

אלפא, בטא ומה שביניהן

השגת "אלפא" - המוגדרת כתשואה עודפת על תשואת מדדי השוק ("בטא") - היא משימתם המרכזית של העוסקים בניהול השקעות ובחירת מניות. אבל איך בכלל נמדדת אלפא והיכן אפשר למצוא אותה? הנה כמה רעיונות ◀ **אלי מלכי**

דוגמה נוספת היא קרן פסגות מניות יש-ראל, שגם היא מסווגת בהתמחות "מניות בא-רץ כללי". ערכה של הבטא לקרן זו הוא 0.91, מה שמצביע על כך שהקרן רפנסטיבית ביחס למדד ת"א 100.

התרשים ממחיש שלקרון פסגות מניות ישראל היתה אלפא חיובית (הגרף חותך את הציר האנכי מעל לאפס), עם 0.23%, שמשי-מעו במונחים שנתיים 2.8%. דמי הניהול של הקרן היו 2.6%, ולפיכך הקרן יצרה למשקיעים תוספת ערך ברוטו של 5.4%, שקוויזוה בחלקה על ידי דמי הניהול שגבתה הקרן. הטבלה (בתחתית העמוד) מציגה את החישוב של בטא ואלפא לשתי הקרנות שהזכרתי ולי-קרן נוספת - מיטב מניות, שגם מסווגת בהתמחות "מניות בארץ כללי".

ראינו כבר שקרן מגדל מניות היא אגרסיבית במקצת (בטא שווה ל-1.05) וכן שיש לה אלפא שלילית, גם לאחר שהובאו בחשבון דמי הניהול. לעומתה, קרן פסגות מניות ישראל היא רפנסטיבית (בטא שווה ל-0.91) ויש לה אלפא חיובית גם לאחר קיוונו של דמי הניהול. ערכה של הבטא של קרן מי-טב מניות שווה 1.02, כלומר הסיכון שלה כמעט זהה לסיכון של מדד ת"א 100. ערכה של אלפא של קרן זו הוא -1.4%, ואולם ערך שלילי זה נובע במלואו מדמי ניהול של 3.5%. ללא דמי הניהול היתה לקרן של מיטב אלפא חיובית.

המסקנות למשקיעים

משקיעים בקרנות נאמנות מחפשים מנהל קרן שיכול לייצר עבורם אלפא חיובית. ואולם חישוב האלפא מורכב ודורש שימוש בטכניקות סטטיסטיות שאינן זמינות לרוב המשקיעים.

מתברר שיש שיטת מדידה פשוטה בהרבה שנותנת תוצאה זהה לחישוב אלפא. זהו מדד שנקרא "תשואה יחסית מותאמת לסיכון" ומחושב באמצעות ההפרש שבין יחס שארפ של קרן הנאמנות ליחס שארפ של אמת המידה (Benchmark) לקרן. כשיחס זה גדול מ-0, הקרן מוסיפה ערך למשקיעים, ולהפך כשהוא קטן מ-0.

באופן אחר, ניתן לחשב את מדד שארפ היחסי, שהוא היחס שבין יחס שארפ של הקרן ליחס שארפ של אמת המידה. כשמדד שארפ היחסי גדול מ-1, הקרן מוסיפה ערך למשקיעים, ולהפך כשהוא קטן מ-1. חישוב של מדדי שארפ היחסיים לכל אחת מהקר-

התשואה הצפויה של הקרן תהיה גבוהה יותר מתשואת המדד. באופן דומה, קרן כזאת תורגדרפנסטיבית - הסיכון שלה נמוך מהסיכון במדד, ובמקביל התשואות שלה צפויות להיות נמוכות יותר.

ערכה של בטא של קרן מגדל מניות מיקוד 30 הוא 1.05, כלומר הקרן אגרסיבית במקצת ביחס למדד ת"א 100.

להשיג תשואה גבוהה מדמי הניהול

אלפא היא עודף התשואה של הקרן שאינו תלוי ברמת הסיכון בה, והיא נמדדת באמצעות נקודת החיתוך של קו הרגרסיה עם הציר האנכי. קרן נאמנות יכולה להניב תשואות גבוהות יותר באמצעות לקיחת סיכונים גבוהים יותר, ואולם הדבר אינו דורש כישורים ויכולות מיוחדות. אלפא מודדת את יכור לתו המקצועית של מנהל ההשקעות לייצר למשקיעים תשואה עודפת, ללא תלות ברמת הסיכון של הקרן.

