



מדריך לתכנון, בנייה וניהול של תיק השקעות

אלי מלכי

פברואר 2022

במהלך השנים פרסמתי באתר INBEST סקירות רבות שעוסקות בניהול תיקי השקעות. מדריך זה הוא סיכום של כל התובנות שעלו באותן סקירות. המדריך מציג מתודולוגיה מובנית לתכנון וניהול של כלל החיסכון, עם דגש על תיק השקעות נזיל.



א. הגדרת מטרות:

לפני שניגשים לתכנון של תיק השקעות צריך להגדיר את המטרות הפיננסיות שאותן רוצים להשיג באמצעותו. חשוב לזכור שתיק ההשקעות מהווה רק חלק מהחסכונות שלנו. לכן הגדרת המטרות עבור תיק ההשקעות צריכה להיגזר מהמטרות שנגדיר לכלל החסכונות שלנו. על מנת למקד יותר את המושג "הגדרת מטרות פיננסיות", מוצגות בטבלה שלהלן מספר דוגמאות. (הטבלה לקוחה ממצגת של הרצאה שנתתי בעבר: "[חסכון והשקעה: הגדרת מטרות וניהול סיכונים](#)".)

הכנסה שוטפת	הגדלת ערך	שמירה על הקרן	זמן קצוב
	חסכון לפרישה	חסכון לרכישת דירה	
נכס מניב	חסכון ללא מטרה ספציפית		ללא מגבלת זמן

הציר האופקי של הטבלה עונה על השאלה מה אנו רוצים להשיג; הציר האנכי של הטבלה עונה על השאלה האם החיסכון הוא לפרק זמן מוגדר או לא. במדריך זה לא אעסוק בתיקי השקעות שמיועדים להכנסה שוטפת; קוראים שמתעניינים בנושא זה מוזמנים לדף באתר INBEST שעוסק ב**תיק השקעות מניב**.

ככלל מומלץ להסתכל על כלל החסכונות שלנו כאל שכבות הגנה, שתפקידן לספק לנו ביטחון פיננסי לגבי מאורעות שעשויים להתרחש בעתיד. לכל אחת משכבות ההגנה יכולות להיות מטרות שונות וכן מגבלות זמן שונות. על מנת לבצע התאמה של אפיקי החיסכון למטרות שלנו, צריך להכיר קודם את אותם אפיקי חיסכון ואת המאפיינים שלהם.

ב. אפיקי חסכון - סיכון ותשואה:

הטבלה שלהלן מציגה את אפיקי החיסכון הנפוצים ביותר:

אפיק חסכון	מחולל תשואה כלכלי	אפשרות לעליית מחיר בעתיד
אגרות חוב (אג"ח)	ריבית	מוגבלת
מניות	דיבידנד או השקעת רווחים	לא מוגבלת
נדל"ן	שכר דירה	לא מוגבלת
סחורות / מתכות / מטבעות	אין	לא מוגבלת

התשואה שנקבל מכל אפיק חסכון נובעת משני הגורמים: (1) מחולל התשואה הכלכלי של אותו אפיק, ו-(2) עליה (או ירידה) של מחיר הנכס בעתיד. הטבלה ממחישה שהתשואה שצפויה מאג"ח נמוכה יותר מהתשואה שצפויה משאר האפיקים. הסיבה לכך היא שעליות מחירים עתידיות באג"ח הן מוגבלות; כאשר אגרת חוב נפדית, המשקיע מקבל בחזרה רק את ערך הקרן שלו.



מצד שני לתשואה גבוהה יותר יש "מחיר" שמתבטא בכך שרמת הסיכון שכרוכה באותו אפיק השקעה היא גם כן גבוה יותר. ניתן להתייחס לסיכון שכרוך בהשקעה בשני היבטים:

- (1) מידת התנודתיות של אפיק ההשקעה – ככל שאפיק ההשקעה הוא יותר תנודתי, כך גדל הסיכון שכאשר נצטרך את הכסף המחיר ירד. כתוצאה מכך ההשקעה לא תניב לנו את התשואה הרצויה.
- (2) אומדן להפסד המרבי האפשרי (Downside Risk) – על פי אומדן זה ניתן להעריך מהו התרחיש הגרוע ביותר (Worst Case Scenario) שצפוי לנו באותו אפיק השקעה. לאחר מכן צריך לבחון מה תהיינה ההשלכות עלינו במידה והתרחיש הגרוע ביותר מתממש.

תובנה נוספת שעולה מהטבלה היא שלהשקעה בסחורות, במתכות ובמטבעות אין מחולל תשואה כלכלי. השקעה באפיק זה היא ספקולטיבית באופייה, מכיוון שהיא מבוססת רק על הימור על עליית מחיר. למיטב הבנתי עדיף להימנע מאפיק השקעה כזה, ולכן לא אדון בו בהמשך המדריך.

הטבלה שלהלן מציגה את הגורמים שמשפיעים על הסיכון בשלושת אפיקי ההשקעה הנותרים:

נדל"ן	מניות	אג"ח	
בתקופות של משבר כלכלי לא ניתן למכור את הנכס	חדלות פירעון של החברה	חדלות פירעון של המנפיק	הפסד מרבי אפשרי
שינויים בתנאים הכלכליים, שינויים בשערי מט"ח (נדל"ן בחו"ל)	שינויים בתנאים הכלכליים, ירידה ברווחיות החברות, שינויים בשערי מט"ח (מניות חו"ל)	אינפלציה, שינויים בשערי ריבית, שינויים בשערי מט"ח (אג"ח חו"ל)	גורמים לתנודתיות

הטיפול בגורמי סיכון אלה, מתוך מטרה להקטין את הסיכון ככל שניתן, יהווה בהמשך שיקול מרכזי בהתאמה של תיק ההשקעות למטרות שהוגדרו עבורו.



ג. ניהול סיכונים:

הטבלאות הבאות מציגות את האמצעים שבעזרתם ניתן להקטין את החשיפה לגורמי הסיכון השונים. המיקוד בהמשך המדריך הוא רק באג"ח ובמניות, מכיוון שהם המרכיבים הרלוונטיים לתיק השקעות נזיל.

אג"ח:

סיכון	פתרון
אינפלציה	הצמדה לאינפלציה
חדלות פירעון	מנפיקים אמינים; פיזור רחב בין מנפיקים
שינויים בריבית	טווחי זמן ארוכים והצמדה לאינפלציה
תנודות בשערי מט"ח	פיזור בין מטבעי

מניות:

סיכון	פתרון
אינפלציה	עליות מחירים מגדילות גם את רווחי החברות, ולכן הם פחות חשופים לסיכון של אינפלציה
חדלות פירעון	פיזור רחב בין חברות
ירידה ברווחיות	פיזור בין מדינות ומגזרים
שינויים בתנאים הכלכליים	טווחי זמן ארוכים
תנודות בשערי מט"ח	פיזור בין מטבעי

משתי הטבלאות שלעיל ניתן לגזור את האמצעים שעומדים לרשותנו לניהול הסיכונים שכרוכים באפיקי ההשקעה השונים: הצמדה לאינפלציה (לאג"ח בלבד), פיזור רחב בכל הממדים וטווחי זמן ארוכים. להלן אציג ממצאים שממחישים כיצד אמצעים אלו מפחיתים את הסיכון:

(1) הצמדה לאינפלציה:

בבדיקות של תשואות אג"ח על פני זמן נמצא שאג"ח צמוד למדד הוא פחות תנודתי מסוגים אחרים של אג"ח. הנתונים שמראים זאת מוצגים בסקירות הבאות:

"מה ניתן לצפות מהשקעה באג"ח ממשלתי?"

