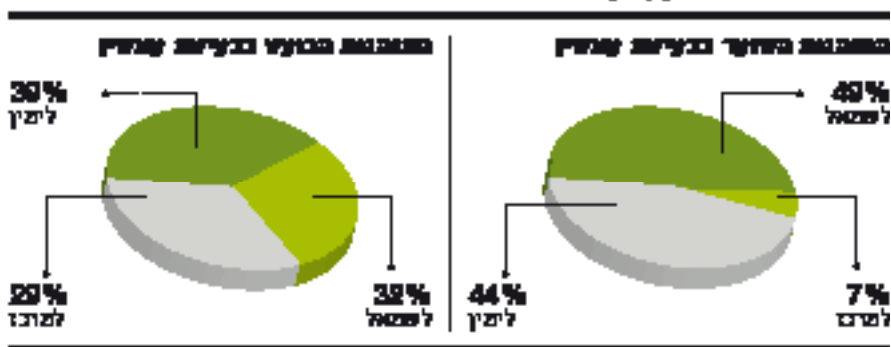




לפעמים ההחלטה הטובה ביותר היא לא לעשות דבר

מחקר שבדק את אופן קבלת החלטות בתנאי אי-ודאות אצל שוערי כדורגל גילה כי הצורך לנקוט פעולה עשוי לפגוע בתוצאות. המסקנות תקפות גם בעולם ההשקעות

בועטים לימין, קופצים לשמאל



ומרכז השער) כווננו בערך כשליש מהבעיטות. ואולם כשבוחנים את ההחלטות שקיבלו השוערים, ניתן לראות שבכ-94% מהמקרים הם בחרו לזנק לצד ימין או לצד שמאל, ורק ב-6% מהמקרים הם בחרו להישאר במרכז השער. זהו פער מאוד גדול – במיוחד לאור העובדה שמי דובר בשוערי כדורגל מנוסים שאמורים להכיר את השכיחות של כיווני הבעיטות. האם ההחלטה של רוב השוערים לזנק לא-חד הצדדים הצדיקה את עצמה? כדי להשיב על שאלה זו בחנו החוקרים את מידת ההצלחה בעצירת בעיטות העונשין. מתברר כי השוערים הצליחו לעצור רק 42 בעיטות עונשין – 14.7% מסך הבעיטות שנבחנו. בנוסף, לא נמצא קשר משמעותי בין כיוון הבעיטה לסיכויי העצירה שלה. הסיכוי לעצירה היה דומה מאוד בין אם הבעיטה נבעטה למרכז השער, לשמאל או לימין. ואולם כשבחנו שיעורי ההצלחה ביחס

עשויה להיות השפעה גם על עתיד הקבוצה ועל עתידו המקצועי של השוער בטווח הארוך. לפי המחקר, הזמן שחולף מרגע הבעיטה ועד שהכדור מגיע לשער הוא 3-2 עשיריות השנייה, כך שלשוער אין אפשרות לבחון את מעוף הכדור: עליו לבחור מראש לאיזה כיוון הוא יזנק. למעשה, כל שוער מקצועי ומנוסה התמודד כבר עשרות אם לא מאות פעמים עם בעיטות עונשין כאלה, ואמור היה לגבש לעצמו אסטרטגיית תגובה מתאימה לסיטואציה. במחקר בחנו החוקרים 286 בעיטות עונשין מתועדות, ממשחקים של קבוצות צמרת. לגבי כל אחת מבעיטות העונשין התבקש צוות של שלושה שופטי כדורגל מומחים לקבוע לאיזה כיוון נבעט הכדור (שמאל, ימין או מרכז) ולאיזה כיוון יזנק השוער (שמאל, ימין או מרכז). התוצאות היו מפתיעות. ראשית, התברר שלא היו הבדלים משמעותיים בין כיווני הבעיטות: לכל אחד מהכיוונים (שמאל, ימין

התרבות העסקית בעולם המערבי מעודדת אותנו לעשייה. הסברה המקובלת אומרת שעידיף לנו לזנוח ולנסות דברים חדשים מאשר לחשוש מטעויות. ואולם גישה זו, שניתן כי היא נכונה לגבי פיתוח מוצרים חדשים, אינה בהכרח מתאימה לתחום ההשקעות. לקראת סוף 2008, כשהבורסות בכל העולם ירדו בחדות, המליצו מומחים רבים להקטין את החשיפה למניות ולאג"ח קונצרניות עקב המיתון המתקרב, על אף שמחיריהן של מניות רבות כבר צנחו ב-80%-90%. בדיוק התברר כי מי שיצא בשפל רשם את ההפסדים הכבדים ביותר, מכיוון שלא נהנה מהעליות שנרשמו במחצית הראשונה של 2009, וקיזוז חלק ניכר מההפסדים.

מחקר שפירסמו לפני כמה שנים חוקרים ישראלים עשוי לתת מושג נוסף מדוע קיימת בנוטייה לפעול במצבים של אי-ודאות. המחקר, שערך באוניברסיטת באר שבע על ידי מיכאל בר-אלי ועופר עזר, נקרא "פעולות והטיות בקרב שוערים מול בעיטות עונשין מ-11 מטר" (Action bias among elite soccer goalkeepers: The case of penalty kicks).

חובה "לעשות משהו"

החוקרים בדקו סיטואציה ידועה במשחקי כדורגל: בעיטות עונשין מ-11 מטר. בעיטת העונשין מספקת לחוקרים מעבדה "טבעית" לבחינת הבחירה שעושה השוער בתנאים של אי-ודאות. סיטואציה זו היא ייחודית בזכות כמה גורמים: ברוב המקרים בעיטת העונשין מסתיימת בהבקעת שער ולעתים קרובות יש לה השפעה מכרעת על תוצאת המשחק; בנוסף, לתוצאת הבעיטה



מחקר שווקים
אלי מלכי



רובין ואן פרסי מארסנל בועט לעבר שוער מנצ'סטר אדווין ואן דר סאר. תוצאה שלילית תיחשב לגרועה יותר אם השוער לא נקט פעולה כדי למנוע אותה

על אף שהבחירה
ההגיונית היא
להישאר במרכז
השער, 94%
מהשוערים בחרו
לזנק לאחד
הצדדים וכך
הקטינו את
סיכוייהם לעצור
את הכדור

עדיף להישאר במרכז

	לשחאל	כיוון הקפיצה			כיוון הנטייה
		למרכז	לימין	לשמאל	
לשחאל	0%	0%	29.6%	0%	↑
למרכז	3.2%	60.0%	9.8%	0%	
לימין	25.4%	0%	0%	14.2%	
סה"כ	12.6%	33.3%	0%	14.2%	

קשה לבוא אלינו בטענות. מנגד, הניסיון מלמד שבשוקי המניות קיימת תופעה של "חזרה לממוצע" (Mean Reversion). לאחר תקופה של ירידות חריפות באות עליות, ולאחר עליות תמיד מגיעות ירידות. בנוסף, ההיסטוריה מלמדת אותנו שלאורך זמן המניות נותנות תשואה עורפת ביחס לאג"ח. בנג'מין גרהם, המורה והמנטור של המשיקיע קיע האגדי וורן באפט, כתב בספרו "המשקיע האינטליגנטי" לפני יותר מ-35 שנים את הדברים הבאים: "המשקיע לא יטעה הרבה אם יאמץ כלל פשוט שאומר: לעולם לא לקנות מניות מיד לאחר שמחירן עלה באופן ניכר או למכור מניות מיד לאחר שמחירן ירד באופן ניכר". חשוב לזכור שכולנו חשופים להטיית הפי עולה, ולכן כדאי תמיד לבחון את ההחלטות או ההמלצות שלנו ולוודא שהן נובעות מניתוח רציונלי של העובדות, ולא מהטיה נפשית שנובעת מחוסר ודאות ומלחץ נפשי. הכותב הוא עורך האתר INBEST

שנתפש כשלילי מבחינתנו, גם כשהנחיות הרציונלי אומר לנו שעדיף לא לעשות דבר.

