt og títt árin 1999-2000. Í því sambandi er rétt að skoða verð hlutabréfa í ljósi hagnaðar yfir lengri tímabil, eins og Shiller gerir, því að auðvitað geta vh-hlutföll til skamms tíma verið há vegna þess að hagnaðar er um tíma lítill, fremur en að verð sé óeðlilega hátt – eða öfugt. Að horfa *aldrei* á vh-hlutföll virðist því vera slæm ráðlegging, þótt vissulega sé rétt að hlutfallið geti gefið alranga mynd af verði hlutabréfa í einstökum fyrirtækjum. Þeir sem sérstaklega ættu að gefa gaum að skilaboðum vh-hlutfalla eru þeir sem fylgja hlutlausri fjárfestingarstefnu, því að þótt afturhvarf til vh-meðaltals hjá einstökum fyrirtækjum geti hæglega orðið með þeim hætti að hagnaður vaxi upp í verðið, fremur en að verðið lækki niður í hagnaðinn, eru varanlegri breytingar á vexti hagnaðar síður líklegar hjá markaðnum í heild. Til þess að slíkt eigi sér stað á heilum markaði þarf óvenjulegt tímabil velmegunar. Reynslan sýnir að óvarlegt er að leggja allt sitt traust á losaralegar kenningar um velmegunarskeið sem vart eiga sér fordæmi. Afturhvarfið til meðaltalsins lætur sjaldan að sér hæða.

### Óvissan verður ekki umflúin

Að því leyti hefur kenningin um hinn virka markað nokkuð til síns máls að fjárfestar byggja ákvarðanir sínar að mestu leyti á sömu upplýsingum á sama tíma.<sup>12</sup> Grunngreiningin sem notar þessar upplýsingar er hins vegar aðeins ófullkom-

inn kvarði sem hægt er að bregða á verðmæti fyrirtækis eða hluta í því. Hlutabréf er krafa á eigið fé fyrirtækis og verðmæti þeirrar kröfu ræðst af væntu tekjustreymi fyrirtækisins svo lengi sem það lifir. Fortíðin og upplýsingar um stöðu fyrirtækis á hverjum tíma veita aðeins takmarkaða vísbendingu um raunverulegt verðmæti þess. Gjaldþrot bandaríska orkufyrirtækisins Enron, sem á örskömmum tíma breyttist úr einni helstu vonarstjórnun hlutabréfamarkaðarins (meðal annars á grundvelli hagnýtingar fyrirtækisins á upplýsingatækni!) í rjúkandi rústir, er gott dæmi um hve brothættar þessar upplýsingar eru. Svík-samlega blekkingarstarfsemi stjórnenda, eins og í tilfelli Enron, þarf reyndar ekki til. Þessi framtíðaróvissa er að öllum líkindum sjaldan meiri en einmitt á tímum mikilla tæknibyltinga. Framvinda þekkingarinnar og hagnýting hennar í viðskiptum er sjaldnast fyrirsjáanleg. Fyrirtæki sem lagt hefur í mikinn kostnað við þróun merkrar nýjungar getur orðið gjaldþrota þrátt fyrir góðan árangur ef keppinautur verður aðeins fyrri til að koma sambærilegri tækni á framfæri og gera eigin tækni að ráðandi staðli. Ógerlegt er að meta verðmæti fyrirtækja af nákvæmni vegna þess að upplýsingar sem máli skipta eru ekki fáanlegar eða þeim er haldið leyndum. Jafnvel stjórnandi fyrirtækis, með öllum þeim innherjaupplýsingum sem hann býr yfir, getur ekki verðlagt hlut í því af nákvæmni vegna þess að hann býr ekki yfir innherjaupplýsingum keppinautanna.

### Takmörk áhættuhugtaksins í skilningi Markowitz

Markowitz innleiddi, eins og komið hefur fram, skilning á áhættu sem er nokkuð frábrugðinn skilningi virðisfjárfesta, þ.e.a.s. sem sveiflu í ávöxtun fremur en hættu á að tapa höfuðstól. Þessi skilningur á áhættu hefur einnig sínar takmarkanir. Áhætta í skilningi langtímafjárfestis, eins og lífeyrissjóðs, er t.d. allt önnur en áhætta í skilningi fjárfestis sem hyggst ávaxta sitt pund tímabundið, t.d. aldraðs einstaklings. Lífeyris-

12. Á þessu eru þó eflaust undantekningar. Sumir markaðsaðilar kunna að komast yfir innherjaupplýsingar. Aðrir kunna að leggja út í mun meiri kostnað en hinir við að afla upplýsinga, t.d. með heimsóknum í fyrirtæki.