"כמה תובנות לגבי מרכיב האג"ח בתיק ההשקעות שלנו"

(2) פיזור רחב שמכסה מספר ממדים:

מחקרים רבים שהוצגו באתר מראים שפיזור רחב מקטין את התנודתיות ויכול אף להגדיל את התשואה. ממצאים דומים התקבלו גם בבדיקות שערכתי בעצמי. על מנת שהפיזור יהיה רחב הוא צריך לכסות מספר ממדים:

- פיזור גיאוגרפי (וכן בין מטבעות);
- פיזור לפי גודל החברות;
- פיזור בין מגזרים;
- פיזור בין חברות "ערך" לבין חברות "צמיחה" (ראו להלן הסבר בהמשך המדריך);

חלק מהמחקרים ומהבדיקות הנ"ל מוצגים בסקירות הבאות:

["האם העשור האחרון היה באמת אבוד?"](#)

["מדוע חשוב לנו מתאם נמוך?"](#)

["שוק המניות בישראל 2000-2019"](#)

["אסטרטגיות לבניית תיק השקעות גלובלי"](#)

["האם חשיפה למט"ח מסכנת את החיסכון הפנסיוני?"](#)

["הצב והארנב"](#)

["האם יש ערך למניות ערך?"](#)

(3) השקעה לטווחי זמן ארוכים:

נתוני תשואות היסטוריים מראים שהסיכון שכרוך באפיקי ההשקעה השונים, פוחת לאורך זמן. אולם הירידה בסיכון איננה אחידה ומתנהגת באופן שונה באג"ח ובמניות.

מחקר חשוב בנושא זה הוצג באתר בסקירה: ["להשקיע במניות או באג"ח? תלוי לכמה](#)

[זמן...".](#) מחקר זה בדק את נתוני התשואה והסיכון של אג"ח ושל מניות ב- 19 מדינות

שונות, במהלך תקופה של 110 שנים. תוצאות המחקר מאפשרות להגיע לתובנות מאוד

חשובות שאותן אציג להלן. כצפוי התשואה ארוכת הטווח מהשקעה במניות גבוהה באופן

משמעותי ביחס לתשואה המקבילה מהשקעה באג"ח. במקביל גם הסיכון שכרוך בהשקעה

במניות גבוה בהרבה מהסיכון שכרוך בהשקעה באג"ח. עד כאן אין חדש, תוצאות כאלה

ניתן לראות גם במחקרים אחרים, שחלקם הוצגו גם כן באתר. החידוש במחקר זה הוא

בבדיקה כיצד הארכת משך הזמן של ההשקעה משפיעה על הסיכון שכרוך בהשקעה,

במניות לחוד ובאג"ח לחוד. בדיקה זאת התאפשרה בגלל בסיס הנתונים הגדול שעליו

התבסס המחקר שכלל נתונים ל- 110 שנים. התוצאות ממחישות שהסיכון שכרוך

בהשקעה במניות מצטמצם לאורך זמן במידה רבה יותר מאשר הסיכון שכרוך בהשקעה

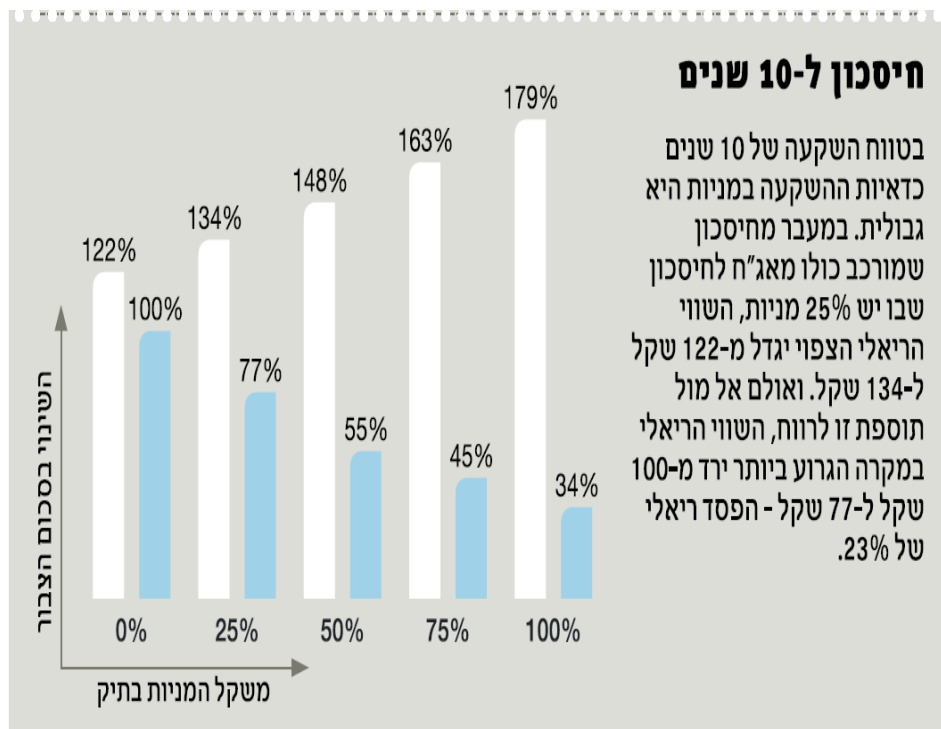
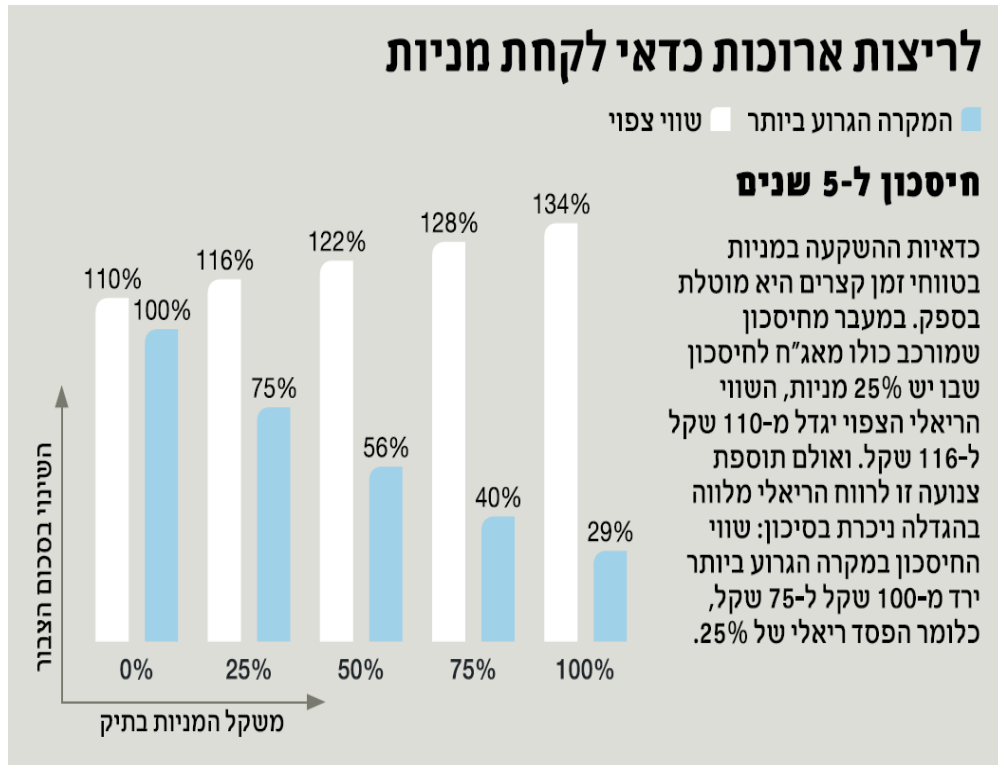
באג"ח. למעשה בטווחי זמן ארוכים השקעה במניות הופכת להיות פחות מסוכנת מהשקעה

באג"ח.

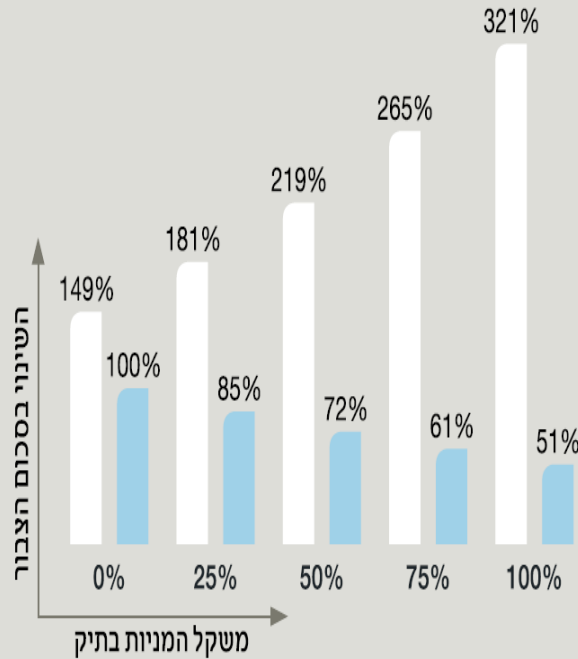
על סמך התוצאות שהוצגו במחקר זה, בניתי מודל שקושר בין רמת הסיכון שכרוכה

בהשקעה במניות לטווח הזמן המיועד של החיסכון.