בעיטת עונשין למשקיע

האם ניתן ללמוד מהמחקר על פעולותיהם של משקיעים בשוק יורד? ייתכן מאוד שכן. בשוק שסובל מפילה חזקה נוצר אצל המשיקיע לחץ נפשי "לעשות משהו". יש אי-ודאות גדולה לגבי כיוון השוק, ועל המשקיע לקבל החלטות שעשויות להיות בעלות השפעה מכרעת על עתידו. גם היועץ, שמנסה לעזור למשקיע לקבל החלטה מושכלת, חשוף להטיית הפעולה. המלצה שלא לעשות דבר עשויה להתפרש כחוסר מקצועיות מצדו, בעוד שעל המלצה שגויה תמיד ניתן להגן בטענה שאיננו יכולים לצפות את כיוון השוק. נקיטת פעולת חירום (כמו חיסול תיק המניות) גורמת לתחושה שלפחות ניסינו לעשות משהו, וגם אם יתברר שפעולה זו לא הניבה תוצאה מוצלחת יהיה

לכיוון הזינוק של השוער, התברר שהסיכוי להצלחה בעצירת בעיטות עונשין היה הגבוה ביותר דווקא כשהשוערים העדיפו להישאר במרכז השער ולכאורה לא לעשות דבר. בכל מצב אחר – זינוק לימין או זינוק לשמאל – הסיכויים לעצור את בעיטת העונשין פחתו באופן משמעותי. כלומר, על אף שהבחירה ההגיונית של שוער מנוסה היתה צריכה להיות להישאר במרכז השער ולא לעשות דבר, 94% מתוכם העדיפו לנקוט פעולה וזינוק לצד ימין או שמאל של השער, ועל ידי כך הקטינו את סיכוייהם לעצור את הכדור. מדוע?

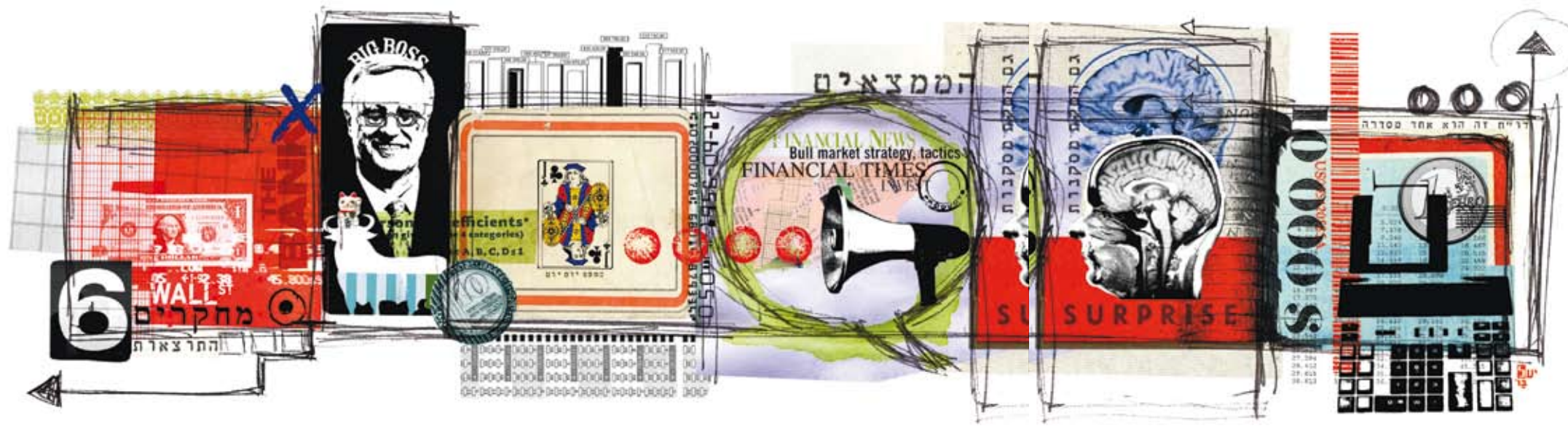
לפי החוקרים, הסיבה העיקרית להחלטות השוערים נובעת מהעובדה שתוצאה שלילית זהה (כלומר הבקעת שער על ידי הקבוצה היריבה) נתפשת כגרועה יותר אם השוער לא נקט פעולה כלשהי כדי למנוע אותה.

ההסבר האינטואיטיבי לתופעה גורס כי כאשר השוער מזנק ובכל זאת מובקע שער, הוא מרגיש כי עשה כמיטב יכולתו כדי לעצור את הכדור: הוא בחר לפעול וזינק לאחר הצידים, אך לרוע מזלו הכדור נבעט לצד השני של השער או למרכז. לעומת זאת, אם השוער נשאר במרכז השער ולא מצליח לעצור את הכדור, נראה כאילו הוא לא עשה דיו. מכיוון שהנורמה המקובלת היא "לעשות משהו", כלומר לזנק לאחד הצדדים, התחושה השלילית של השוער כתוצאה מהבקעת השער מוחרפת כאשר הוא נשאר במרכז. כתוצאה מכך השוער בוחר לזנק לאחד הכיוונים אף שבכך הוא מפחית את סיכוייו לעצור את הכדור.

החוקרים קוראים לתופעה זו "הטיית פעולה" (Action Bias). זוהי הטיה נפשית שגורמת לנו להעדיף לעשות משהו בתגובה למצב

משקיעים מתחת לעדשה

מה קורה למניה של חברה שמסוקרת בהרחבה בעיתונות? מה קורה לנו כשאנחנו מוצפים במידע עסקי? ומה קורה לדמי הניהול שאנחנו משלמים לקרן נאמנות לא מוצלחת? המחקר ממשיך לספק לנו תשובות מעניינות, הנה שש מהן



מאת אלי מלכי

איור: יעל בר

לאן נעלם המינוס

המשבר הגדול העלה לדיון ציבורי, בעיקר בארה"ב, את הצורך בפיקוח על קרנות הגיי דור. לקרנות הגידור אין חובת דיווח על תשואותיהן והן ערי שות זאת באופן וולונטרי. אבל מחקרים הראו שקצב זרימת הכספים לקרנות הגידור תלוי בתשואות העבר שלהן, עובדה היוצרת תמריץ למנהלי קרנות הגידור להימנע מדיווח על התשואות כשהן נמוכות. במחקר שנערך בארה"ב (Do Hedge Fund Managers Misreport Returns) נבדקה אמינותם של דיווחי התשואות של קרנות הגידור. החוקרים בדקו את התשואות המדווחות של כ-4,300 קרנות כאלה בתקופה שבין 1994 ל-2005. הם מצאו שקיים "חוסר" לא מוסבר בתשואות חודשיות שליליות, לעומת "עודף" בתשואות חודשיות חיוביות. חוסר זה קיים בכל סוגי הקרנות וגם בקרנות שהפסיקו את פעילותן. באופן מפתיע, הוא נעלם בתקופות של ביקורת כספית בקרן ובמי

החוקרים בדקו את התשואות המדווחות של כ-4,300 קרנות גידור ב-2005-1994. הם מצאו שקיים "חוסר" לא מוסבר בתשואות חודשיות שליליות, לעומת "עודף" בתשואות חיוביות

שך החודשיים שלפניהן. ההסבר הסביר ביותר לממצא הזה, טוענים החוקרים, הוא שמנהלי קרנות הגידור נמנעים מלדווח על תשואות שליליות כדי לא לפגוע בזרימת הכספים לקרן.

אל תבלבלו אותם עם עודף מידע

פסיכולוגים טוענים שמי כיוון שהמוח שלנו מוגבל, הרי ככל שהוא מוצף יותר במידע כך יכולת העיבוד שלו יורדת. שלושה חוקרים אמריקאים בדקו כיצד עודף המידע משפיע על התנהגות המשקיעים בשוק ההון (Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News). לשם כך הם בחנו את תגובת המשקיעים להודעות הרווח שמפרסמות החברות פעם ברבעון, בתקופה שבין 1995 ל-2004. הם מצאו כי כאשר היה פער בין הודעת הרווח לתחזית הרווח של האנליסטים, המשקיעים הופתעו והגיבו בקנייה של המניה (כאשר ההפתעה היתה לחיוב) או במכירתה (כשההפתעה היתה לשלילה). ואולם, תגובת המשקיעים ביום פריסום הודעת הרווח לא היתה

אחידה, אלא תלויה במספר הודעות הרווח הנוספות שפורסמו באותו יום. בימים שבהם פורסמו הודעות רווח רבות היתה תגובת המשקיעים להפתעות מתונה בהרבה מבימים שבהם פורסמו מעט הודעות רווח. דבר זה התבטא הן בשינויים קטנים יותר במחירי המניות והן בנפח מסחר נמוך יותר. המסקנה של החוקרים: עודף מידע מבלבל את המשקיעים.

קראתם על מניה בעיתון? אל תקנו אותה...