Slíkar heimsóknir kunna að vera mikilvægar í ljósi þess að góðir stjórnendur eru eitt af lykiltríðunum í verðmæti marga virðisfjárfesta.

sjóður þarf ekki að láta sig mikið varða skammtímaflökt í ávöxtun. Öðru máli gegnir um lífeyrisparnað einstaklings seint á starfsaldri, t.d. síðustu 10 árin fyrir töku eftirlauna. Staðlaðar aðferðir við að meta áhættu eiga því ekki alltaf við.

Til skýringar má hugsa sér tvo sjóði, A og B. Báðir eiga sér 10 ára sögu að baki. Vísitala beggja stendur í 100 í lok árs 0. Báðir lækka í verði um 50% á fyrsta árinu. Í sjóði A helst verðið óbreytt upp frá því uns það hækkar síðasta árið um 100%. Verðvísitala sjóðs B hækkar um 100% strax á öðru ári, lækkar aftur um 50% árið eftir, hækkar næsta ári aftur um 100%, og svo koll af kolli uns vísitölur beggja sjóða standa í 100 í lok árs 11. Hvor sjóðurinn myndi vera talinn áhættusamari samkvæmt fræðunum? Líklega B, því að staðalfrávik og dreifni hjá sjóði B eru mun hærri en hjá sjóði A. Báðir hafa sömu ávöxtun, þ.e.a.s. 0. Því mætti álykta að A sé betri eign, því að áhættan er minni, þ.e.a.s. staðalfrávik lægra.<sup>13</sup> Þetta er hins vegar augljóslega vafasöm ályktun. Eigandi sjóðs B gæti fimm sinnum á tímabilinu selt hluta af eignasafninu án þess að tapa af höfuðstólnum, en eigandi sjóðs A aðeins í lok tímabilsins. Fyrir fjárfesti sem gæti þurft að

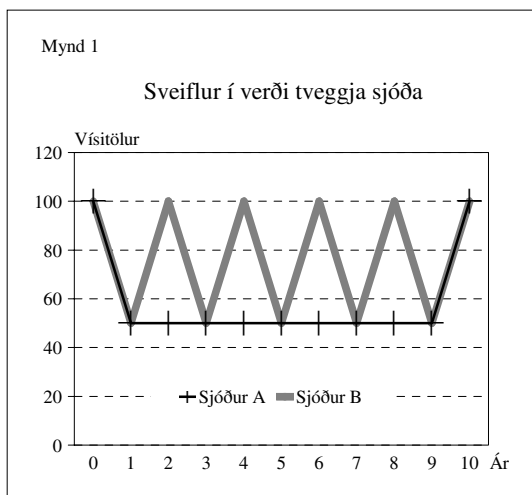
ganga að eignum sínum á tímabilinu er sjóður B því tvímælalaust betri kostur þótt staðalfrávik sé hærra.

Dæmið sýnir að beita verður áhættuhugtakinu í skilningi Markowitz af nokkurri varúð. Fyrir marga fjárfesta skiptir skammtímaflökt í ávöxtun tiltölulega litlu máli. Hættan á að ávöxtun eignasafns sé langtímum saman neikvæð eða minni en sett markmið er öllu alvarlegra vandamál. Þannig verður að meta áhættu sem fólgin er í hlutabréfaeign í ljósi lengstu tímabila neikvæðrar ávöxtunar sem komið hafa í tveggja alda sögu hlutabréfamarkaða. Hitt er annað mál að sú saga sýni einnig að langtímaáhætta þess að festa fé í óverðtryggðum skuldabréfum kann að vera enn meiri en af fjárfestingu í hlutabréfum, sbr. bók Siegels.

Stundum virðist gleymast þegar metið er svokallað framfall, sem iðulega er lagt til grundvallar fjárfestingarstefnu t.d. lífeyrissjóða, að bæði ávöxtun og óvissa byggjast á sögulegum gögnum sem geta gefið misgóða mynd af því sem framundan er. Þessir útreikningar kunna að vera sérstaklega varhugaverðir þegar byggt er á tiltölulega stuttum tímaröðum, eins og óhjákvæmilegt er hér á landi. Margvíslegar kerfisbreytingar geta einnig átt sér stað sem leiða til þess að fortíðin verður slæmur vegvísir til framtíðarinnar. Má þar t.d. nefna breytingar á peningastefnu og sameiningu gjaldmiðlasvæða. Fjalla hefði mátt nánar um ýmsa fyrirvara af þessu tagi í bókinni.