המודל מוצג בסקירה "סוף מעשה במחשבה תחילה – מודל לקביעת הרכב החיסכון", ואת סיכום התוצאות שלו ניתן לראות בסדרת התרשימים שלהלן:

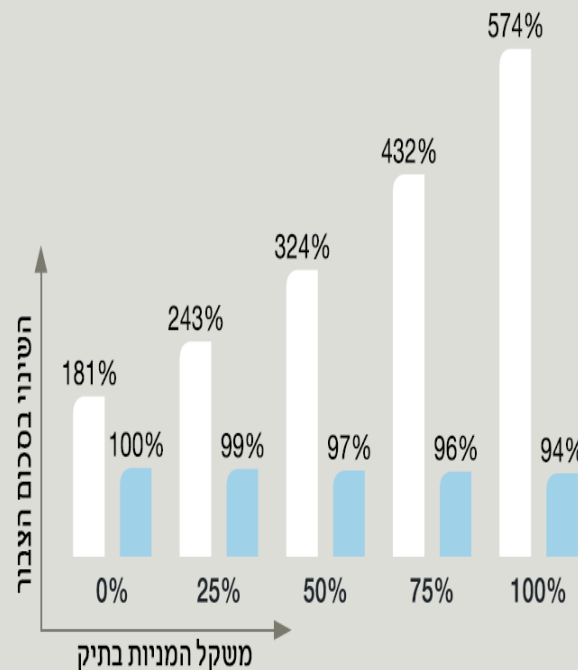


חיסכון ל-20 שנה



לטווח זה ההשקעה במניות כדאית יותר. במעבר מחיסכון שכולו אג"ח לחיסכון שבו 25% מניות, השווי הריאלי הצפוי גדל מ-149 ל-181 שקל. לעומת זאת, במקרה הגרוע ביותר השווי יורד מ-100 ל-85 שקל. אם נגדיל את מרכיב המניות ל-50% השווי יגדל ל-219 שקל, בעוד שבמקרה הגרוע ביותר הוא יורד ל-72 שקל. יש חוסכים שמוכנים לקבל סיכון להפסד של 28% תמורת הסיכוי להכפיל את ערך החיסכון.

חיסכון ל-30 שנה



בחיסכון של 30 שנה התמונה מתהפכת. במעבר מחיסכון ללא מניות כלל לחיסכון שמורכב מ-50% מניות השווי הריאלי הצפוי יגדל מ-181 ל-243 שקל, בעוד שהשווי הריאלי במקרה הגרוע ביותר יורד מ-100 שקל ל-97 שקל. אם החיסכון יהיה מורכב כולו ממניות, השווי הריאלי הצפוי של התיק יגדל ל-574 שקל, בעוד שבמקרה הגרוע ביותר הוא יירד רק ל-94 שקל.



התוצאות של מודל זה מאפשרות לבנות טבלה של חלוקת החיסכון בין מרכיב המניות למרכיב האג"ח, בהתאם לתקופת החיסכון המיועדת.

מרכיב המניות	תקופת החיסכון
0%	עד 10 שנים
25%-0%	10-20 שנה
100%-25%	20-30 שנה
100%	מעל 30 שנה

באמצעות טבלה זו ניתן להתאים את מבנה החיסכון למטרות הפיננסיות, כפי שיוצג בהמשך.

ד. תכנון החיסכון בגישת שכבות ההגנה:

כפי שנאמר כבר קודם, מומלץ להתייחס אל כלל החסכונות שלנו כאל שכבות הגנה שיאפשרו לנו להתמודד עם אתגרים פיננסיים בעתיד. המתודולוגיה של גישת שכבות ההגנה מוצגת להלן:

- א. קובעים מטרות לחסכון.
- ב. מגדירים איזה סכום נדרש להשגת כל מטרה.
- ג. מחלקים את החיסכון לשכבות על פי המטרות וסדרי העדיפויות.
- ד. מתייחסים בנפרד לכל שכבה ומתאימים אותה למטרה.

להלן אדגים כיצד משתמשים בגישת שכבות ההגנה לניהול סוגי החיסכון הנפוצים שעומדים לרשותנו: חסכון לפרישה, קרן השתלמות ותיק השקעות נזיל.

(1) חסכון לפרישה:

שכבת ההגנה הראשונה שנדרשת לרוב האנשים היא החיסכון לגיל פרישה. חיסכון זה מיועד לאפשר הכנסה שוטפת בעתיד, כאשר מפסיקים לעבוד. המטרה של חסכון זה היא הגדלת ערך (ראו טבלה בחלק א') – ככל שסכום החיסכון יהיה גבוה יותר ניתן יהיה לקבל קצבה עתידית גבוהה יותר. בנוסף לכך חיסכון זה הוא תחום בזמן; הוא מיועד להפוך לקצבה כאשר נגיע לגיל פרישה.

ניתן להשתמש בטבלה שהוצגה בסעיף ג-(3) כדי לקבוע את ההרכב הרצוי של החיסכון הפנסיוני, על פי המרחק שלנו מגיל הפרישה. למעשה קרנות הפנסיה כבר עושות זאת עבורנו ומציעות מסלולי חיסכון שמותאמים לגיל. מסלולים אלה מהווים בדרך כלל את ברירת המחזל של קרן הפנסיה, והם מתאפיינים בכך שמרכיב המניות הולך ומצטמצם ככל שעולה גילו של החוסך. לכן בחירה במסלול מותאם גיל מיתרת את הצורך להיות מעורב במבנה של החיסכון לפרישה.

עם כל זאת חשוב לזכור שלחיסכון לפרישה יש השפעה מהותית על שאר החסכונות שלנו. בדו"חות התקופתיים של קרנות הפנסיה ניתן לראות את סכום הקצבה שצפוי לנו, בהתאם לצבירת החיסכון עד כה (ללא הפקדות עתידיות). השאלה המהותית שנוגעת לשאר החסכונות שלנו היא האם גובה הקצבה הצפויה מספיק לשמירה על רמת החיים הרצויה לנו לאחר הפרישה. כפי שאראה בהמשך קביעת המטרות של החסכונות הנוספים תהיה תלויה בתשובה לשאלה זו.

(2) קרו השתלמות:

קרן השתלמות היא חסכון עם תנאי מיסוי מייטיבים, ומכיוון שהיא מאוד נפוצה היא מהווה אצל אנשים רבים את שכבת החיסכון השנייה. קרן השתלמות היא מוצר ייחודי מכיוון שניתן למשוך את הכספים בכל 6 שנים. מצד שני אין חובה לעשות זאת וניתן להשאיר את הכסף בקרן לתקופות ארוכות יותר, אפילו כמשלים לחיסכון לפרישה. הגדרת המטרות של קרן ההשתלמות תלויה בשאלה האם חיסכון זה מיועד להשלים את החיסכון לפרישה, או שהוא מיועד למטרות אחרות. בטבלה שלהלן מוצגות דוגמאות להגדרת מטרות של קרן השתלמות.

(הטבלה לקוחה ממדריך לסיוע בבחירת קרן השתלמות שמוצע באתר.)

מטרות	טווח החיסכון	רמת סיכון אפשרית
בכוונתנו למשוך את הכסף מיד כשהקרן תהפוך לנזילה	6 שנים	נמוכה מאוד
ייתכן ונרצה להשאיר את הקרן יותר מ- 6 שנים, אבל מצד שני היא איננה מיועדת לטווח ארוך.	6-12 שנים	נמוכה
ככלל החיסכון הוא לטווח ארוך, אבל ייתכן שנדדקק לכסף מתישהו במהלך התקופה.	12-24 שנים	בינונית
חסכון לטווח ארוך; חלק מהחיסכון הפנסיוני לחוסכים מתחת לגיל 40.	מעל 24 שנים	גבוהה

הטבלה מציגה מטרות אפשריות שונות לקרן ההשתלמות, שמהן נגזרים טווח החיסכון ורמת הסיכון שאפשר להסכים לה. מכיוון שקרן השתלמות ניתנת למשיכה כל 6 שנים, טווח החיסכון מוצג בכפולות של 6. שילוב של טבלה זו עם הטבלה שהוצגה בסעיף ג'- (3) מאפשר לקבוע את מרכיב המניות הרצוי בקרן ההשתלמות. בהתאם לכך אפשר לבחור קרן השתלמות שההתמחות שלה תואמת את המטרות שלנו. כך למשל לחוסך צעיר (פחות מגיל 40) שקרן ההשתלמות שלו מיועדת להשלמה של החיסכון לפרישה, כדאי לבחור בקרן השתלמות עם התמחות במניות. לעומת זאת לחוסך שמתעתד להשתמש בכספי הקרן מיד



כשהיא הופכת לנזילה (למשל לצורך רכישת דירה) עדיף לבחור בקרן השתלמות עם התמחות באג"ח מדינה בלבד.