אם אין לקרן דמי ניהול, האלפא תהיה חיובית (קו הרגרסיה יחתוך את הציר האנכי מעל האפס), ולמנהל הקרן יש יכולת לייצר תשואה עודפת ביחס למדד ההשוואה של הקרן. כמובן שבעולם האמיתי יש לקרנות דמי ניהול, ולכן כדי שאלפא תהיה חיובית, מנהל הקרן צריך לייצר אלפא גדולה מדמי הניהול. כדי לבחון מה היתה אלפא של קרן מגדל מניות מיקוד 30, נסתכל על התרשים של נקודת החיתוך עם הציר האנכי. הגרף ממחיש כי לקרן של מגדל היתה אלפא שלילית (נקודת החיתוך מתחת לאפס). חישוב מדויק יותר מראה שערכה של האלפא היה -0.26%, שמשמעותו במונחים שנתיים 3.1%. מכיוון שדמי הניהול של הקרן היו 2.5%, ערכה של האלפא מצביע על כך שהקרן לא הצליחה לייצר למשקיעים תשואה עודפת ביחס למדד ת"א 100.

נתוני אלפא ובטא של קרנות נבחרות

שם הקרן	בטא	אלפא חודשי	אלפא שנתי	דמי ניהול	אלפא ללא דמי ניהול	מדד שארפ יחסי
מגדל מניות מיקוד 30	1.05	-0.26%	-3.1%	2.5%	-0.6%	0.36
פסגות מניות ישראל	0.91	0.23%	2.8%	2.6%	5.4%	1.32
מיטב מניות	1.02	-0.12%	-1.4%	3.5%	2.1%	0.64

כל משקיע שעוסק בבחירת מניות ולא מסתפק בתישואת השוק מחפש את אלפא - כך טוען אתר אינטרנט פופולרי שעוסק בבחירת מניות ונקרא "Alpha Seeking". מחי אותה אלפא נכספת שכל כך הרבה משקיעים מחפשים? המונח אלפא הוצג לראשונה ב-1968 על ידי הכלכלן מייקל ג'נסן. זהו מדד כמותי ליכולתם של מנהלי קרנות נאמנות להפיק תשואה עודפת על מדד השוק. כדי להמחיש את שיטת החישוב של אלפא, ניקח לדוגמה את התרשים שמציג את התשואות החודשיות של קרן מגדל מניות מיקוד כללי 30 (התמחות מניות בארץ כללי), ביחס לתשואות המדיקבילות של מדד ת"א 100.

הגרף נבנה באופן הבא: ראשית חושבו תשואות חודשיות עודפות של ת"א 100 ושל הקרן בשש השנים שבין פברואר 2005 לפברואר 2011. תשואה עודפת מוגדרת כהפרש שבין תשואת המדד או הקרן לבין התשואה של נכס חסר סיכון, או במקרה שלנו, מלווה קצר מועד (מק"מ) של בנק ישראל. כל נקודה על הגרף מייצגת תשואה חודשית עודפת של ת"א 100 (על הציר האופקי) ותשואה חודשית עודפת מקבילה של הקרן (על הציר האנכי). השיפוע של קו המגמה (שנקרא בשפה המקצועית קו רגרסיה) מציין את רמת הסיכון של הקרן ביחס למדד ת"א 100 ונקרא בטא. בטא גדולה מ-1 משמעה שבתקופה שהמדד עולה, התשואה הצפויה של הקרן תהיה גבוהה יותר מתשואת המדד; לעומת זאת, כשהמדד יורד, התשואה הצפויה של הקרן תהיה נמוכה יותר מתשואת המדד. קרן כזו מוגדרת אגרסיבית - הסיכון שלה גבוה מהסיכון של המדד, ובמדיקביל היא צפויה להניב תשואות גבוהות יותר ממנו.