### Hvernig skal bregðast við óvissunni?

Hvernig geta fjárfestar eða vixlarar brugðist við þessari óvissu? Raunar geta þeir fátt annað gert en gæta almennra varúðarsjónarmiða. Og það gera þeir að jafnaði eins og sagan sýnir. Í verði hlutabréfs á hverjum tíma er fólgið áhættuálag sem endurspeglar óvissu um raunverulegt verðmæti þess. Að jafnaði gefa fjárfestar sér því ákveðið óvissubíll, kaupa á lægra verði en verðmat bendir til að fyrirtækið standi undir. Möguleikar fjárfesta til að sýna slíka varkárni eru þó mismunandi. Í bókinni er lýst fjárfestingarstefnu Benjamins Graham, sem var reiðubúinn að biða fram í rauðan dauðann eftir því að hlutabréf fengjust á nægilega góðu verði að hans mati, u.þ.b. 50% undir metnu



13. Einfalt meðaltal ávöxtunar sýnir hins vegar 5% (A) og 25% (B) ávöxtun yfir tímabilið, sem undirstrikar hversu varhugavert er að nota slíkar reikniáferðir þegar verið er að bera saman ávöxtun sjóða, einkum þegar verðsveiflur eru miklar.

innra verðmæti þess. Slík tækifæri kunna að vera sjaldgæfari nú á dögum stofnanafjórfa. Það sem máli skiptir er þó líklega ekki upplýsingarnar sem flestir fjórfa geta nálgast með svipuðum hætti, heldur innsæi fjórfa. Að lesa bækur Graham eða annarra afburðafjórfa og reyna að tileinka sér aðferðir þeirra er því engin trygging fyrir árangri. Aðferðirnar sem fylgt er við verðmatið eru eins og hver önnur mælistika: þær mæla hvað gerst hefur, ekki hvað muni gerast. Þegar vöxtur barns fellur niður vaxtarferil meðalbarns getur það verið tímabundið ástand og boðað vaxtarkipp síðar, eða verið merki um alvarlegri hindrun í þroska þess sem leiðir til þess að það nær aldrei meðalhæð fullþroska einstaklings. Sami túlkunarvandi blasir við hverjum fjórfa.

En jafnvel þótt aðferðir á borð við þær sem Graham notaði til að ná ávöxtun langt umfram meðaltal markaðarins, að viðbættu ríku innsæi í starfsemi fyrirtækja og stjórnenda þeirra, geti í einstökum tilvikum gefið góða raun er augljóslega ekki öllum fært að fylgja þessari reglu. Árangur hennar hvílir á verðmati sem vikur frá verðmati markaðarins. Til þess að grípa slík tækifæri getur þurft að sýna biðlund. Lífeyrissjóðir sem þurfa að fjórfa fyrir reglulegt innstreymi iðgjalda geta tæpast leyft sér slíka biðlund og þurfa að reiða sig á að markaðurinn sé skilvirkur í skilningi Markowitz.

### Spákaupmenn, víxlarar, virðisfjórfa, stofnanafjórfa, verðbréfasjóðir, almenningur og trúin á skilvirkni markaða þegar bólu myndast

Stundum virðist markaðurinn láta varúðarsjónarmiðin lönd og leið, eða hvernig má skilja hinu sögulegu hátinda VH-hlutfalla árin 1929 og 2000 öðruvísi? Líklega hverfa raunverulegir virðisfjórfa af markaðnum þegar svo stendur á og spákaupmenn og víxlarar verða alls-

ráðandi,<sup>14</sup> en hinir hlutlausu fjórfa, með sína óbifanlegu trú á skilvirkni markaða, verða þægligir meðreiðarsveinar þegar svo stendur á. Opnir hlutabréfasjóðir eru sérstök liðssveit í þeirri hersingu sem marserar upp brekkuna og fram af hengifluginu öðru hverju. Þótt þeim sé stýrt af fagfjórfa og geti safnað lausu fé tímabundið, þegar stjórnendur þeirra telja ekki lag til hlutabréfakaupa, starfa þeir að endingu undir þeirri kvöð að festa andvirði nýrra hlutdeildarskírteina í hlutabréfum. Þegar upp er staðið eru það því e.t.v. lítt upplýstir kaupendur hlutdeildarskírteina sem ráða för þótt þeir reiði sig á fagþekkingu þess sem stýrir sjóðnum við val á hlutabréfum. Þótt stjórnendur sjóðanna beiti fagþekkingu við val á hlutabréfum, ræður fagþekking litlu um það hve mikið fé streymir inn í sjóðina á hverjum tíma. Þeir sem eiga fé bundið í verðbréfasjóðum til langs tíma geta eftir sem áður huggað sig við þá niðurstöðu Siegel (2002) að því aðeins að fjórfa „telji miklar líkur á að hann þurfi að innleysa sparnað sinn sér til lífsviðurværis á næstu 5-10 árum sýni sagan að ekki séu knýjandi ástæður fyrir langtímafjórfa til að draga verulega úr vægi dreifðs hlutabréfasafns, sama hve hátt verði virðist“.