(3) תיק השקעות:

תיק ההשקעות מהווה בדרך כלל את השכבה השלישית של החיסכון. בשונה משתי השכבות הקודמות זהו חסכון נזיל שניתן למימוש בכל עת. בדומה לקרן השתלמות, גם לתיק ההשקעות צריך להגדיר מטרות על מנת להחליט על הרכב מתאים. במידה ותיק ההשקעות הוא חלק מהחיסכון לפרישה, צריך להכיל עליו את אותם קריטריונים שהוצגו קודם. עם כל זאת במקרים רבים, קרן הפנסיה (בשילוב אפשרי עם קרן השתלמות) מספקת כבר שכבת הגנה מספיקה לפרישה. כאשר תיק ההשקעות איננו חלק מהחיסכון לפרישה ההתייחסות אליו צריכה להיות אחרת. בטבלה שהוצגה בחלק א' מוצגות שתי מטרות שעדיין לא התייחסנו אליהם:

- חסכון לזמן קצוב שמיועד לשמירת ערך (לדוגמה כסף שמיועד לרכישת דירה בעתיד);
- חסכון ללא מגבלת זמן שמיועד להגדלת ערך.

בחסכון שמיועד לשמירת ערך יש תאריך יעד שבו נזדקק לכסף, ולא ניתן לקחת סיכון של ירידת ערך. דוגמאות לכך הם חסכונות קצובים בזמן שמיועדים לרכישת דירה או לסיוע לילדים. חסכון כזה חייב להיות עם תנודתיות מאוד נמוכה, גם במחיר של תשואה נמוכה. ניתן כמובן להשאיר את הכסף במזומן (זוהי בהחלט אפשרות סבירה לטווחי זמן קצרים), או לבחור באפיק ההשקעה בעל התנודתיות הנמוכה ביותר שהוא אג"ח ממשלתי צמוד מדד.

מעבר למטרות שהוצגו עד כה נוצר לעתים חיסכון שאין לו ייעוד ספציפי, אבל ייתכן שנזדקק לחלק מהכסף בעתיד. לחסכון זה נקרא בשם חסכון ללא מגבלת זמן, והמטרה שלו באופן כללי היא הגדלת ערך (בכפוף להסתייגויות שאציג בהמשך). תיק השקעות נזיל הוא בדרך כלל המסלול שבו נמצא חיסכון מסוג זה.

ה. תכנון של תיק השקעות נזיל:

כיצד ניתן לקבוע את הרכבו של תיק השקעות, כאשר מצד אחד אין לו מגבלת זמן ומצד שני ייתכן שנזדקק לחלק מהכסף בעתיד? אנסה לענות על שאלה זו באמצעות גישת שכבות ההגנה. ניתן לחלק את תיק ההשקעות לשתי שכבות. השכבה הראשונה היא מעין "חיסכון ביטוחי" שנועד לענות על צורך בלתי צפוי בכסף. חלק זה יושקע רק באג"ח על מנת למזער את הסיכון של ירידת ערך. החלק השני של התיק, הוא כל מה שמעבר למה שנדרש לנו עבור צרכים בלתי צפויים. לחלק זה ניתן להתייחס כאל השקעה לטווח זמן ארוך שמיועדת לצבירת ערך, ולכן ניתן להשקיע אותו רק במניות.



אם אין לנו דרך להעריך כמה נדרש לנו עבור "חיסכון ביטוחי", ניתן לחלק את התיק בחלקים שווים בין מניות לאג"ח. חלוקה כזו משקפת את אי הידיעה שלנו לגבי טווח הזמן של החיסכון. במצבים שבהם צריך לתת משקל לשתי אפשרויות (אג"ח ומניות), כשכל אפשרות מייצגת דרישה אחרת מהחיסכון (חיסכון לזמן קצר או חיסכון ללא מגבלת זמן), חלוקה במשקלים שווים היא הפתרון האופטימלי.

לאחר שקבענו את החלוקה בין מניות לאג"ח נצטרך לקבל החלטה לגבי שיטת הניהול של התיק: ניהול אקטיבי או ניהול פסיבי.

(1) ניהול פסיבי מול אקטיבי:

לפני שנציג את השיקולים לגבי ניהול אקטיבי מול ניהול פסיבי, נגדיר ראשית למה הכוונה בכל סוג של ניהול.

ניהול אקטיבי של תיק השקעות מתייחס למעשה לשתי פעולות נפרדות:

a. בחירה סלקטיבית של ני"ע, מתוך הנחה שניתן להשיג באופן זה תשואה עודפת.

b. ניסיון לתזמן את השוק, כלומר למכור ני"ע כאשר מניחים שהמחירים צפויים

לרדת ולקנות ני"ע כאשר מניחים שהמחירים צפויים לעלות.

חשוב לציין שלא כל מי שעוסק בניהול אקטיבי נוקט בשתי השיטות. ישנם מנהלי השקעות שעוסקים בבחירה סלקטיבית של ני"ע, אבל לא מנסים לתזמן את השוק.

במקביל ישנם מנהלי השקעות שרוכשים קרנות סל שעוקבות אחרי מדדי מניות, אבל מנסים לתזמן את השוק באמצעות שיטות שונות.

המושג "ניהול פסיבי" מוגדר כשיטה שאיננה נוקטת באף אחת מהגישות הנ"ל. כלומר בניהול פסיבי נבנה תיק השקעות בגישת "קנה והחזק", כאשר הפעולות היחידות שננקטות בו מיועדות לאיזון מחדש של התיק (ראו חלק ו' להלן). כמוכן שתיק פסיבי יורכב מקרנות סל בלבד. עם כל זאת גם בין המצדדים בניהול פסיבי קיים ויכוח בין גישת תיק השוק לגישות שקלול אחרות שנופלות תחת הכותרת SMART BETA. בהמשך המדריך אסביר את ההבדל בין שתי הגישות האלה.

ההנחה של המצדדים בניהול אקטיבי היא שבאמצעות ניתוח ומומחיות ניתן לדעת מראש איזה ני"ע צפויים לעלות או לרדת ו/או מתי כדאי למכור או לקנות ני"ע. הנחה זו נבחנה במחקרים רבים ובדרך כלל נמצא שהיא איננה מתממשת במציאות. דוגמאות למחקרים אלה הוצגו באתר בסקירות שלהלן:

["האם כדאי להסתמך על המלצות של אנליסטים?"](#)

["קרנות גידור: המיתוס מול המציאות"](#)

["איך \(לא\) לבחור מניות"](#)

["כנגד כל הסיכויים"](#)

["מדוע המשקיעים מפגרים אחרי השוק?"](#)

["היזהרו ממומחים עם עודף בטחון עצמי..."](#)



דרך נוספת לבחון את האפקטיביות של ניהול אקטיבי היא באמצעות הקשר בין תשואות בעבר לתשואות בהווה. אם אכן יש למנהלי ההשקעות יכולת לבחור ני"ע באופן סלקטיבי ו/או לתזמן את השוק, היינו מצפים שמנהל השקעות טוב יצליח להשיג תשואות גבוהות באופן עקבי. אם לעומת זאת התשואות הגבוהות הן רק תוצאה של הימור מוצלח, לא צפוי שמנהל ההשקעות יצליח לשחזר את הצלחתו לאורך זמן.

באחת הסקירות שפרסמתי באתר ערכתי מספר השוואות בין תשואות בעבר לתשואות בהווה של מספר אפיקי ההשקעה מנוהלים. השוואות אלה הראו שברוב המקרים אין עקביות בתשואות:

"האם תשואות העבר רלוונטיות לבחירת מסלול השקעה?"