האם העיתונות הפיננסית מועילה למשקיעים? כן ולא, טוענים שני חוקרים מאוניברסיטת אינסאר (Media Coverage and the Cross-Section of Stock Returns). החוקרים בדקו את התשואות של כל המניות שנסחרו בבורסה בניו יורק, ועוד 500 חברות שנסחרו בנאסד"ק, בין השנים 1993 ל-2002. הם מיינו את החברות על פי מידת החשיפה שלהן בעיתונים המובילים, ולאחר מכן מדרגו את התשואות שהניבו. מתברר שקיים פער בתשואות בין חברות שנהנו מחשיפה

גבוהה בעיתונות ובין חברות לא ידועות: מניה של חברה ללא חשיפה הניבה תשואה שנתית שהיתה גבוהה ב-4.8% בממוצע מהתשואה של מניה של חברה עם חשיפה תקשורתית גבוהה. התופעה בלטה במיוחד בקרב החברות הקטנות, ובהן היה פער התשואה 11%. החוקרים מסבירים את הפער בכך שלמשקיעים חסר מידע על החברות שאינן מסוקרות תדירות בעיתונות. כתוצאה מכך הסיכון הכרוך בהשקעה בהן גדול יותר, ולכן התשואה שלהן גבוהה יותר. המסקנה היא שלעיתונות פיננסית יש תפקיד חשוב בהפצת מידע, אבל אל תחפשו בה הזדמנויות השקעה.

מי מהמר בבורסה?

מחקרים רבים בארה"ב ניסו לאפיין פרופיל של מהמר טיפוסי באמצעות ניתוח סוציו-כלכלי של המשתתפים בהגרלות הלוטו. מתברר שהמשתתף הטיפוסי בהגרלות הלוטו הוא גבר רווק, בעל הכנסה נמוכה, שגר בעיר גדולה ומשתייך לאחת מקבוצות המיעוטים (אפרו-אמריקאים או היספנים). האם גם ההשקעה בבורסה מושפעת

ממאפיינים סוציו-כלכליים? מחקר חדש (Who Gambles In The Stock Market), שהתפרסם בארה"ב, טוען שכן. החוקר ברק בסיס נתונים של אחד הברוקרים הגדולים בארה"ב, שכלל נתוני מסחר במניות של כ-63 אלף בתי אב בשנים 1991-1996. כדי לבדוק את הנטייה להימורים בבורסה הוא איפיינ קבוצת מניות שיש להן תכונות דומות לכרטיסי הלוטו: מחיר נמוך מאוד (פחות מדולר) ומניות שנסחרות מעבר לדלפק (Over the Counter). ממצאי המחקר מראים שהמשקיעים במניות אלה אכן היו בעלי מאפיינים דומים למהמרי הלוטו: גברים צעירים, בעלי הכנסה נמוכה, שהשתייכו לאחת מקבוצות המיעוטים. יתרה מזאת, מכיוון שההשקעה במניות אלה הניבה תשואות נמוכות יותר מהתשואות הממוצעות של המשקיעים באותה תקופה, ההימורים הקטינו את הכנסתם עוד יותר.

התמריץ והתשואה

האם יש קשר בין התמריצים שמשולמים למנהל קרן הגידור ובין התשואה של

הקרן? מחקר חדש (Role of managerial incentives and discretion in hedge fund performance) טוען שכן. מחקרים קודמים לא מצאו קשר בין שיעור דמי הניהול לתשואה, אבל הפעם בנו החוקרים מודל חדש שלדעתם משקף נכון יותר את התמריץ למנהל הקרן. באמצעות מודל זה הם בחנו את התשואות השנתיות נטו של כ-7,500 קרנות גידור בתקופה שבין 1994 ל-2002. החוקרים מצאו שקיים קשר חיובי בין גובה התמריץ של מנהל הקרן לתשואה שלה. הם מצאו גם כי בקרנות שבהן היו המנהלים שותפים להשקעה בקרן, היו התשואות גבוהות יותר. ולבסוף הם מצאו שקרנות שבהן נהנו המנהלים מגמישות ניהולית רבה, באמצעות הגבלות על האפשרות של המשקיעים למשוך את כספם, הצליחו להניב תשואות גבוהות יותר.

שימו לב לדמי הניהול

קרנות הנאמנות מציעות למשקיעים ניהול אקטיבי של תיק ההשקעות, ותמורתו הן גובות מהם דמי ניהול. דמי ניהול אלה

אמורים לשקף את יכולתו של מנהל הקרן - קרי ככל שביצועי הקרן טובים יותר, יכול מנהלה לגבות דמי ניהול גבוהים יותר. ההסבר אמנם נשמע הגיוני, אבל המציאות, טוענים שני חוקרים מאוניברסיטת מרילנד (The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry). החוקרים בדקו את כל קרנות הנאמנות שמשקיעות במניות ושנסחרו בארה"ב בשנים 1962-2005. הם גילו שקיים קשר שלילי בין התשואה ברוטו של הקרנות (לפני דמי הניהול) לדמי הניהול שנגבו מהמשקיעים. כלומר, קרן עם ביצועים גרועים גבתה בממוצע דמי ניהול גבוהים יותר מקרן עם ביצועים טובים. ההסבר שהחוקרים מציעים לתופעה הוא שהקרנות הגרועות מנצלות את חוסר המודעות של חלק מהמשקיעים. מכיוון שהמשקיעים המתוחכמים נוטים ממילא קרנות עם ביצועים גרועים, מתמקדות קרנות אלה בשיווק למשקיעים לא מתוחכמים, שמהם הן מצליחות לגבות דמי ניהול גבוהים. ■

הזדמנויות השקעה לא

מצד אחד, הסיקור התקשורתי מספק מידע רב על החברות ומסייע בקבלת החלטות על אפיקי ההשקעה. מצד שני, הסיקור חשוף לכל ומעקר את ההזדמנויות

ומצאו מגמה דומה. הסיקור בשתי הקבוצות הקיף כ-60% מהחברות בסוף שנות ה-90, וירד לכ-45% בתחילת שנות ה-2000.

כפי שניתן לצפות, הסיקור העיתונאי של חברות שנסחרות בבורסה אינו אחיד. החוקרים מצאו שכ-90% מהחברות שסווגו כגדולות מאוד, לפי שווי השוק שלהן, זכו לסיקור בעיתונות. לעומתן, רק כ-45% מהחברות שסווגו כקטנות מאוד נזכרו בסקירות בעיתונים.

כיצד השפיע היקף הסיקור העיתונאי על תשואותיהן של המניות? כדי לענות על שאלה זו חילקו החוקרים את החברות שבמדרגם לשלוש קבוצות: חברות שכלל לא סוקרו בעיתונים, חברות שסוקרו במידה מועטה וחברות שסוקרו באופן נרחב. מידת הסיקור נקבעה לפי מספר הפעמים שהחברה סוקרה בארבעת העיתונים מדי חודש בתקופת הבדיקה. חברות שמספר הסיקורים עליהן היה נמוך מהחציון נכללו בקבוצת הסיקור הנמוך, ואילו חברות עם מספר סקירות גבוה מהחציון נכללו בקבוצת הסיקור הגבוה. לאחר מכן חושבה התשואה החודשית של המניה בחודש שלאחר הסיקור, וכן חושבו ממוצעים של התשואות החודשיות בכל קבוצה על פני כל תקופת הבדיקה (עשר שנים כפול 12 חודשים).

מתברר שלמניות של החברות שלא זכו לסיקור כלל היתה תשואה חודשית גבוהה באופן משמעותי ביחס למניות שזכו לסיקור גבוה. התשואה החודשית של המניות שלא נסקרו היתה גבוהה ב-0.39% מהנסקורות, או 4.8% במונחים שנתיים.

החוקרים בחנו גם את פער התשואות בין הקבוצות לפי גודל החברות, ומצאו שקיים מתאם חיובי ביניהן. עורף התשואה בקבוצת החברות הקטנות – בין חברות שלא סוקרו כלל לחברות שקיבלו סיקור גבוה – היה כ-11% במונחים שנתיים. לעומת זאת, עורף התשואה המקביל בקבוצת החברות הגדולות היה כ-2% בלבד.

בתחתית: חברה קטנה עם סיקור נרחב

האם ההשקעה בחברות שלא קיבלו סיקור עיתונאי היא אווזה שמטילה ביצי זהב? השוואה של התשואות החודשיות של שלוש הקבוצות לתשואה ממוצעת של כל החברות ממחישה כי התשובה היא, כנראה, לא. התשואה החודשית הממוצעת של החברות ללא סיקור עיתונאי היתה 1.35% – גבוהה רק ב-0.08% (כ-1% במונחים שנתיים) מהתשואה החודשית הממוצעת של כל החברות שבמדרגם (1.27%). לעומת זאת, התשואה החודשית הממוצעת של החברות עם הסיקור העיתונאי הנרחב (0.96%) היתה נמוכה ב-0.31% (כ-3.8% במונחים שנתיים) מהתשואה הממוצעת

ספירת הכתבות הרלוונטיות שהתפרסמו בארבעת העיתונים המובילים בארה"ב – "ניו יורק טיימס", "וושנינגטון פוסט", "וול סטריט ג'ורנל" ו-"USA טודיי". הארבעה מכסים כ-11% מהתפוצה השבועית של כלל העיתונים בארה"ב.