בטא קטנה מ-1 משמעה שכשהמדד עולה התשואה הצפויה של הקרן תהיה נמוכה יותר מתשואת המדד; לעומת זאת, כשהמדד יורד,

קרן נאמנות יכולה להניב תשואות גבוהות יותר באמצעות לקיחת סיכונים גבוהים יותר, ואולם הדבר אינו דורש כישורים ויכולות מיוחדות. אלפא מודדת את יכולתו המקצועית של מנהל ההשקעות לייצר תשואה עודפת, ללא תלות ברמת הסיכון של הקרן



השאיפה: להוביל גם בביטוחי הבריאות

תחום: ביטוח ופיננסים הנפקה: 1997
משרדי הנהלה: פתח תקווה מנכ"ל:
 יונל כהן **מספר עובדים:** כ-3,900 נכסים
מנהלים: 134 מיליארד שקל הכנסות
בארבעת הרבעונים האחרונים: 16.3
 מיליארד שקל רווח כולל בארבעת
הרבעונים האחרונים: 809 מיליון שקל
רווח נקי בארבעת הרבעונים האחרונים:
 781 מיליון שקל **שווי שוק:** 6.2 מיליארד
 שקל **מחיר מניה:** 6.1 שקל



תצלום: אמיר סלון

יונל כהן

כשנמצאים בפסגה, האוויר דליל. כך גם בדרך כלל הפוטנציאל הטמון בחברות גדולות ומובילות כמו מגדל, קבוצת הביטוח הגדולה בישראל. מגדל היא בעלת הכנסות שנתיות של יותר מ-16 מיליארד שקל ומנהלת נכסים בהיקף של 134 מיליארד שקל. החברה היא חלק מהשקעה אסטרטגית של ענקית הביטוח הבינלאומית ג'נרלי, שמחזיקה בכ-70% ממונה, וככזו היא נהנית מוגב מבטיח ומיציבות במבנה הבעלות. ג'נרלי נכנסה להשקעה במגדל עם היווסדה לפני יותר מ-70 שנה. מגדל היא החברה היחידה בענף הביטוח בישראל שאין לה חובות והון שלה מורכב כולו מהון ראשוני. אפשרויות גיוס ההון שלה, אם תרצה בכך בעתיד, הן נרחבות. למגדל עודפי הון של כמיליארד שקל, ואנליסטים מעריכים כי חלק גדול מהם יחולק כדיווידנדים. ב-2010 חילקה מגדל דיווידנד מצטבר של 390 מיליון שקל (תשואת דיווידנד של 6%).

מגדל מובילה בישראל את ענף ביטוחי החיים וגובה בו פרמיות שנתיות בהיקף של יותר מ-6 מיליארד שקל. בתחום ניהול קרנות הפנסיה, הנחשב למנוע הצמיחה של ענף החיסכון ארוך הטווח, מגדל היא השנייה בגודלה ומנהלת נכסים בהיקף של 23.3 מיליארד שקל. מדי חודש זורמות לפעילות הפנסיה של מגדל הפקדות חדשות בהיקפים של יותר מ-300 מיליון שקל, כשהיקף המשיכות הוא נמוך ומסתכם מדי חודש בעשרות מיליוני שקלים. הפעילות של מגדל בתחום הביטוחים האלמנטריים (כמו ביטוחי דירה או רכב) וביטוחי הבריאות מצומצמת יחסית. בתחום הביטוח האלמנטרי מגדל היא חמישית בענף, ובתחום ביטוחי הבריאות היא רביעית מבחינת היקף הכנסות. בשנתיים האחרונות מתכוננים במגדל לקראת התרחבות בתחומים אלה. בחודשים הקרובים צפויה מגדל להשלים רכישה של חברת ביטוח חקלאי הפעילה בתחום הביטוח האלמנטרי בקרב מושבים וקיבוצים, כתשתית להרחבת הפעילות. במהלך 2011 מתכננת מגדל להתמודד במכרז של קופת חולים כללית, הנחשב לגדול ביותר בתחום ביטוחי הבריאות. מגדל מקווה להרחיב את פעילותה בתחומים אלה גם באמצעות 1.6 מיליון לקוחותיה, שלהם היא תציע מוצרים נוספים בתחום הביטוח הכללי וביטוחי הבריאות. מנגד, תלויה מגדל, בדומה לענף הביטוח כולו, במצב שוק ההון – ולכן, בתקופה של ירידות רווחיה נפגעים.