במקביל הצעתי גם מודל סטטיסטי פורמלי שמאפשר לבדוק האם יש קשר בין תשואות בעבר לתשואות בהווה, במספר אפיקי השקעה מנוהלים. מודל זה מוצג בסקירה שלהלן:
"האם תשואות עבר גבוהות מצביעות על ביצועים עדיפים גם בעתיד?"

להלן מוצגות המסקנות מהבדיקות שנערכו באמצעות מודל זה:

- a. ברוב אפיקי ההשקעה שנבדקו (4 מתוך 5) דירוג מנהלי ההשקעות לפי תשואות העבר לא היה מביא ערך למשקיעים בבחירת מנהלי השקעות שיצליחו גם בעתיד.
- b. חוסר הקשר בין הדירוג לפי התשואות בתקופה הראשונה לבין הדירוג המקביל בתקופה השנייה בלט במיוחד אצל מנהלי השקעות שעסקו בבחירת מניות. דבר זה עשוי להעיד על כך שהצלחה בבחירת מניות היא מקרית לחלוטין ואיננה משקפת כישרון או יכולת.
- c. באפיק של השקעה באג"ח חברות נמצאה אינדיקציה לקשר בין הדירוג בתקופה הראשונה לדירוג בתקופה השנייה. בכפוף לבדיקות נוספות ייתכן שבתחום זה התשואות הן תוצאה של יכולת וכישרון של מנהלי השקעות ולכן ביצועים עדיפים בעבר עשויים להצביע על ביצועים טובים יותר גם בעתיד.

בסופו של יום ההחלטה אם לבחור בניהול אקטיבי, ניהול פסיבי או שילוב בין שניהם היא אינדיבידואלית. לפיכך בהמשך המדריך מוצגות המלצות כיצד לבנות תיקי השקעות שמבוססים על הן על ניהול אקטיבי והן על ניהול פסיבי.

(2) ניהול אקטיבי באמצעות קרנות נאמנות:

חוסכים שמעוניינים בתיק השקעות בניהול אקטיבי, פונים בדרך כלל לאחד מבתי ההשקעות שינהל את התיק עבורם. אולם זאת לא בהכרח הדרך המיטבית לניהול אקטיבי של תיק השקעות. בתי השקעות מציעים בדרך כלל תיקי השקעות שמבוססים על קרנות הנאמנות שהם הנפיקו. גם אם בית ההשקעות רוכש ני"ע עבור תיק אינדיבידואלי, סביר להניח שאלה הם אותם ני"ע שנמצא בקרנות הנאמנות שלו.

לחליפין ניתן לרכוש את קרנות הנאמנות באופן עצמאי ולבחור בין קרנות נאמנות של מספר בתי השקעות, בהתאם לביצועים שלהם. כך ניתן למנף את יכולותיהם של בתי ההשקעות השונים, ובמקביל לבנות תיק השקעות בניהול אקטיבי שמתאים למטרות שלנו. שיטת הבנייה של תיק בניהול אקטיבי, שמורכב מקרנות נאמנות מוצגת להלן:

(באתר אנו מציעים שירות לבניית [תיק קרנות](#) על פי שיטה זו). בשלב הראשון צריך להחליט על החלוקה בין אג"ח למניות על פי השיקולים שהוצגו בתחילת סעיף זה.

בשלב השני צריך לבחור את קרנות הנאמנות שתיכללנה במרכיב האג"ח ובמרכיב המניות. על מנת לשמור על החלוקה בין מניות לאג"ח חשוב להקפיד על כך שהקרנות שנכללות במרכיב האג"ח יהיו בסיווג 0 (כלומר ללא מניות) והקרנות שנכללות במרכיב המניות יהיו בסיווג 4 (100% מניות). כמוכן חשוב לזכור שההתמחות של בתי ההשקעות הישראליים היא ברובה בני"ע ישראלים. לכן רצוי לבחור קרנות שתחומי ההתמחות שלהן הם אג"ח בארץ ומניות בארץ. בטבלה שלהלן מוצגת [דוגמה למבנה](#) כזה של תיק קרנות נאמנות. בחירת הקרנות הספציפיות בכל מרכיב (אג"ח או מניות) יכולה להיעשות על פי [דירוג הקרנות](#) שמוצג באתר, או לחליפין ניתן להיעזר [בקובץ נתוני קרנות נאמנות](#).

(3) ניהול פסיבי באמצעות קרנות סל:

שיטת הבנייה של תיק פסיבי שמורכב מקרנות סל מוצגת להלן: (באתר אנו מציעים שירות לבניית [תיק השקעות](#) על פי שיטה זו). גם בניהול פסיבי, בדומה לניהול אקטיבי, צריך בשלב הראשון להחליט על החלוקה בין אג"ח למניות על פי השיקולים שהוצגו בתחילת סעיף זה. לאחר שנקבעה החלוקה בין מרכיב המניות למרכיב האג"ח ניתן לבחור את קרנות הסל שיכללו בתוך כל מרכיב. בהמשך המדריך תוצג מתודולוגיה לבחירה של קרנות סל עבור כל אחד מהמרכיבים. מתודולוגיה זאת מיושמת [בתיקי ההשקעות הפסיביים שמוצעים באתר](#).

(3-א) מרכיב האג"ח בתיק השקעות פסיבי:

בהתאם למטרות שהוצגו בתחילתו של סעיף זה, מרכיב האג"ח בתיק ההשקעות אמור לשמש כמעין "חסכון ביטוחי" שמיועד להוצאות בלתי צפויות. לפיכך המטרה של מרכיב זה היא לשמר על ערכו באמצעות סיכון נמוך ככל האפשר. כאמור בחלק ג' שלעיל מקורות הסיכון בהשקעה באג"ח הם שינויים באינפלציה ובשערי הריבית, חדלות פירעון ושינויים בשערי מטבעות (כאשר האג"ח נקוב במטבע חוץ).

בסקירות שלהלן נבדקה ההתנהגות של סוגים שונים של אג"ח לאורך זמן:

"[מה ניתן לצפות מהשקעה באג"ח ממשלתי?](#)"

"[כמה תובנות לגבי מרכיב האג"ח בתיק ההשקעות שלנו?](#)"

"[האם כדאי להשקיע באג"ח חברות?](#)"

"[אג"ח חברות בישראל – יותר סיכון ופחות תשואה?](#)"



להלן תמצית המסקנות מסקירות אלה:

אג"ח ממשלתי ישראלי צמוד למדד – זהו אפיק ההשקעה עם הסיכון הנמוך ביותר. מכיוון שזהו אג"ח ממשלתי, הסיכון לחדלות פירעון הוא נמוך מאוד. ראוייה לציון העובדה שבכל ההיסטוריה של מדינת ישראל עד כה, ממשלת ישראל תמיד כיבדה את התחייבויותיה למחזיקי האג"ח שלה. ההצמדה למדד המחירים לצרכן מגינה על המשקיעים מפני שינויים באינפלציה ומקטינה את התנודתיות עקב שינויים בריבית. האג"ח נקוב בשקלים ולכן איננו חשוף לתנודתיות שנובעת משינויים בשער החליפין.

אג"ח חברות ישראלי צמוד למדד – בדומה לאפיק הקודם, גם אפיק השקעה זה נותן הגנה מלאה מפני הסיכון של אינפלציה ושל שינויים בשער החליפין. הסיכון הנוסף שלו הוא האפשרות לחדלות פירעון של החברה המנפיקה. על מנת לצמצם סיכון זה ההשקעה באג"ח חברות צמוד מדד צריכה להיעשות באמצעות קרן סל פסיבית שעוקבת אחרי מדד שכולל מספר אגרות חוב. השיקולים לבחירת קרן הסל צריכים לקחת בחשבון את מידת הפיזור (מספר אגרות החוב שנכללות במדד) ואת דירוג האשראי של החברות המנפיקות. בדיקות ארוכות טווח שמוצגות בסקירות הקודמות מראות שמדד אג"ח חברות צמוד הניב עודף תשואה קטן ביחס לאג"ח הממשלתי הצמוד.