ראשית בחנו החוקרים את היקף הסיקור העיתונאי של החברות שבמדרגם בתקופת הבדיקה. בממוצע, כ-70% מהחברות במדרגם זכו לסיקור עיתונאי אחד בשנה לפחות, ואולם היקף הסיקור לא היה אחיד באותו עשור. בסוף שנות ה-90, שהיו שנות שיא בבורסות בארה"ב, סוקרו בארבעת העיתונים כ-75% מהחברות בכל שנה. לאחר התפוצצותה של בועת הדוט.קום בתחילת שנות ה-2000, ירד היקף הסיקור לכ-60% מהחברות בכל שנה.

החוקרים בדקו גם את ההבדלים בין היקף הסיקור בעיתונות הפיננסית ("וול סטריט ג'ורנל") לעומת העיתונות הלא-פיננסית ("ניו יורק טיימס", "וושנינגטון פוסט" ו-"USA טודיי") –

מדי יום עוקבים מיליוני משקיעים ברחבי העולם אחר מדורי הכלכלה בעיתונים, שמפרסמים ניתוחים, כתבות וסקירות לגבי חברות שניסו בבורסות השונות. משקיעים רבים סבורים שבאמצעות קריאה ומעקב אחר העיתונות הכלכלית, יוכלו לזהות הזדמנויות להשקעה בחברות אטרקטיביות. ואולם האם המידע שמתפרסם בעיתונים אכן מביא תועלת למשקיעים?

מאמר (Section of Stock Returns "Media Coverage and the Cross" שהתפרסם לפני כשלוש שנים ניסה לענות על השאלה. החוקרים בחנו את הקשר בין מידת הסיקור העיתונאי של חברות לתשואות של מניותיהן, באמצעות מעקב אחר כ-2,000 חברות שנסחרו בבורסת ניו יורק ובנאסד"ק במשך עשר שנים (1993-2002).

מידת הסיקור העיתונאי נבדקה באמצעות

התקשורת צורחת – התשואה צונחת

ההשפעה של הסיקור העיתונאי על תשואות החברות, לפי גודלן*

עורך תשואה		תשואות חודשיות ממוצעות				
גודל החברה לפי שווי שוק	ללא סיקור בעיתונות	סיקור נמוך בעיתונות	סיקור גבוה בעיתונות	תמוצעת כל החברות	ללא סיקור ביחס לסיקור גבוה	במונחים שנתיים
כל החברות	1.35%	1.11%	0.96%	1.27%	0.39%	4.8%
קטנות	1.41%	1.02%	0.53%	1.35%	0.88%	11.1%
ממוצעות	1.34%	1.12%	0.69%	1.26%	0.65%	8.1%
גדולות	1.27%	1.16%	1.10%	1.20%	0.17%	2.1%

*חברות שנסחרו בבורסת ניו יורק ובנאסד"ק בין 1993 ל-2002

פקיעת בועת הדוט.קום הפחיתה את הסיקור

מידת הסיקור העיתונאי של חברות*

שנה	מספר חברות	אחוז החברות המסקרות בכל העיתונים*	אחוז החברות המסקרות בעיתונות הפיננסית**	אחוז החברות המסקרות בעיתונות הכלכלית***
1993	2,061	77%	61%	60%
1994	2,145	75%	60%	59%
1995	2,217	75%	61%	60%
1996	2,329	72%	56%	60%
1997	2,347	73%	56%	61%
1998	2,283	75%	59%	64%
1999	2,117	68%	58%	50%
2000	1,948	63%	52%	49%
2001	1,732	62%	52%	44%
2002	1,605	57%	46%	44%
ממוצע בכל התקופה		70%	57%	56%

*חברות שנסחרו בבורסת ניו יורק ובנאסד"ק בין 1993 ל-2002 **וול סטריט ג'ורנל ***ניו יורק טיימס, "וושנינגטון פוסט" ו-"USA טודיי"



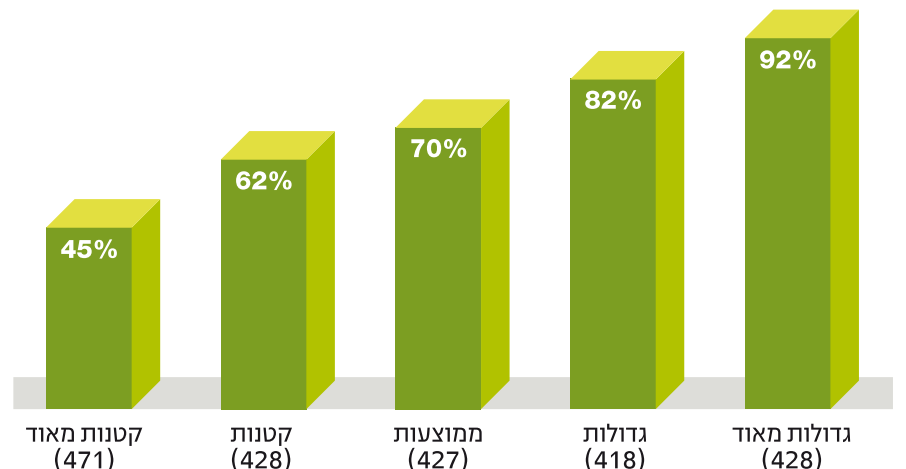
מחקר שווקים
אלי מלכי

מחקר העלה כי למניות של חברות שלא זכו לסיקור עיתונאי היתה תשואה חודשית גבוהה ב-0.39% מאלה שכן נסקרו, או 4.8% במונחים שנתיים

מוצאים בעיתון

גדולות ומסוקרות

חלוקת החברות לפי גודלן והסיקור שלהן. בסוגריים: מספר החברות*



*חברות שנסחרו בבורסת ניו יורק ובנאסד"ק בין 1993 ל-2002**לפי שווי שוק

המשקיעים נמצאים במצב דומה לזה של מפקד הטייסת מייג'ור מייג'ור מהספר "מלכוד 22", שקבע כי הוא זמין לפגישות כל זמן שאינו נמצא במשרדו

בספרו הנודע של ג'וזף הלר, "מלכוד 22", מסופר על מפקד טייסת, מייג'ור מייג'ור, שאינו מעוניין להיפגש עם קציני הטייסת שלו. כדי להימנע מפגישות לא רצויות, נותן מייג'ור הוראה שלפיה אפשר להיפגש אתו רק כשהוא לא נמצא במשרדו, ואילו כשהוא נמצא במשרד הוא אינו זמין לפגישות.

מלכוד דומה עומד בפני משקיעים שמנסים את כוחם בהשקעה ישירה במניות, ונעזרים לשם כך בשפע המידע שנמצא בעיתונות ובאתרי האינטרנט. תוצאות המחקר ממחישות שהשקעה במניות על סמך מקורות המידע הזמינים למשקיעים מביאה לתשואות נחותות ביחס לתשואת השוק – אותה אפשר להשיג ללא מאמץ באמצעות השקעה בתעודות סל.

הזדמנויות ההשקעה נמצאות בחברות שלגביהן אין למשקיעים מידע זמין, ואולם כאן בדיוק נמצא המלכוד: כיצד אפשר לקבל החלטה מושכלת לגבי השקעה בחברה ללא מידע זמין לגביה. אמנם ניתוח הנתונים העסקיים של חברה לצורך החלטה בהשקעה מספק למשקיעים עניין וריגוש, אך הניתוח האמפירי שהוצג כאן ממחיש כי עדיף כנראה להסתפק בבניית תיק השקעות שמבוסס על תעודות סל ■

בריוק מסיבה זו משקיעים שמנסים לפעול על סמך מידע כזה מקבלים תשואות נחותות. הניסיון המשותף של משקיעים רבים לרכוש את מניות שהומלצו בעיתון מביא לכך שמחיר המניה עולה באופן מיידי והזדמנות ההשקעה נעלמת. תופעה זו בולטת בקבוצת החברות הקטנות והבינוניות, שהן פחות ידועות למשקיעים. מתברר שמשקיעים רבים פעלו על סמך סיקורים עיתונאיים של חברות אלה ודחפו את מחיריהן כלפי מעלה.

של כל החברות במדגם. ממצאים אלה היו עקביים גם כשהחברות סווגו לפי גודלן: עיקר הפער בתשואות נבע מכך שמניות של חברות שסוקרו באופן תכוף בעיתונות הניבו תשואות נחותות. התשואות הנחותות ביותר היו בקבוצת החברות הקטנות והבינוניות שקיבלו סיקור עיתונאי גבוה.