Í bókinni er ekki fjallað um viðhorf ýmissa hagfræðinga til spákaupmennsku í hlutabréfum. Má þar nefna sjónarmið Keynes, Veblens og Galbraiths, Kindelbergers og Roberts J. Shillers, sbr. nýlega metsölubók (2000). Í ritum þeirra er fjallað um spákaupmennsku í tvennum skilningi. Í fyrsta lagi kann uppsveifla í hagnaði fyrirtækja að leiða til spákaupmennsku á grundvelli væntinga fjórfa um áframhaldandi uppsveiflu og aukni virði fyrirtækja. Í öðru lagi er spákaupmennsku, t.d. sums staðar í verkum Keynes, lýst sem hreinu sálfræðilegu fyrirbæri þar sem væntingar um gerðir annarra fjórfa skipta meginmáli. Slíkar sálfræðilegar skýringar á verðmyndun hlutabréfa

14. Ég stóðst hér við þá skilgreiningu á spákaupmennsku og víxlurum sem gefin er í bókinni. Þar eru taldir spákaupmenn þeir sem vinna út frá tilfinningu sinni fyrir sálarástandi á markaðnum, en víxlarar (e. *traders*) þeir sem kaupa og selja hlutabréf í von um skammtímahagnað eftir kerfisbundinni úrvinnslu gagna um verð og veltu. Hvor-

ugur skeytir hins vegar mikið um grunngreininguna sem er aðalsmerki virðisfjórfa. Spákaupmaður er þó e.t.v. ekki eins ólíkur virðisfjórfa og ætla mátti. Virðisfjórfa þarf að leggja mat á framtíðartekjustrauma. Sálarástand fjórfa getur auðveldlega haft áhrif á þetta mat.



eru einnig áberandi í bók Shillers.<sup>15</sup> Þótt þessi sjónarmið séu e.t.v. ekki í hávegum höfð í nútíma fjármálafræðum hefði mátt sýna þessum viðhorfum a.m.k. þann sóma að geta þeirra.

### Eigi leið þú oss í freistni

Ef almenningur hefur tilhneigingu til að stökkva á hlutabréfalestina þegar hlutabréf hafa hækkað óvenjumikið um nokkra hríð mun sú vitneskja stjórnenda þeirra að verð hlutabréfa sé almennt orðið hátt ekki koma að miklu haldi. Það sem verra er: þeir hafa beinan hag af því að sem flestir stökkvi á lestina, þótt allur hagnaður renni inn í sjóðinn í sumum tilfellum. Þetta vekur spurningar um siðferðisvanda þeirra sem hafa viðurværi sitt af því að selja almenningi og stofnunum ráðgjöf og þjónustu á sviði verðbréfaþaupa. Flestir muna líklega eftir heilsíðuauglýsingum í dagblöðunum fyrir nokkrum árum þar sem fjármálastofnanir gortuðu yfir miklum árangri sjóða í þeirra vörslu. Þótt jafnframt væri varað við því með smáum stöfum (stundum mjög smáum!) að góð ávöxtun í fortíð tryggji ekki góðra ávöxtun í framtíð, blandast engum hugur um að lesandanum var ætlað að draga gagnstæða ályktun: að sérfræðingar viðkomandi stofnunar byggji yfir þeirri þekkingu sem þyrfti til að gera betur en markaðurinn eða keppinautarnir. Þær upplýsingar sem fram koma í bókinni benda raunar til að nær væri að smáa letrið í auglýsingunum verði stækkað og hljóði eitthvað í líkingu við það sem segir á bls. 280: „Rannsóknir hafa sýnt að sjóðir sem sýna framúrskarandi ávöxtun á einu tímabili eru líklegri til að vera með lélegri ávöxtun en sambærilegir sjóðir á næsta tímabili“. Miðað við þessar upplýsingar voru auglýsingar íslenskra fjármálafyrirtækja stórlega villandi og stuðluðu að auknu innstreymi tekna einmitt í þá sjóði sem líklegastir voru til að lækka.