אג"ח ממשלתי חו"ל מוגן אינפלציה - באופן עקרוני ניתן להסתפק בשני האפיקים הראשונים עבור מרכיב האג"ח בתיק השקעות פסיבי. אולם ניתן ליצור פיזור נוסף במרכיב האג"ח באמצעות הוספה של אג"ח מחו"ל. על מנת למנוע חשיפה גדולה מידי לתנודות בשערי חליפין, מרכיב האג"ח מחו"ל צריך להיות קטן. במקביל הראיתי [בסקירה קודמת באתר](#) שהסיכון מחשיפה למט"ח מתמתן כאשר יש פיזור בין-מטבעי. לכן עדיף שהאג"ח מחו"ל יהיה מפוזר על פני מספר מטבעות. אחד הפתרונות האפשריים הוא מדד של אג"ח ממשלתי חו"ל עם הגנה מאינפלציה. למדד כזה ישנם שני יתרונות: ראשית הוא מספק פיזור בין מטבעי ופיזור בין מדינות; שנית ההגנה מאינפלציה בכל מדינה מקטינה את התנודתיות של האג"ח.

(3-ב) מרכיב המניות בתיק השקעות פסיבי:

בחירת קרנות סל עבור מרכיב המניות צריכה להתבסס על ההיבט החשוב ביותר שמקטין את הסיכון בתיק - הפיזור. כפי שהוצג בחלק ג' שלעיל, פיזור רחב הוא אמצעי ההגנה היעיל ביותר כנגד הסיכונים השונים שכרוכים בהשקעה במניות. דרך פשוטה וקלה להשיג פיזור רחב היא באמצעות קרן סל שעוקבת אחרי מדד מניות עולמי. דוגמאות לקרנות כאלה מוצגות בסקירה שפרסמתי באתר:

"כל העולם כולו – בתעודת סל אחת"

עבור תיקי השקעות קטנים, קרן סל שעוקבת אחרי מדד מניות עולמי יכולה להיות הפתרון המיטבי להשגת פיזור רחב. אולם לקרנות אלה יש חסרון מובנה שקשור לאופן שבו נקבעים המשקלים של המרכיבים השונים בתוך מדד המניות. במדדי מניות רגילים נקבע



המשקל של כל חברה במדד על פי שווי השוק שלה. כאשר מחיר המניה של החברה עולה גדל גם שווי השוק שלה, ויחד אתו גדל גם משקלה במדד. כתוצאה מכך כאשר רוכשים קרן סל שעוקבת אחרי מדד שוק, ההשקעה מרוכזת במניות (היקרות) של החברות ששווי השוק שלהן הוא הגבוה ביותר. לעומת זאת, לחברות ששווי השוק שלהן נמוך (כלומר שמחירי המניות שלהן זולים) אין כמעט ייצוג בתיק ההשקעות. לתופעה זו יש השלכות הן על התשואות של התיק והן על מידת התנודתיות שלו. בסקירות שלהלן מוצגים מספר מחקרים אקדמיים שבדקו את מידת ההשפעה של שיטת קביעת המשקל (שקלול) על התשואה ועל הסיכון של תיקי השקעות:

["האם העשור האחרון היה באמת אבוד?"](#)

["אסטרטגיות לבניית תיק השקעות גלובלי"](#)

["הכל תלוי בשיטת השקלול"](#)

["כיצד משפיעה שיטת השקלול על תיק ההשקעות שלנו"](#)

המסקנה שעולה מכל המחקרים האלה היא שכדי להשיג פיזור אופטימלי על המשקיע לשלוט באופן יותר אקטיבי על המשקלים של הרכיבים השונים בתיק. השיטות השונות לקביעת משקלים שלא באמצעות שווי שוק מכונות בשם Smart Beta. חשוב להדגיש שגישת ה-Smart Beta נותנת ביצועים עדיפים כאשר מתקיימת תופעה אמפירית שזוהתה במחקרים רבים, שנקראת **התכנסות לממוצע**. תופעה זו מתבטאת בכך שבטווחי זמן ארוכים התשואות של מניות ממגזרים שונים וממדינות שונות נוטות להשתוות. ג'ון בוגל, המייסד של חברת ההשקעות VANGUARD, מתאר את ההתכנסות לממוצע באופן הבא:

"ההתכנסות לממוצע היא מעין 'כוח משיכה' שפועל על שוק המניות באופן מסתורי, וגורם לתשואות של אפיקי השקעה שונים להתכנס לאורך זמן מסביב לתשואה ממוצעת כלשהי. העובדה שחוק המשיכה האוניברסלי בא לידי ביטוי גם במחירי המניות, היא במובן מסוים נקמתו של סר אייזק ניוטון בוול סטריט."

לעומת זאת גישת "שווי השוק" הקלסית נותנת ביצועים עדיפים כאשר ישנו אפקט של **מומנטום**. גם אפקט המומנטום הוא תופעה אמפירית שנצפית לעתים קרובות בשוק המניות. היא באה לידי ביטוי בכך שמניות שהשיגו תשואה גבוהה עד כה, ממשיכות להשיג תשואה גבוהה מהממוצע גם מספר תקופות לאחר מכן. מכיוון שמלכתחילה קבענו שהשקעה במניות מתאימה רק לטווחי זמן ארוכים, שבהם יש הסתברות גבוהה להתכנסות לממוצע, גישת ה-Smart Beta היא הדרך העדיפה לתכנון מרכיב המניות בתיק ההשקעות. למרות שמה היומירני, גישת ה-Smart Beta איננה חייבת להיות מסובכת. ניתן לנהל לבד תיק השקעות שמבוסס על גישה זו. העיקרון של גישת ה-Smart Beta הוא קביעה שיפוטית של המשקלים של מרכיבי התיק השונים, ואיזון מחדש של התיק בכל תקופה על מנת לשמור על אותם משקלים. בכך היא נבדלת מהגישה הפסיבית הקלסית שמצדדת



בהשקעה במדדי שוק, שבהם משקלי הרכיבים במדד נקבעים באמצעות שווי השוק של החברות. בסקירה שלהלן מוצגת דוגמה פשוטה שממחישה כיצד עובדת השיטה: ["תיקי השקעות בגישת Smart Beta"](#).

להלן אדגים כיצד מיושמת גישת ה-Smart Beta [בתיקי ההשקעות הפסיביים שמוצעים באתר](#).

בשלב הראשון נקבעו שלושה ממדים, שבאמצעות האיזון ביניהם ניתן ליצור פיזור אופטימלי בתיק:

- א. איזון משקלים על בסיס גיאוגרפי.
- ב. איזון משקלים בין מניות ערך למניות צמיחה.
- ג. איזון משקלים בין חברות גדולות לחברות בינוניות וקטנות.

ממדים אלה נבחרו על סמך מחקרים שהראו שהמתאם ביניהם הוא נמוך. בכל אחד מהממדים הנ"ל נקבעו משקלים למרכיבים השונים, שאותם יש צורך לשמור.

איזון משקלים גיאוגרפי:

מחקרים מראים שקיימים הבדלים בהתנהגות של מחירי המניות באזורים גיאוגרפיים שונים. מספר מחקרים כאלה הוצגו בסקירות שלהלן: ["מה יכולים המשקיעים ללמוד מההיסטוריה?"](#) ["אסטרטגיות לבניית תיק השקעות גלובלי"](#)

על מנת ליצור פיזור גיאוגרפי בתיק הוגדרו שלושה אזורים כמפורט להלן:

- א. חברות מהשווקים המפותחים – 50%
- ב. חברות מהשווקים המתפתחים – 25%
- ג. חברות מישראל – 25%

חלוקה זו בין השווקים המפותחים לשווקים המתפתחים נקבעה על פי יחס התמ"ג בקבוצת 20 הכלכלות הגדולות ביותר בעולם.

בתוך השווקים המפותחים נקבע משקל לחברות מארה"ב - 30%, ומשקל לחברות משאר השווקים המפותחים - 20%.

החלוקה בין חברות מארה"ב לחברות משאר המדינות המפותחות נקבעה על פי המשקלים המקבילים במדד המניות העולמי ACWI.

התוספת של חברות מישראל כקטגוריה נפרדת נועדה לצמצם את החשיפה למט"ח.

איזון משקלים בין חברות ערך לחברות צמיחה:

חברות ערך מוגדרות כחברות רווחיות שעברו את שלב הצמיחה ונמצאות בשלב של יציבות בהכנסות וברווחיות שלהן. חברות אלה מתאפיינות במדדי ערך (מכפיל רווח ומכפיל הון) נמוכים ובתשואות דיבידנד גבוהות. חברות צמיחה מוגדרות כחברות שנמצאות בשלב של צמיחה מהירה בהכנסות, כאשר הרווחים שלהם בהווה עדיין נמוכים ביחס לציפיות של המשקיעים. חברות אלה מתאפיינות במדדי ערך (מכפיל רווח ומכפיל הון) גבוהים ובתשואות דיבידנד נמוכות. חלקן אף אינן מחלקות דיבידנדים בכלל.