מבחינת המשקיעים, תוצאות המחקר ממחישות בדרך מקורית את האופן שבו פועל שוק הון יעיל ואת העיקרון ש"אין כסף על השולחן". מדורי הכלכלה בעיתונים ממלאים תפקיד חשוב בהפיכת השוק ליעיל, בכך שהם הופכים את המידע לגבי החברות לנגיש לכלל הציבור. ואולם



ניו יורק טיימס « קארל ריצ'רדס

למי אכפת מה ל"ניוזוויק" יש לומר על הכלכלה

כיום, יגיע הזמן שבו השוק יעבור שוב תקופה של תיקון. מה תעשו אז? אולי מה שלמדתם על עצמכם כשמכרתם בפעם האחרונה הוא שאתם צריכים לבנות את תוכנית ההשקעות שלכם עם פחות סיכון. לעד. הכוונה אינה לקיים דיון בנוגע לשאלה אם כדאי להשקיע כיום או לא. הנקודה היא שהגיע הזמן שנפסיק את המחזור של מכירה בזול וקנייה ביוקר. הגיע הזמן שנפסיק לחזור על אותן פעולות מתוך ציפייה שהתוצאות יהיו שונות. הגיע הזמן שנתמקד רק במטרות שלנו. למי אכפת מה ל"ניוזוויק" יש לומר? התמקדו במטרות שלכם. בנו תוכנית בעלת הסיכויים הטובים ביותר להגיע לשם, ואז הפנו את תשומת לבכם לחיים עכשיו. זה יעשה לכם רק טוב. הכותב הוא יועץ פיננסי מוסמך ומייסד קליירוטר אסט מנג'מנט

אני בטוח ששערים כמו זה של "ניוזוויק" אפילו לא נועדו לשמש עצות השקעה. ייתכן שכתבות שער כאלה מכילות מידע שימושי ואין ספק כי יש להן ערך בידורי, אך אינן בטוח שהן יכולות לסייע לאנשים שצריכים לקבל החלטות השקעה של כסף אמיתי. בואו נחשוב על כך לרגע. אם מכרתם בזמן שהמצב היה קשה – זוכרים שכמעט כל שערי המגזינים הצהירו על סוף העולם? – האם העובדה ש"ניוזוויק" מצהיר כי "אמריקה חזרה" פירושה שהגיע הזמן להחזיר את כספכם לשוק? אם אתם שוקלים לחזור לשוק משום שהמצב טוב יותר, היו זהירים. העובדה שמכרתם כשהמצב היה קשה (כמו רבים וטובים) מספקת מידע חיוני שיכול לסייע לכם להימנע ממחזור נבזי ואינסופי של קנייה ביוקר ומכירה בזול. לא משנה כמה טובים נראים הדברים

אני אוהב שערי מגזינים שעוסקים בשווקים ובכלכלה. הגיחה האחרונה של השבועון "ניוזוויק" לטריטוריה המסוכנת של שערים נבואיים היתה בגיליון של 19 באפריל, שהצהיר בתוקף כי "אמריקה חזרה". בכתבת השער הצביע דניאל גרוס על כמה מדדים חיוביים (אך קצרי טווח) שמזכירים כי הכלכלה האמריקאית מתאוששת: יצירת משרות, פרויקט עבודה ועלייה של 70% במדד דאו ג'ונס. זמן קצר לאחר פרסום הכתבה ערכו הנרי בלודג'ט וגרוס שיחה נהדרת ביארו טק סיקר בנוגע לערך התחזיות בשערי המגזינים. והנה מילות ההזרה שלי: היו זהירים מאוד מביצוע השקעות בהתבסס על מה שאתם רואים בדוכני העיתונים. שערי המגזינים הם לא כלים ליעוץ כלכלי.

חוזרים ליבשת הישנה

בשנים האחרונות הניבה ההשקעה באירופה תוצאות גרועות. הסערה הכלכלית הנוכחית מספקת הזדמנויות חדשות למשקיע הישראלי

דיקלה תפסה אירופה התשואות של קרנות הנאמנות המתמחות באירופה*

הקרן	תשואה שנתית ממוצעת		סטיית תקן		תשואה יחסית מותאמת לסיכון **	
	שלוש שנים	חמש שנים	שלוש שנים	חמש שנים	שלוש שנים	חמש שנים
דיקלה אירופה	-6.5%	4.8%	39.7%	32.2%	0.473	0.279
אנליסט אירופה	-8.9%	0.6%	21.1%	17.6%	0.140	0.059
רוטשילד אירופה	-12.3%	-0.9%	20.6%	17.2%	-0.040	-0.032
אקסלנס אירופה	-14.8%	-4.7%	24.4%	20.8%	-0.025	-0.162
רוטשילד MID CAP EUROPE	-15.6%		30.5%		0.101	
מיטב מניות אירופה	-16.6%	-4.6%	23.9%	19.7%	-0.111	-0.183
חציון	-13.6%	-0.9%	24.1%	19.7%	0.038	-0.032
קסם יורסטוקס 50	-15.7%	-1.5%	26.5%	21.8%		

*ינון ל-30 באפריל 2010 ** מחושבת כהפרש בין מדד שארפ של הקרן למדד שארפ של תעודת הסל. כאשר הערך שלה הוא חיובי, לקרן יש תשואה מותאמת לסיכון (מדד שארפ) גבוהה משל תעודת הסל

הסערה הכלכלית שפוקדת את מדינות אירופה בימים אלה, יחד עם הירידה בשער היורו, מרמזות שאולי נוצרו הזדמנויות השקעה ביבשת הישנה. חברות היצוא באירופה נהנות משער היורו הנמוך, שמסייע להן לשפר את התחרותיות. במקביל, מחירי המניות באירופה נמוכים באופן יחסי. וכך, בפני המשקיע הישראלי שמעוניין לחשוף את תיק ההשקעות למניות של חברות באירופה, נפתחות כמה אפשרויות. כבורסה לניירות ערך בתל אביב נסחרות כיום שש קרנות שמסווגות בקטגוריה "מניות בחר" – מניות גיאוגרפיות – אירופה, שהיו פעילות לפי ני שלוש שנים (אם לא מביאים בחשבון קרנות ששינו התמחות). חמש מתוך שש מהקרנות היו פעילות גם לפני חמש שנים.

בשלוש השנים האחרונות הניבה ההשקעה בקרנות שמתמחות באירופה תוצאות גרועות מאוד. התשואה השנתית החצינית של שש הקרנות שמיתמחות באזור זה היתה -13.6%. אף אחת מהקרנות לא הצליחה לספק למשקיעים תשואה חיובית, ובראש טבלת התשואות ניצבת קרן דיקלה אירופה, עם תשואה שנתית ממוצעת שלילית של -6.5%. הרחבה של תקופת הבדיקה לחמש שנים משפרת את התמונה רק במעט. התשואה החצינית של חמש הקרנות הרלוונטיות היתה -0.9%. הקרן היחידה שהצליחה לתת למשקיעים תשואה חיובית משמעותית היתה שוב די-קלה אירופה, עם תשואה שנתית ממוצעת של 4.8% (קרן אנליסט אירופה גם הניבה תשואה חיובית אך כמעט אפסית של 0.6%).

כאלטרנטיבה לקרנות נאמנות יכולים המשקיעים לרכוש תעודות סל שעוקבות אחר מדדי מניות באירופה. האפשרויות הזמינות כבורסת תל אביב הן תעודות סל שעוקבות אחר מדד היורוסטוקס 50 (קסם, תכלית, מבט ואינדקס), או תעודת סל של קסם, שעוקבת אחר מדד MSCI אירופה. השקעה בתעודת סל של קסם יורוסטוקס 50 הניבה למשקיעים תשואות שנתיות ממוצעות שליליות של -15.7% בשלוש השנים האחרונות ו-1.5% בחמש השנים האחרונות. רוב קרנות הנאמנות שמשקיעות באירופה הצליחו להכות את מדד היורוסטוקס 50. בהשקעה שלוש שנים, חמש מתוך שש הקרנות הניבו תשואה גבוהה יותר משל המדד, ואילו בהשקעה לחמש שנים, שלוש מתוך חמש הקרנות הניבו תשואות גבוהות יותר.