15. Um kenningar um spákaupmennsku er fjallað í Raines og Leathers (2000). Þar segir meðal annars frá verðbréfa- viðskiptum David Ricardo, sem byggði mjög á þeirri tilhneigingu meðal fjárfesta að ýkja mikilvægi atburða. Einnig er þar að finna áhugaverða frásögn af verðbréfa- viðskiptum Keynes, sem ýmist hagnaðist eða tapaði á sínum viðskiptum, og Irving Fisher, sem trúði á framhald hins mikla góðæris á þriðja áratug aldarinnar og tapaði að lokum öllum eignum sínum (bls. 11-13).

Ekki er mikið fjallað um þennan siðferðisvanda í bókinni þótt gefið sé í skyn, eins og fram hefur komið, að andstöðu við hlutlausu leiðina megi rekja til eiginhagsmuna verðbréfasala sem flestir selja þjónustu sína, eins og íslensk fjármálafyrirtæki auglýstu í dagblöðum hér um árið, á þeirri forsendu að þeir geti „gert betur en markaðurinn“.

Þær upplýsingar sem tíundaðar eru í bókinni um árangur virkra hlutabréfasafna gefa ekki tilfni til mikillar bjartsýni eigenda hlutdeildarskirt-eina, þótt vandséð sé að þeir gætu gert betur af eigin rammleik. Ellis taldi sem fyrr segir árlegan kostnað við rekstur virkra hlutabréfasafna nema 2,85%. Á öðrum stað kemur fram að hlutlaus stýring spari 1,5% í kostnað á ári. Á bls. 89 er greint frá rannsóknum Johns C. Bogle sem sýndu að frá árinu 1960 hafa 90% virkra sjóðsstjóra í Bandaríkjunum skilað lakari meðalárangri á hverju tímabili en sem nemur vísitölum markaðarins.<sup>16</sup> Aðeins fimmtungur alþjóðlegra evrópskra hlutabréfasjóða með virkri eignastýringu hækkaði meira í verði en heimsvísitala MSCI árin 1997-2001 og aðeins 14% ef einungis er horft á þá sem einungis fjárfesta í Evrópu. Með slíkar upplýsingar í farteskinu virðist erfitt að réttlæta auglýsingar sem gefa allt annað í skyn. E.t.v. væri fjármálafyrirtækjum nær að gefa sínum viðskiptavinum sömu ráð og höfð eru eftir Benjamin Graham (bls. 52) að kaupa ekki hlutabréf þegar vextir á skuldabréfum eru nægilega háir til að vera einnig góður fjárfestingarkostur. Þessar ráðleggingar ættu að eiga fremur við á Íslandi en annars staðar í ljósi þess hve mikið framboð er á verðtryggðum skuldabréfum sem bera álitlega raunvexti.

### Er hægt að sætta hagsmuni fjárvörsluáðila og fjárfestis?

E.t.v. er til of mikils ætlast að fyrirtæki sem hefur tekjur af því að varðveita sparnað landsmanna fjalli ýtarlega og af hlutlægni um freistnivandann í samskiptum fjárfestis og fjárvörsluáðila. Þetta er eigi að síður mikilvægt umfjöllunarefni og ætti vel heima í bók sem þessari. Í hnotskurn snýst

16. Lengra aftur eru samræmdar tölur ekki til.

freistnivandinn um það hvernig hægt er að fella hagsmuni fjárvörsluaðila sem best að hagsmunum fjárfestis. Þetta er ekki einfalt mál. Hér að framan var fjallað um þann hag sem rekstraraðili opins hlutabréfasjóðs kann að hafa af sölu hlutdeildarskírteina þótt góð fjárfestingartækifæri séu ekki fyrir hendi að hans mati. Hver er upplýsingarskylda fjárvörsluaðila þegar svo stendur á?