מחקרים רבים עוסקים בהבדלים בתשואות בין חברות ערך לחברות צמיחה. מספר מחקרים כאלה הוצגו בסקירות שלהלן:

"האם יש ערך למניות ערך?"

"הצב והארנב"

המסקנה שעולה ממחקרים אלה היא שבטווחי זמן ארוכים מניות של חברות ערך הניבו תשואה עודפת ביחס למניות של חברות צמיחה (עודף תשואה זה מכונה גם "פרמיית הערך"). עם כל זאת נדרשת זהירות בהסקת מסקנות לגבי העתיד, מכיוון שהיו בעבר תקופות שבהן פרמיית הערך הייתה שלילית. פרמיית הערך היא כנראה עובדה קיימת, אולם השימוש בה צריך להיות מושכל ולהתבצע בשילוב עם פיזור רחב של תיק ההשקעות.

איזון משקלים בין חברות גדולות לחברות קטנות:

במדדי שוק רגילים אין כמעט ייצוג לחברות קטנות. מחקרים רבים הראו שהתשואות מהשקעה בחברות קטנות מתנהגות באופן שונה מהתשואות מהשקעה בחברות גדולות. דוגמאות לכך ניתן למצוא בסקירות הבאות:

"מדוע חשוב לנו מתאם נמוך?"

"כיצד משפיעה שיטת השקלול על תיק ההשקעות שלנו"

המסקנה ממחקרים אלה היא שרצוי ליצור בתיק ההשקעות גם ייצוג לחברות קטנות. ייצוג כזה מקטין את המתאם בין מרכיבי התיק ובכך מקטין גם את הסיכון.

האיחוד של שלושת הממדים הנ"ל מוצג בטבלה הבאה:

ישראל	שווקים מתפתחים	שווקים מפותחים אחרים	ארה"ב	
צמיחה	צמיחה	צמיחה	צמיחה	חברות גדולות
צמיחה	צמיחה	צמיחה	צמיחה	חברות קטנות
ערך	ערך	ערך	ערך	חברות גדולות
ערך	ערך	ערך	ערך	חברות קטנות



התאים בטבלה מייצגים 16 קטגוריות נפרדות, כאשר לכל קטגוריה צריך לבחור קרן סל מתאימה. כך למשל התא העליון בצד ימין מייצג את הקטגוריה חברות מארה"ב – חברות גדולות – חברות צמיחה. על בסיס טבלה זאת ניתן לבחור את קרן הסל שמתאימה לייצג כל קטגוריה, מתוך מגוון קרנות הסל שעומד לרשותנו. אולם כשבאים לבחור קרנות סל מייצגות לכל קטגוריה מתברר שישנם מספר אילוצים. ראשית מסתבר שלמרות המגוון הגדול שקיים לכאורה בקרנות הסל הישראליות, ישנן קטגוריות שאין להן קרן סל ישראלית מתאימה. על מנת ליצור ייצוג מתאים לכל קטגוריה צריך להרחיב את החיפוש גם לקרנות סל זרות, בעיקר לקרנות שנסחרות בארה"ב שם נמצא המבחר הגדול ביותר. יתרה מכך, גם כשבוחנים את כל קרנות הסל הזרות מסתבר שלא תמיד ניתן למצוא ייצוג מתאים לכל קטגוריה. לשם המחשה מוצגות בטבלה שלהלן הקטגוריות שנכללות בתיק שמורכב רק ממניות ומוצע במסגרת [תיקי ההשקעות הפסיביים שבאתר](#). הבחירה של הקטגוריות בתיק זה מבוססת על זמינותן של קרנות סל מתאימות לייצוג של כל קטגוריה. לשם המחשה מוצגים גם המשקלים שנקבעו לכל קטגוריה, אולם חשוב להדגיש שמשקלים אלה נקבעו באופן שיפוטי וניתן לקבוע גם שקלול אחר.

מניות	100.0%
שווקים מפותחים	50.0%
ארה"ב-גדולות-ערך	4.50%
ארה"ב-גדולות-צמיחה	4.50%
ארה"ב-קטנות-צמיחה	4.50%
ארה"ב-קטנות-ערך	4.50%
עולמי-ללא ארה"ב-גדולות-צמיחה	5.00%
עולמי-ללא ארה"ב-גדולות-ערך	5.00%
עולמי-גדולות-ענפי	6.25%
עולמי-גדולות-ענפי	6.25%
ארה"ב-בינוניות-צמיחה	4.50%
עולמי-ללא ארה"ב-קטנות-ערך	5.00%
שווקים מתפתחים	25.0%
מתעוררים-גדולות-כללי	6.25%
מתעוררים-גדולות-כללי	6.25%
מתעוררים-קטנות-ערך	6.25%
מתעוררים-גדולות-ערך	6.25%
ישראל	25.0%
ישראל-גדולות-ערך	8.00%
ישראל-קטנות-צמיחה	8.50%
ישראל-גדולות-כללי	8.50%

השקלול של הקטגוריות בתיק זה נוצר מהצלבה של הקטגוריות הרצויות, שהוצגו בטבלה הקודמת, עם האילוצים שנובעים מאי זמינותן של קרנות סל מתאימות. אחת הדרכים להתמודד עם אי הזמינות של קרנות סל מתאימות היא להשתמש בקרנות סל מגזריות. ישנם מגזרים ששייכים באופן מובהק לקטגוריית הערך או הצמיחה. כך למשל מגזר



הטכנולוגיה מורכב באופן מובהק מחברות צמיחה. לעומת זאת מגזרי הנדל"ן והפיננסים מורכבים באופן במובהק מחברות ערך. סיכום של המשקלים לפי קטגוריות ראשיות בתיק זה (שהוא כמובן דוגמה בלבד) מוצג בטבלה שלהלן:

סה"כ	ישראל	שוקים מתפתחים	שוקים מפותחים	
33.25%	8.50%		24.75%	צמיחה
45.75%	8.00%	12.50%	25.25%	ערך
21.00%	8.50%	12.50%		כללי
100%	25%	25%	50%	סה"כ
66.75%	16.50%	18.75%	31.50%	גדולות
33.25%	8.50%	6.25%	18.50%	קטנות
100%	25%	25%	50%	סה"כ

הטבלה ממחישה שבתיק זה יש ייצוג לכל קטגוריה, אולם קיימת הטיה לטובת חברות ערך וחברות גדולות.

1. ניהול ותחזוקה של תיק ההשקעות:

לאחר הרכבתו של תיק פסיבי בגישת "קנה והחזק" אין צורך לעשות בו שינויים, למעט במקרים נדירים שבהם קרן סל מסוימת מפסיקה להיסחר וצריך להחליף אותה. אולם גם תיק מסוג זה דורש תחזוקה תקופתית. כפי שהוצג קודם גישת ה-Smart Beta מבוססת על שמירה על משקלים קבועים. לשם כך יש לבצע מידי פעם איזון מחדש של התיק. האיזון מחדש מאלץ אותנו למכור את ני"ע שמחירים עלה, ולקנות במקומם ני"ע שמחירים ירד. לאיזון מחדש של תיק השקעות יש השפעה חיובית על תשואת התיק, כפי שמוצג בסקירות שלהלן:

"[תיק סולידי מידי עלול לפגוע בפנסיה שלכם...](#)"
"[ניהול אקטיבי של תיק פסיבי](#)"

על מנת להחליט כיצד לאזן את תיק ההשקעות צריך לבחון קודם מהן קרנות הסל שמרכיבות אותו. ככלל קרנות הסל מתחלקות לשני סוגים:

- 1) קרנות צוברות (Accumulating) – הקרן משקיעה בעצמה את תשלומי הדיבידנדים שמתקבלים מהחברות שבמניותיהן היא מחזיקה. באופן זה עולה הערך של כל יחידת השתתפות בקרן.
- 2) קרנות מחלקות (Distributing) - הקרן מעבירה למשקיעים את תשלומי הדיבידנדים שמתקבלים מהחברות שבמניותיהן היא מחזיקה. הדיבידנדים מועברים לחשבון העו"ש של המשקיע.



קרנות הסל הישראליות הן כולן קרנות צוברות, אולם בין קרנות הסל הזרות קיימים שני הסוגים הנ"ל. חשוב לשים לב שקרנות הסל האמריקאיות הן ברוב המקרים קרנות מחלקות.