האם התשואה העורפת של קרנות הנאמנות נבעה מסיכון גבוה יותר? בחינה של סטיות התקן של הקרנות ביחס לסטיית התקן של תעודת הסל לא עונה בבירור על שאלה זו. מצד אחד, סטיות התקן של תעודת הסל, הן לחמש שנים והן לשלוש שנים, היו גבוהות

בשלוש השנים האחרונות רשמו הקרנות שמתמחות באירופה תשואה שנתית חצינית של -13.6%. אף אחת מהן לא סיפקה תשואה חיובית

קרנות סל סחירות המתמחות באירופה תשואה שנתית ממוצעת*

קרן	שלוש שנים		חמש שנים	
	דולרית	דולר ביחס לשקל	דולרית	דולר ביחס לשקל
קסם יורוסטוקס 50	-15.7%		-1.5%	
EZU**	-13.8%	-2.6%	-16.0%	-3.2%
IEV***	-11.0%	-2.6%	-13.3%	-3.2%

*ינון ל-30 באפריל 2010 ** קרן סל סחירה שעוקבת אחרי מדד MSCI גוש היורו *** קרן סל סחירה שעוקבת אחרי מדד S&P 350 אירופה

המידה עדיפה על הקרן. בחינת התשואה המותאמת לסיכון מראה תמונה שונה מזו שהתקבלה באמצעות ניתוח התשואות בלבד. בבדיקה של שלוש שנים, למיתמחות מהקרנות (שלוש מתוך שש) יש תשואה מותאמת לסיכון חיובית, בעוד שבבדיקה של חמש שנים רק לשתים מתוך חמש יש תשואה מותאמת לסיכון חיובית. קרן דיקלה אירופה, שמובילה גם בקריטריון של תשואה מותאמת לסיכון, הניבה למשקיעים תשואות גבוהות במיוחד, ואולם במחיר של תנודתיות חריפה ביותר. למעשה, רק משקיעים שהיו סבלניים מספיק ולא נבהלו מהירידות קיבלו פיצוי עבור התנודתיות החריפה של הקרן.

קרנות סל סחירות

אלטרנטיבות השקעה נוספות בשוקי המניות באירופה הן קרנות סל סחירות (ETF) שעוקבות אחר מדדי מניות של חברות באירופה. קרן הסל EZU, שעוקבת אחר מדד MSCI אירופה, הניבה תשואה דולרית שנתית ממוצעת של -13.8% בשלוש שנים ו-1.5% בחמש שנים. המשקיע הישראלי

במקצת מסטיות התקן החציניות של הקרנות לאותן תקופות. מצד שני, היו הבדלים גדולים מאוד בין סטיות התקן של הקרנות. כך למשל, בתקופת מדידה של חמש שנים לקרן רוטשילד לך אירופה ערך היתה סטיית תקן של 17.2%, בעוד שלקרן דיקלה אירופה היתה סטיית תקן של 32.2%.

כדי לבחון את התשואה המותאמת לסיכון של הקרנות השתמשנו במדד שארפ: תשואת הקרן פחות תשואה של נכס חסר סיכון, חלף קי סטיית התקן של הקרן. כדי לבחון את בייצוגיהם של מנהלי הקרנות, יש להשוות את התשואה המותאמת לסיכון של הקרן לתשואה המותאמת לסיכון של הנכס, שהיא אמת מידה (בנצ'מרק) – במקרה שלנו, תעודת הסל קסם MSCI המזרח הרחוק.

ההפרש בין התשואה המותאמת לסיכון של הקרן לבין התשואה המותאמת לסיכון של אמת המידה נקרא תשואה יחסית מותאמת לסיכון. כשהתשואה היחסית המותאמת לסיכון היא אפס, אין לקרן יתרון מול אמת המידה; כשהיא גדולה מאפס, ביצועי הקרן טובים משל אמת המידה; ואילו ערך שלילי משמעו שאמת



צמיחה של 15% בממוצע בשנה

תחום: פיתוח והפעלת שירותי אינטרנט
שנת ההנפקה: 1994 **מיקום ההנהלה:** תל אביב **מנכ"ל:** אילן ישועה **עובדים:** 250 **שוק:** 243 מיליון שקל **הכנסות בארבעה רבעונים אחרונים:** 142.6 מיליון שקל **רווח תפעולי בארבעה רבעונים אחרונים:** 34.1 מיליון שקל **רווח נקי בארבעה רבעונים אחרונים:** 19.3 מיליון שקל **מחיר מניה:** ????? שקלים (נכון ל-23 במאי)



תצלום: אילן ישועה

המשבר הכלכלי פגע בפרסום באינטרנט פחות משפגע בפרסום בעיתונות הכתובה. יחד עם זאת, ההערכה היא כי הענף יחזור בשנה הקרובה לרמה שבה היה ערב המשבר. על פורטל האינטרנט וואלה המשיך כמעט לא השפיע: מאז 2005 צמחו הכנסות החברה בממוצע ב-15% בשנה, ובתום 2009 הן הסתכמו ב-132 מיליון שקל. הצמיחה התבססה על גידול בהכנסות מפרסום באתר, אבל גם מצמיחה מואצת יותר בתחום הסחר האלקטרוני, שהוא אתר המסחר המוביל בישראל.

הסחר האלקטרוני כבר סיפק 30% מהכנסות החברה ב-2009. לשם השוואה, ב-2005 הוא תרם רק 19% מההכנסות. הרווח הנקי צמח ב-12% בממוצע בחמש השנים האחרונות, והגיע בשנה שעברה ל-20 מיליון שקל. את הרבעון הראשון של 2010 סיימה החברה עם עלייה של 34% בהכנסות ל-40.4 מיליון שקל. הרווח הנקי שלה ירד ב-15% ל-4.8 מיליון שקל, ירידה שמוסברת בשל הגברת פעילות השיווק והפרסום בתחום הסחר והשקעה בפיתוח מוצרים ושירותים חדשים. תוצאות וואלה סובלות מעונתיות, כאשר המחצית השנה השנייה של השנה היא הטובה יותר. וואלה מייצרת רווחיות EBITDA ממוצעת של 27% בשמונת הרבעונים האחרונים.

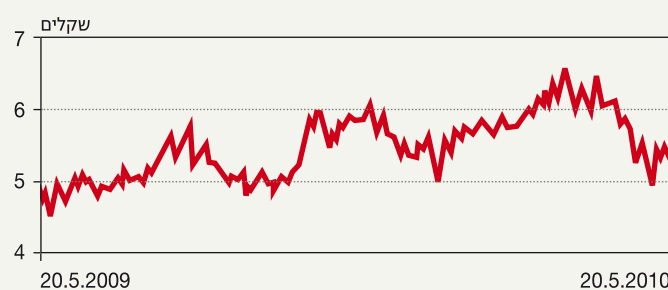
צבר ההזמנות של החברה צמח בעקביות בשנים האחרונות. הצבר, המורכב מעסקות של מוצרים פרסומיים כמו באגרים או פרסומות, הכפיל עצמו מרמה של 15 מיליון שקל ב-2008 ל-30 מיליון שקל בתום הרבעון הראשון של 2010 (הנתונים לאחר ניכוי עמלות המפרסמים).

בשנה האחרונה דואגת החברה גם לבצע רכישות. החברה הגדילה את אחזקותיה באתר "מקושרים" וחתמה על שיתוף פעולה עם חברת מינטמרק, העוסקת בפיתוח ומתן שירותים ואפליקציות בסלולר, עם אופציה לרכישת השליטה בחברה.

החברה נהנית מאיתנות פיננסית. ההון העצמי שלה הוא 100 מיליון שקל, 53% מהיקף המאזן, ובקופתה 60 מיליון שקל שיכולים לממן רכישות נוספות. לחברה אין חובות לטווח ארוך והיא נהנית מאשראי של 13 מיליון שקל בבנקים. וואלה נסחרת לפי מכפיל סביר של 12, לעומת מכפיל 20 של פורטל האינטרנט תפוז. המשקיעים נהנו גם מתשואת דייווידנד של 6% בשנה האחרונה, לאחר חלוקת דייווידנד של 15 מיליון שקל.

נתן שבע

מניית וואלה



לאור התשואות הנמוכות שרשמו מניות של חברות אירופיות, ייתכן שכיום הן זולות

כפי שהראינו פעמים רבות במדור זה, תעודות או קרנות סל עם פיזור רחב יותר לרוב מתגמל לות את המשקיעים לאורך זמן.

הלקחים למשקיעים:

ההשקעה במניות של חברות אירופיות הניבה תשואות נמוכות מאוד בחמש השנים האחרונות, הן בשקלים והן בדולרים. המשמעות מביחנת המשקיעים היא שהמניות של חברות אלה עשויות להיות זולות באופן יחסי.

בחינה של התשואה המותאמת לסיכון מראה שבטווח של חמש שנים, רוב קרנות הנאמנות שמשקיעות במניות של חברות באירופה – שלוש מתוך חמש – לא הצליחו להשיג ביצועים טובים יותר מאלה של היורוסטוקס 50.

קרנות הסל האמריקאיות מספקות היצע גדול יותר של מדדי מניות של חברות באירופה לעומת תעודות הסל הישראליות.

קרן הנאמנות היחידה שבלטה בהשוואה למדדי היחס היא דיקלה אירופה, שהצליחה להשיג תשואה גבוהה באופן חריג – אך הפגינה תנודות חריפה מאוד. ■

בהשקעה לחמש שנים, שלוש מתוך חמש קרנות הנאמנות שמשקיעות באירופה הצליחו להכות את מדד היורוסטוקס 50

היה מקבל תשואות ממוצעות שקליות של 16%- בשלוש שנים ו-1.8% בחמש שנים – מעט פחות מהתשואה המקבילה של מדד יורוסטוקס 50.