Þegar stofnanafjárfestar eiga í hlut er algennt að fjárvörsluaðilum séu sett ákveðin viðmið, t.d. í formi hlutabréfavisitölu, sem þeir keppa við og fá umbun fyrir ef þeir gera betur en viðmiðið. Tryggja slík viðmið að markmið fjárvörsluaðila og fjárfestis fari saman? Það er hæpið. Segjum t.d. að 20% af ávöxtun eignasafns umfram heimsvisitölu MSCI falli fjárvörsluaðila í skaut sem umbun. Í bókinni er rækilega tíundað að mikill meirihluti fjárvörsluaðila á í mesta basli við að halda í við visitöluna. Búi fjárvörsluaðilinn ekki yfir nánast dulrænum hæfileikum eða markaðurinn er ekki skilvirkur í skilningi Markowitz er líklegast að fjárvörsluaðilar reyni að ná í umbun með því taka meiri áhættu í von um mikla ávöxtun. Ef fjárvörsluaðila er ekki refsáð fyrir ávöxtun undir viðmiði þýðir þetta í reynd að fjárvörsluaðili getur fengið umbun fyrir áhættumeiri fjárfestingu jafnvel þótt hún skili engri ávöxtun umfram viðmiðun til lengri tíma lítið, þ.e.a.s. fær umbun þau ár sem ávöxtun er umfram viðmið en stendur á núlli þau ár sem ávöxtun er undir viðmiði. Með öðrum orðum, jákvætt orsakasamband er á milli áhættu og umbunar, sem getur leitt til þess að tekin er meiri áhætta en fjárfestir hafði hugsað sér.

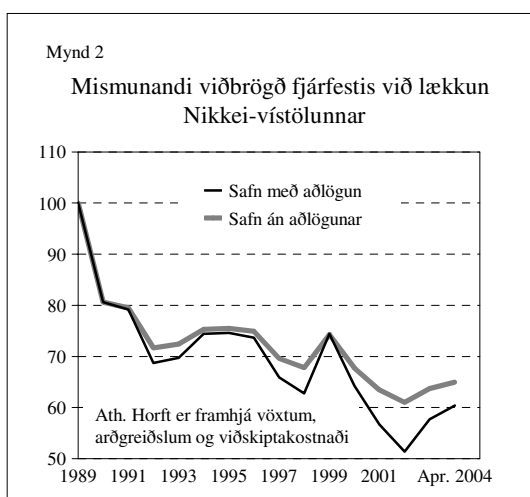
Reynt hefur verið að mæta þessum vanda með því nota svokallaða „high watermark“-reglu, en hún felur í sér að umbun er aðeins greidd fyrir nýjan hagnað. Verði ávöxtun eignasafnsins á einhverju tímabili minni en sem nemur viðmiðunarvisitölu verða fjárvörsluaðilar fyrst að vinna upp hallann, áður en grunnur frekari umbunar myndast. Þetta er líklega framför, en einnig þess konar viðmiðun gæti við vissar kringumstæður leitt til of mikillar áhættu. Þetta gæti t.d. gerst ef ávöxtun eignasafns af einhverjum ástæðum fellur langt niður fyrir viðmiðun. Við þessar aðstæður gæti fjárvörsluaðili dregið þá ályktun að ekki sé von á

umbun um langa framtíð nema tekin sé veruleg áhætta og þess freistað að vinna upp hallann á tiltölulega skömmum tíma. Sennilega er því engin fullkomin lausn á þessu vandamáli til, en umfjöllum um það í bókinni hefði verið áhugaverð.

Gagnstæður vandi gæti blasað við ef fjárvörsluaðili verður um of fráhræfingur því að taka áhættu með því að víkja frá viðmiðun sem honum hefur verið sett, t.d. ef hann óttast að fjárvörslusamningi verði sagt upp ef frammistaða hans verður langtímum saman lakari en viðmiðun. Reyndar fylgja sumir fjárvörsluaðilar þeirri stefnu að halda hlutföllum í eignasöfnunum því sem næst föstum. Þetta geta verið skynsamleg viðbrögð ef fylgt er hlutlausri fjárfestingarstefnu, markaðurinn er skilvirkur og erfitt er að tímasetja sveiflur á markaði. Þegar verð á tilteknum hlutabréfum lækkar eru þau keypt með það að augnamiði að halda vægi þeirra í eignasafninu föstu og þegar verð hlutabréfa lækkar í blönduðu eignasafni skulda- og hlutabréfa eru hlutabréf keypt. Þetta minnkar vissulega þá áhættu að ávöxtun fjárvörsluaðila víki til lengdar frá viðmiðun, en minnkar þetta endilega áhættu fjárfestis? Hugsum okkur t.d. japanskan fjárfesti sem hefði árið 1990 átt verðbréfasafn samsett af skuldabréfum og hlutabréfum í jöfnum hlutföllum. Fjárfestingarstefnan gengur út á að halda vægi skulda- og hlutabréfa í safninu föstu. Gefum okkur til hægðarauka að ekkert innstreymi sé í safnið og horfum fram hjá vöxtum á skuldabréfaeign, arðgreiðslum á hlutafjäreign og viðskiptakostnaði. Fjárvörsluaðili endurskoðar samsetningu safnsins í lok hvers árs. Ef Nikkei-visitölu hefur lækkað bregst hann við með því að selja nokkuð af skuldabréfum og kaupa hlutabréf Nikkei-visitöluinnar í þeim hlutföllum sem þau hafa í visitöluinni. Augljóst er að í árslok 2002, þegar virði eignasafns sem fjárfest hefði verið í Nikkei-visitöluinni (án arðs) og vaxtalausum skuldabréfum til helminga var aðeins helmingur af því sem það var í árslok 1999 hefði þessi fjárfestir verið búinn að selja u.þ.b.  $\frac{3}{4}$  hluta skuldabréfaeignar sinnar og verðmæti safnsins orðið mun minna en ef hann hefði ekkert aðhafst.<sup>17</sup> Fjárvörsluaðili