לכאורה יש יתרון לקרן צוברת מכיוון שכאשר הדיבידנד מועבר למשקיעים הוא חייב בניכוי מס במקור, בעוד שכאשר הוא מושקע ע"י הקרן תשלום המס נדחה. אולם עבור המשקיע הישראלי הטבת מס זו קיימת רק בקרנות סל שמחזיקות בני"ע ישראלים. קרנות סל צוברות שמחזיקות בני"ע זרים אינן נהנות מיתרון זה. למעשה יש לקרנות אלה חסרון מסוים מבחינת מיסוי, כפי שמוסבר בסקירה שלהלן:
"מיסוי קרנות סל שמשקיעות בניירות ערך זרים"

בנוסף לכך אי הזמינות של קרנות סל מתאימות מביאה לכך שתיק השקעות שנבנה על פי המתודולוגיה שהוצגה לעיל יכלול גם קרנות סל שנסחרות בארה"ב, שהן כאמור קרנות מחלקות. בהנחה שאין למשקיע צורך בכספים אלה, ניתן להשתמש בהם על מנת לאזן את התיק. מחקרים הראו שהשקעה חוזרת של הדיבידנדים משפרת את התשואה של התיק, כפי שמוצג בסקירה שלהלן:

"רוצים להגדיל את התשואה? השקיעו את הדיבידנדים"

השיטה המוצעת לתחזוקה של תיק השקעות מבוססת על בחינה תקופתית של הרכב התיק ושימוש בדיבידנדים ששולמו לצורך ביצוע האיזון. לשם כך צריך לבחון את משקל הרכיבים הנוכחי בתיק ביחס למשקלם ההתחלתי, ולרכוש קרנות סל שמשקל הקטגוריה שלהם ירד. באופן זה אנחנו רוכשים רק את אותן קרנות סל שמחירן ירד ונמנעים מרכישת קרנות סל שמחירן עלה.

איזון התיק צריך להיעשות באופן מדורג. בשלב ראשון צריך לבחון את המשקלים של מרכיב המניות ומרכיב האג"ח ולראות אם יש צורך לאזן ביניהם. לאחר מכן צריך לבחון את המשקלים בתוך כל אחד מהמרכיבים. בטבלאות שלהלן מוצגת הדגמה לשיטת האיזון של תיק השקעות:

לפני איזון						
הפרש	מצב רצוי	מצב קיים	חלוקה רצויה	חלוקה קיימת	הפרש	מחיר
-47,251	323,344	370,595	35%	40.1%	35%	אג"ח צמוד ממשלתי
-2,698	230,960	233,658	25%	25.3%	25%	אג"ח צמוד קונצרני ישראלי
			0%		0%	אג"ח צמוד מט"ח
-49,949	554,303	604,252	60%	65.4%	60%	סה"כ אג"ח
2,704	92,384	89,680	10%	9.7%	10%	מניות ישראל
46,732	184,768	138,036	20%	14.9%	20%	מניות חו"ל מפותחות
21,716	92,384	70,668	10%	7.6%	10%	מניות חו"ל מתפתחות
71,151	369,536	298,384	40%	32.3%	40%	סה"כ מניות
-21,202	0	21,202		2.3%		מזומן
0	923,839	923,839	100%	100.0%	100%	סה"כ



הטבלה הראשונה מציגה את מצב התיק לפני האיזון. הטור "חלוקה רצויה" מציג את משקלי התיק המקוריים. התיק המקורי חולק ל- 60% אג"ח ו- 40% מניות. מרכיב האג"ח חולק בין אג"ח ממשלת ישראל צמוד (35%) ואג"ח חברות ישראל צמוד (25%). מרכיב המניות חולק לשלוש קטגוריות: מניות ישראל (10%), מניות חו"ל מפותחות (20%) ומניות חו"ל מתפתחות (10%).

הטור "מצב קיים" מציג את מבנה התיק בנקודת הזמן שבה רוצים לבצע את האיזון. חשוב לשים לב שבתיק ישנה יתרת מזומן בסך של כ- 21 אלף ₪. יתרת מזומן זו נבעה מתשלומי הדיבידנדים שהתקבלו מקרנות הסל הזרות בתוספת כ- 10 אלפים ₪ שהמשקיע רצה להוסיף לתיק.

בעקבות השינויים היחסיים במחירי ני"ע, חלו שינויים במשקלי המרכיבים בתיק. מרכיב האג"ח גדל לכ- 65% ובמקביל מרכיב המניות הצטמצם לכ- 32% (האחוזים אינם מסתכמים ל- 100% בגלל יתרת המזומן בתיק). הגידול במרכיב האג"ח נבע בעיקר מאג"ח ממשלת ישראל צמוד (עליה מ- 35% ל- 40%); הירידה במרכיב המניות נבעה בעיקר ממניות חו"ל מפותחות (ירידה מ- 20% ל- 15%).

הטור "מצב רצוי" מציג את מבנה התיק שמשקף את החלוקה המקורית בין המרכיבים. הטור "הפרש" מציג את הפעולות שנדרשות על מנת להביא את התיק בחזרה למצב הרצוי. על מנת לבצע איזון מלא של התיק על המשקיע למכור אג"ח בהיקף של כ- 50 אלף ₪ ולהשתמש במזומן שיתקבל בתוספת יתרת המזומן שהצטברה בחשבון, על מנת לרכוש מניות בהיקף של כ- 71 ₪.

אולם ניתן לבצע גם איזון חלקי של התיק תוך שימוש ביתרת המזומן בלבד, ללא מכירה של ני"ע. דרך זו מוצגת בטבלה הבאה:

לאחר איזון						
הפרש	מצב לאחר איזון		מצב לפני איזון		חלוקה רצויה	
0	40.1%	370,595	40.1%	370,595	35%	אג"ח צמוד ממשלתי
0	25.3%	233,658	25.3%	233,658	25%	אג"ח צמוד קונצרני ישראלי
0		0			0%	אג"ח צמוד מט"ח
0	65.4%	604,252	65.4%	604,252	60%	סה"כ אג"ח
0	9.7%	89,680	9.7%	89,680	10%	מניות ישראלי
21,202	17.2%	159,239	14.9%	138,036	20%	מניות חו"ל מפותחות
0	7.6%	70,668	7.6%	70,668	10%	מניות חו"ל מתפתחות
21,202	34.6%	319,586	32.3%	298,384	40%	סה"כ מניות
-21,202	0.0%	0	2.3%	21,202		מזומן
0	100.0%	923,839	100.0%	923,839	100%	סה"כ

באמצעות השקעה מחדש של תשלומי הדיבידנדים וההפקדה הנוספת שנעשתה לתיק, ניתן לקרב בהדרגה את הרכב התיק למצב הרצוי לנו. נשתמש ביתרת המזומן לרכישת הרכיב שהירידה בו הייתה הגדולה ביותר – מניות חו"ל מפותחות. כתוצאה מכך משקל המניות עולה לכ- 35% ומתקרב למשקל הרצוי.



ישנם שני יתרונות להימנעות ממכירת ני"ע, ושימוש רק ביתרות המזומן לאיזון חלקי של התיק:
ראשית מכירת ני"ע גוררת בעקבותיה תשלום מידי של מס על רווח ההון; הימנעות ממכירה מאפשרת לדחות את תשלום המס.
שנית מכירת ני"ע כרוכה בתשלום עמלות; באמצעות הימנעות ממכירה ניתן לחסוך את אותן עמלות.

ז. סיכום:

הגישה המקובלת לגבי תיקי השקעות היא להפקיד את הכסף בידי מנהל השקעות, בתקווה שהוא יצליח להניב עבורנו את התשואה הגבוהה ביותר. ההנחה היא שמנהלי ההשקעות יודעים מה הם עושים ולכן אין צורך במעורבות שלנו בנוגע לניהול התיק. במדריך זה מוצגת גישה שונה:
תיק ההשקעות שלנו צריך לשרת את המטרות הפיננסיות שהגדרנו לו, תוך חשיפה מבוקרת לסיכון. בין אם בוחרים בניהול אקטיבי או בניהול פסיבי, יש צורך להגדיר את מטרות התיק, מתוך ראייה כוללת של שאר החסכונות שלנו. לאחר מכן יש להתאים את מבנה תיק ההשקעות למטרות שהגדרנו, ולדאוג שהתאמה זו תישמר לאורך זמן.