אפשרות נוספת להשקעה במניות של חברות אירופיות היא באמצעות קרן הסל IEV, שעוקבת אחר מדד S&P 350 אירופה. קרן זו הניבה תשואה דולרית שנתית ממוצעת של 11.0%- בשלוש שנים ו-2.3% בחמש שנים. המשקיע הישראלי היה מקבל תשואות שקליות ממוצעות של 13.3%- בשלוש שנים ו-1%- בחמש שנים – גבוהה מהתשואה המקבילה של יורוסטוקס 50.

הדרך הקצרה, הזולה והיעילה להשקיע בסין

גם מסע של אלף מילין כדי להשקיע בסין יכול להתחיל בתעודת סל טובה אחת

עות בסין יכולים משקיעים לרכוש תעודות סל שעוקבות אחר מדדי מניות בסין. לשם המחשה, בחרתי להשוות את ארבע קרנות הנאמנות לתעודת סל של קסם שעוקבת אחר מדד FTSE/XINHUA, שבו כלולות 25 החברות הגדולות בסין שמניותיהן נסחרות בהונג קונג (ראה טבלה).

השקעה בתעודת הסל של קסם סין הניבה למשקיעים תשואה שנתית של 1.4% בשלוש השנים האחרונות ו-14% בחמש השנים האחרונות. מתברר שהתשואה של תעודת הסל היתה גבוהה יותר מהתשואות של כל קרנות הנאמנות, הן בשלוש שנים והן בחמש שנים. האם התשואה העודפת של תעודת הסל

שלוש שנים (איני מביא בחשבון קרנות ששינוי התמחור). שתיים מהן – אקסלנס סין ודיקלה סין – פעלו גם לפני חמש שנים.

בשלוש השנים האחרונות היו התשואות של ארבע הקרנות מאכזבות למדי, עם תשואה שנתית חציונית של 1.3%-. בראש דירוג התשואות ניצבת קרן רוטשילד סין עם תשואה שנתית ממוצעת של 1%, ואילו בתחתיתו קרן דיקלה סין עם תשואה שנתית ממוצעת של 3.3%-. לעומת זאת, בטווח של חמש שנים קרן בלו המשקיעים בסין תשואות פנומנליות. קרן אקסלנס סין הניבה תשואה שנתית ממוצעת של 13% ודיקלה סין הניבה 10.8%. כאלטרנטיבה לקרנות נאמנות שמשקי-

סין, ענקית הכלכלה של המזרח הרחוק, צפויה ליהפך לכלכלה הגדולה בעולם – ובאופן טבעי, מניות של חברות סיניות הן מרכיב חשוב בתיק השקעות מפורז. ואולם, ממשלת סין מגבילה את המשקיעים הזרים ברכישתן. עבור המשקיע הקטן, הדרך הפשוטה ביותר להיחשף לשוק זה היא באמצעות קרנות נאמנות, תעודות סל וקרנות סל זרות (ETF). הנה כמה אלטרנטיבות להשקעה במניות של חברות סיניות. בבורסת תל אביב נסחרות ארבע קרנות נאמנות המסווגות בקטגוריה "מניות בחו"ל – מניות גיאוגרפיות – סין", שהיו פעילות לפני



מפסידות לתעודת הסל

קרנות הנאמנות שמשקיעות בסין ונסחרות בבורסת תל אביב*

הקרן	תשואה שנתית ממוצעת		סטיית תקן		תשואה יחסית מותאמת לסיכון**	
	שלוש שנים	חמש שנים	שלוש שנים	חמש שנים	שלוש שנים	חמש שנים
רוטשילד סין	1.0%		39.0%		-0.013	
אקסלנס סין	0.4%	13.0%	40.9%	34.2%	-0.026	-0.015
כלל סין	-2.9%		41.6%		-0.103	
דיקלה סין	-3.3%	10.8%	48.1%	39.1%	-0.092	-0.105
חציון	-1.3%	11.9%	41.2%	36.7%	-0.059	-0.060
קסם סין	1.4%	14.0%	41.2%	35.6%		

*נתונים נכונים ל-31 במאי **תשואה יחסית מותאמת לסיכון מחושבת כהפרש בין מדד שארפ של הקרן למדד שארפ של תעודת הסל. כשהיא חיובית, לקרן יש תשואה מותאמת לסיכון (מדד שארפ) גבוהה משל תעודת הסל. המשמעות היא שמנהל הקרן השיג תשואה גבוהה יותר משל תעודת הסל גם לאחר התחשבות בסיכון

אף שההצדקה לתעודות הסל היא דמי הניהול הנמוכים, התעודות הישראליות גובות לרוב יותר מקרנות הסל בארה"ב שעוקבות אחר מדדים זהים, ולכן התשואות הרב שנתיות שלהן נמוכות יותר

סין היכתה את הונג קונג

תעודות הסל העוקבות אחר מדדי סין ונסחרות בבורסת תל אביב

התעודה	מדד	דמי ניהול	חשיפה למטבע	מדיניות חלוקת דייווידנד	מספר חברות כלולות
קסם סין	FTSE-Xinhua 25 China	1.0%	דולר הונג קונג	מחולק	25
תכלית סין	FTSE-Xinhua 25 China	1.0%	דולר הונג קונג	מחולק	25
פסגות סל סין	FTSE-Xinhua 25 China	1.0%	דולר הונג קונג	מושקע בחזרה	25
הראל סל סין	האנג סנג	1.0%	דולר הונג קונג	מושקע בחזרה	42
מבט האנג סנג (סין)	הונג קונג (Sang Hang)	0.8%	דולר הונג קונג	מחולק	42
אינדקס סין שקלי	סין (HSCEI)	1.0%	שקל	מחולק	40
קסם סין MSCI	סין MSCI	1.0%	דולר הונג קונג	מחולק	98

הכי כדאי - FXI מכשירים המאפשרים חשיפה לסיין*

תעודת סל	תשואה שנתית - שלושה שנים		תשואה שנתית - חמש שנים		מספר חברות כלולות
	דולרית	שקלית	דולרית	שקלית	
קסם סין	1.4%	14.0%			
FXI	3.6%	1.9%	18.2%	14.9%	25
אינדקס סין	3.1%				
GXC	4.6%	2.8%			135
מבט האנג סנג	-2.1%				
EWI	-1.7%	-3.4%	6.4%	3.4%	45

*הנתונים נכונים ל-31 במאי

האם התשואה העודפת של תעודת הסל קסם סין נבעה מסיכון גבוה יותר מהקרנות? בחינה של סטיות התקן ושל תעודת הסל מראה שהתשובה לכך שלילית

גבוהות יותר - 1.9% בשלוש השנים האחרונות ו-14.9% בחמש השנים האחרונות. באופן לא מפתיע, דמי הניהול של FXI, המסתכמים ב-0.7%, נמוכים מדמי הניהול של תעודת הסל של קסם. משקיעים שביחרו תעודות או קרנות סל שעוקבות אחר מדדים רחבים יותר גרפו גם הם תשואות גבוהות יותר. תעודת הסל של אינדקס, שעוקבת אחר מדד האנג סנג סין (HSCEI) שכולל 40 חברות, הניבה בשלוש השנים האחרונות תשואה שנתית של 3.1%. במקביל, מדד S&P סין הכולל 135 חברות, תשואה שנתית של 2.8%.

הלקחים למשקיעים

קרנות הנאמנות שמשקיעות במניות של חברות בסין לא הצליחו להשיג תשואות טיבות יותר משל תעודת הסל המקבילה. אף שההצדקה העיקרית לתעשיית תעודות הסל היא דמי הניהול הנמוכים, תעודות הסל הישירות לא תמיד שומרות על עיקרון זה. ברוב המקרים הן גובות דמי ניהול גבוהים יותר משל קרנות הסל האמריקאיות שעוקבות אחר מדדים זהים, ולכן התשואות שלהן נמוכות יותר. המשקיעים בחברות בסין צריכים לשים לב למדד שאחרי עוקבת התעודה או קרן הסל שהם קונים, מכיוון שמדדים שונים הניבו תשואות שונות. מובן שתשואות עבר גבוהות אינן מצביעות על תשואות עתידיות גבוהות, ואולם לרוב עדיפים מדדים בעלי פיזור רחב יותר.