17. Ef fjárfestir hefði átt kost á fjárfestingu í traustum

gæti eigi að síður bent á að árangur hans væri í samræmi við viðmið. Á hinn bóginn má hugsa sér að varfærinn fjárfestir hefði metið stöðuna svo í árslok 1989, út frá algengum mælikvörðum á verð hlutabréfa og efnahagslegum aðstæðum, að verð hlutabréfa væri orðið háskalega hátt og því rétt að minnka verulega vægi hlutabréfa í safninu. Hvor viðbrögðin eru varfærnari? Frá sjónarmiði fjárvörsluaðila fæli slík stefna í sér þá áhættu að verða undir viðmiði ef hlutabréfaverð heldur áfram að hækka. Það er hins vegar ekki endilega áhættan sem mörgum fjárfestum er mest í mun að draga úr.



### Af hverjum er óhætt að læra?

Höfundar bókarinnar virðast eiga erfitt með að gera upp við sig hvorum megin hryggjar þeir vilja lenda: sem talsmenn hlutlausrar fjárfestingarstefnu eða virkrar eignastýringar, enda er niðurstaða Íslandsbanka sú að bjóða blöndu af þessu tvennu. Það er e.t.v. hvorki undarlegt né óskynsamlegt, því að svarið við þeirri spurningu hvort hægt sé að gera betur en markaðurinn er ekki augljóst. Stundum virðast höfundarnir þó slökkva á heilbrigðri efahyggju þegar einstakir postular hins stóra sannleika eiga í hlut. Þannig er í 16. kafla bókarinnar meðal annars fjallað um bók

skuldabréfum með verulegum raunvöxtum væri munurinn meiri. Munurinn er meiri ef samsetning eignasafnsins er aðlöguð oftar.

O'Neil: *How to Make Money in Stocks*. Titillinn vekur óneitanlega grunsemdir um að meira sé gefið í skyn en bókin getur staðið undir. O'Neil segir að forsenda árangurs sé aðferð ólík öllum öðrum, sem vekur auðvitað þá spurningu hvers vegna hann er þá að birta hana almenningi. Hér er ekki ástæða til að rekja ráðleggingar hans, sem endurspeglast í skammstöfuninni CAN SLIM, en þeim er lýst nokkuð ýtarlega í bókinni. Þær virðast þó í mótsögn við það sem lagt er af stað með í upphafi að forsenda frábærs árangurs sé einstök fjárfestingarstefna. E.t.v. er það vegna þess að hann er að beina orðum sínum til fjárfesta sem hafa ekki tíma, þekkingu eða áhuga til að stunda alvarlegar grunnrannsóknir, að hann ráðleggur mönnum að kaupa hlutabréf sem stofnana-fjárfestar hafa þegar keypt („institutional sponsorship“). „Í hverju góðu fyrirtæki þurfa helst að vera fáeinir fagfjárfestar. Best af öllu er að leita eftir hlutabréfum sem bestu sjóðsstjórar bestu hlutabréfasjóðanna eru þegar búnir að kaupa.“

Auðvitað er hinn almenni fjárfestir engu nær við þessi tíðindi: því að hvornig skal meta gæði sjóðsstjóra eða hlutabréfasjóða? Eitt af því sem einkennir aðferðir O'Neil er að hann lítur aldrei á vhlutfallið, nema þegar grunur er um að verðið sé farið að nálgast hámark. Að meta það er þó ekki einfalt og aðeins tilgreindar þumalfinger-reglur, eins og 100% hækkun yfir 200 daga hlaupandi meðaltal. E.t.v. er þetta aðferðin sem skilaði O'Neil svo góðum árangri, en getur verið að ómissandi þáttur þess árangurs hafi verið innsæi fjárfestis sem verður ekki auðveldlega fest á bók? Hvað sem þessu líður virðist mér hrifning höfunda helst til gagnrýnilaus þegar þeir segja á bls. 265: „O'Neil skipar sér í þann hóp fjárfesta sem óhætt er að læra sem mest af.“ Ástæða þess að höfundar kjósa að halla sér að aðferðafræði O'Neil er e.t.v. sú ályktun þeirra að frá Íslandi sé of kostnaðarsamt að stunda virðisfjárfestingu að hætti Peter Lynch (sem felur t.d. í sér heimsóknir í fyrirtæki). Ég verð hins vegar að játa mig ósannfærðan um að O'Neil hafi eitthvað það að kenna fjárfestum sem gæti tryggt þeim árangur umfram markaðinn.