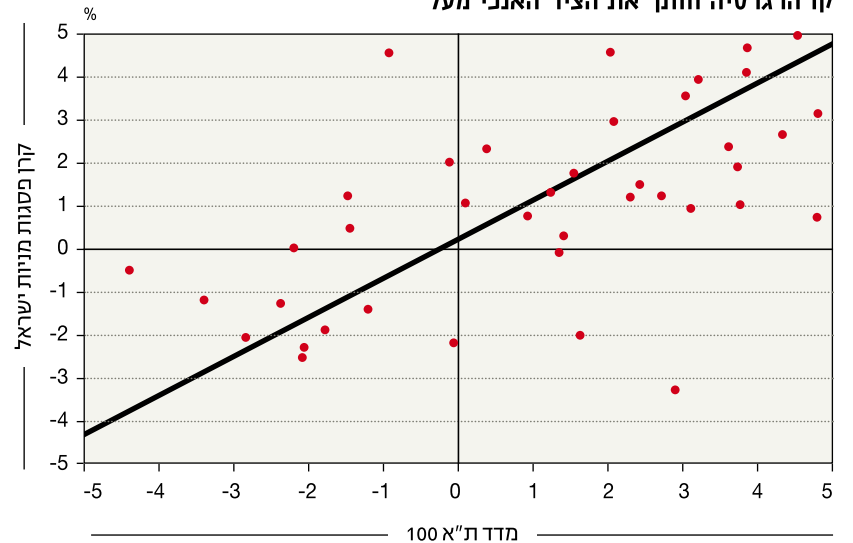
מלבד פעילויות הביטוח והחיסכון ארוך הטווח מנהלת מגדל פעילות פיננסים מגוונת תחת בית ההשקעות מגדל שוקי הון. מניית מגדל נסחרת בשווי שוק של 6.2 מיליארד שקל ובמכפיל רווח 8, הנמוך בענף הביטוח. נועם בר

המכפיל הנמוך בענף הביטוח



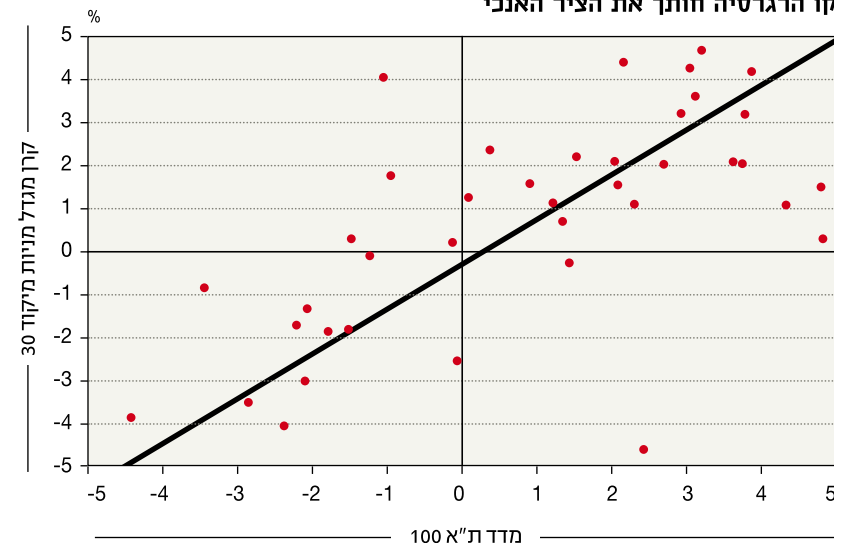
דוגמה לקרן נאמנות עם אלפא חיובית

קו הרגרסיה חותך את הציר האנכי מעל



דוגמה לקרן נאמנות עם אלפא שלילית

קו הרגרסיה חותך את הציר האנכי



נות ממחיש את ההתאמה ביניהם לבין הערכים של אלפא.

משקיעים בקרנות מחפשים מנהל שיכול לייצר אלפא חיובית. ואולם חישבו האלפא דורש שימוש בסטטיסטיקה גבוהה שאינה זמינה לכולם

מדד שארפ היחסי של הקרנות של מגדל ומיטב, שלהן היתה אלפא שלילית, הוא קטן מ-1. לעומת זאת, מדד שארפ היחסי של הקרן של פסגות, שלה היתה אלפא חיובית, הוא גדול מ-1. לפיכך, משקיעים שמחפשים את האלפא יכולים למצוא אותה באמצעות מדד שארפ יחסי, שחישבו פשוט וקל יחסית.

הכותב הוא יועץ כלכלי ועורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ני"ע או ייעוץ השקעות