Þetta er raunar ekki eina dæmið um nokkuð yfirdrífna hrifningu höfunda á einstökum kenni-

smiðum eða sjóðum. Í kafla V (bls. 312-313) er fjallað um Legg Mason Value-verðbréfasjóðinn, sem sjóðsstjórinn Bill Miller hefur stýrt.<sup>18</sup> Ekki er fyllilega ljóst hví þessum sjóði eru gerð sérstök skil í kaflanum, en talað er um einstaklega góðan árangur sjóðsins, sem hafi skilað betri ávöxtun en S&P-vísitalan í 17 af 21 ári sem sjóðurinn hefur starfað. Árleg ávöxtun í 10 ár til miðs sl. árs hafi verið 6-7% umfram ávöxtun S&P-vísitölunnar. Af mynd af gengisþróun Legg Mason Value má hins vegar ráða að þetta er villandi staðhæfing, þótt hún sé líklega sönn. Eins og jafnan í þessum fræðum skiptir val á viðmiðunartímabili meginmáli. Um mitt ár 2002 hefði t.d. fjárfestir sem hefði keypt í Legg Mason Value í ársbyrjun 1988 staðið engu betur að vígi en sá sem fjárfest hefði í S&P-500-vísitölunni, nema síður sé, því að hinn síðarnefndi hefði átt mun dreifðara og áhættu-minna safn. Raunar telja höfundar mikla áhættu vera einn af helstu ókostum sjóðsins. Ávinning LMV má að því er virðist allan rekja til síðasta árs. Árangur LMV var vissulega einnig langt umfram S&P árin 1998 og 1999, en þeim ávinningi glopraði sjóðurinn öllum niður árin eftir. Séð í því samhengi er ógerlegt að fullyrða að ávöxtun um-

fram S&P sé annað en tilviljun ein. Þetta sýnir hve villandi það getur verið að meta ávöxtun út frá meðaltalsávöxtun, þar sem sveiflur í ávöxtun geta leitt til hærri meðalávöxtunar.

### Lokaorð

Útgáfa Íslandsbanka á ritinu Hlutabréf og eignastýring er lofsvert framtak. Bókin er mikill fjárfjóður upplýsinga um helstu sjónarmið sem uppi eru um það hvernig best er að byggja upp eigin auðlegð með markvissum kaupum á hlutabréfum. Ekki er hægt að segja að bókarhöfundar taki afdráttarlausu afstöðu til þess hvaða leið sé best í þeim efnum. Íslandsbanki býður þjónustu sem er byggð á mismunandi aðferðum og því má ætla að viðhorf höfunda og bankans séu efablandin, þótt við og við fari höfundar í sölumannslegar stellingar og missi sjónar á efaró fræðimannsins. Mest er þó um vert að með því að draga saman í læsilegt rit hafsjó upplýsinga um þá veröld sem fjárfestar og verðbréfamiðlarar lifa og hrærast í hefur þeim tekist að gera þann heim sýnilegri og skiljanlegri almenningi. Útgefandi bókarinnar og höfundar hafa því unnið þarft verk fyrir áhugafólk um eigin framtíð. Fyrir það eiga þeir þakkir skildar.

### Heimildaskrá

Raines, J. Patrick, og Charles G. Leathers. *Economists and the Stock Market*. Speculative Theories of Stock Market Fluctuations. Edward Elgar 2000.

Siegel, Jeremy J. *Stocks for the Long Run, The Definite Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*. McGraw-Hill 2002.

Shiller, Robert J. *Irrational Exuberance*. Princeton University Press 2000.

Sigurður B. Stefánsson (ritstj.). *Hlutabréf og eignastýring. Að velja hlutabréf og byggja upp eignir*. Íslandsbanki 2003.

18. Um hann er fjallað í bókinni *The Man Who Beats the S&P* eftir Janet Lowe.