הכותב הוא עורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ניירות ערך או ייעוץ השקעות

לתעודת הסל של קסם, נסחרות בבורסת תל אביב שש תעודות שעוקבות אחר מדדי מניות בסין: תעודות הסל של תכלית ופסגות עוקבות גם הן אחר מדד FTSE/XINHUA, בדומה לתעודה של קסם. תעודות הסל של מבט ואינדקס עוקבות אחר מדד האנג סנג, שבו כלולות חברות שפועלות בהונג קונג. תעודת הסל של אינדקס עוקבת אחר מדד האנג סנג סין (HSCEI), ואילו תעודת סל נוספת של קסם עוקבת אחר מדד MSCI סין. שני המדדים האחרונים רחבים יותר מ-FTSE/XINHUA, וכוללים גם הם חברות סיניות שנסחרות בבורסת הונג קונג. מתברר שלבחירת המדד היתה השפעה ניכרת על התשואות (ראה טבלה). ההשקעה בחברות שפועלות בהונג קונג הניבה תשואות נמוכות בהרבה מהשקעה מקבילה בחברות שפועלות בסין. כך למשל, תעודת הסל של מבט האנג סנג הניבה תשואה שנתית של 2.1% - בשלוש השנים האחרונות (בהשוואה לתשואה של 1.4% בקסם סין).

במקביל, קרן הסל הורה EWH, שעוקבת אחר מדד MSCI הונג קונג, הניבה בשלוש השנים האחרונות תשואה דולרית של -1.7%, שהיא תשואה שקלית שנתית של -3.4%. גם לתקופה של חמש שנים הניבה EWH תשואה נמוכה (3.4%) ביחס לקסם סין (14%). בנוסף לכך, משקיעים במניות של חברות סיניות היו יכולים לקבל תשואות גבוהות יותר אם היו מקפידים על שני כללים: פיזור רחב ודמי ניהול נמוכים. ראינו כבר שתעודת הסל של קסם סין הניבה תשואות גבוהות יותר משל כל קרנות הנאמנות. ואולם קרן הסל FXI, העוקבת אחר FTSE/XINHUA, הניבה תשואות

נבעה מסיכון גבוה יותר? בחינה של סטיות התקן של הקרנות ביחס לסטיית התקן של תעודת הסל מראה שהתשובה לכך שלילית. סטיית התקן של תעודת הסל בשלוש שנים (41.2%) היתה זהה לסטיית התקן החצייונית של הקרנות. בבדיקה של חמש שנים היתה סטיית התקן של תעודת הסל (35.6%) נמוכה מסטיית התקן החצייונית של הקרנות (36.7%). כדי לבחון את התשואה המותאמת לסיכון של הקרנות השתמשתי במדד שארפ - תשואת הקרן פחות תשואה של נכס חסר סיכון, חלקי סטיית התקן של הקרן.

כדי לבחון את ביצועיהם של מנהלי הקרנות יש להשוות את התשואה המותאמת לסיכון של הקרן לתשואה המותאמת לסיכון של הנכס שמהווה אמת מידה (Benchmark) - תעודת הסל קסם סין. ההפרש בין התשואה המותאמת לסיכון של הקרן לבין התשואה המותאמת לסיכון של אמת המידה נקרא "תשואה יחסית מותאמת לסיכון". כשהתשואה היחסית המותאמת לסיכון היא אפס, אין לקרן יתרון על אמת המידה; כאשר היא גדולה מאפס, ביצועי הקרן טובים משל אמת המידה; ואילו ערך שלילי משמעו שאמת המידה עדיפה על הקרן.

לכל הקרנות שמשקיעות בסין היתה תשואה יחסית מותאמת לסיכון נמוכה מאפס, כלומר ביצועים נחותים מתעודת הסל, גם כשהובאה בחשבון מידת התנודתיות.

בחירת המדד משפיעה מאוד על גובה התשואות

הניתוח הבא ממחיש כי השקעה בתעודת הסל קסם סין היתה עדיפה על כל קרנות הנאמנות שמתמחות בסין. בנוסף

התינוקות בסין מגדילים את הגירעון האמריקאי

בשנים האחרונות צוברות המדינות המתפתחות חסכוניות, בעוד שבמערב עסוקים בצריכת יתר. ההסבר לכך מפתיע: עודפי תינוקות זכרים שנולדים בסין

השוטף, וכשהיא מייצאת הון יש לה עודף בחשבון השוטף. למעשה, החשבון השוטף הוא מעין תמונת ראי של רמת החיסכון בכל מדינה. במדינות שבהן יש גירעון בחשבון השוטף רמת הצריכה גבוהה מדי ביחס להכנסה הלאומית, ולכן אין מספיק חיסכון מקומי. מנגד, במדינות שלהן יש עודף רמת החיסכון גבוהה מדי ביחס לביקוש המקומי להשקעות, ולכן המדינה מייצאת הון לחו"ל. גירעון או עודף בחשבון השוטף אינם בהכרח בעייתיים, אלא אם הם נהפכים לכרוניים. הטבלה המצורפת מציגה את מצבו

לשאר העולם. בדיוק כמו במשק בית בסיסי, ההכנסה של תושבי המדינה, המכונה בעגה הכלכלית "הכנסה לאומית", נחלקת לשלושה שימושים: צריכת מוצרים ושירותים, תשלומי מסים וחיסכון. החיסכון משמש למימון השקעה בנכסים קבועים, הן עבור משקי הבית (בתי מגורים) והן עבור המגזר העסקי (מבנים לתעשייה, למסחר ולמשרדים, ציוד, מכונות ועוד). מכיוון שרק לעתים נדירות יש התאמה מדויקת בין רמת החיסכון המקומית לביקוש להשקעות, כל מדינה מייצאת או מייצאת בחשבון כשמידינה מייבאת הון יש לה גירעון בחשבון

הגל השני של המשבר הכלכלי באירופה המחיש כי חוסר יציבות אינו נחלתם הבלעדית של מוסדות פיננסיים, אלא גם של מדינות. עבור כלכלנים רבים עובדה זו אינה מפתיעה, מכיוון שכבר שנים הם טוענים כי המערכת הכלכלית העולמית סובלת מחוסר איזון כרוני. הסיבה לטענה זו קשורה למונח כלכלי, טכני במקצת, הנקרא "חשבון שוטף", שלרוב אינו זוכה לחשיפה בעיתונות הכלכלית. החשבון השוטף מייצג את השורה התחתונה במערכת היחסים הפיננסית שבין כל מדינה



חוסכות ומבזבזות מאזני המדינות בחשבון השוטף, כאחוז מהתמ"ג										
	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
אוסטרליה	-4.1%	-4.4%	-6.1%	-5.2%	-5.7%	-6.0%	-5.2%	-3.6%	-2.0%	-3.8%
אירלנד	-2.9%	-5.2%	-5.3%	-3.6%	-3.5%	-0.6%	-0.0%	-1.0%	-0.6%	-0.4%
קנדה	-2.7%	0.5%	1.0%	1.4%	1.9%	2.3%	1.2%	1.7%	2.3%	2.7%
איטליה	-3.4%	-3.4%	-2.4%	-2.6%	-1.7%	-0.9%	-1.3%	-0.8%	-0.1%	-0.5%
צרפת	-1.5%	-2.3%	-1.0%	-0.5%	-0.4%	0.6%	0.8%	1.4%	1.9%	1.6%
גרמניה	4.8%	6.7%	7.6%	6.5%	5.1%	4.7%	1.9%	2.0%	0.0%	-1.7%
יוון	-11.2%	-14.6%	-14.4%	-11.3%	-7.5%	-5.8%	-6.5%	-6.5%	-7.2%	-7.8%
פורטוגל	-10.1%	-12.1%	-9.4%	-10.0%	-9.5%	-7.6%	-6.1%	-8.1%	-9.9%	-10.2%
ספרד	-5.1%	-9.6%	-10.0%	-9.0%	-7.4%	-5.3%	-3.5%	-3.3%	-3.9%	-4.0%
קוריאה הדרומית	5.1%	-0.6%	0.6%	0.6%	1.8%	3.9%	1.9%	0.9%	1.6%	2.3%
יפן	2.8%	3.2%	4.8%	3.9%	3.6%	3.7%	3.2%	2.9%	2.1%	2.6%
בריטניה	-1.3%	-1.5%	-2.7%	-3.3%	-2.6%	-2.1%	-1.6%	-1.7%	-2.1%	-2.6%
ארה"ב	-2.9%	-4.9%	-5.2%	-6.0%	-5.9%	-5.3%	-4.7%	-4.3%	-3.9%	-4.2%
ישראל	3.7%	0.7%	2.9%	5.1%	3.1%	1.7%	0.5%	-1.1%	-1.6%	-1.8%
הונגריה	0.4%	-7.2%	-6.8%	-7.5%	-7.2%	-8.4%	-8.0%	-7.0%	-6.0%	-8.5%
פולין	-1.6%	-5.1%	-4.8%	-2.7%	-1.2%	-4.0%	-2.1%	-2.5%	-2.8%	-5.8%
רוסיה	3.9%	6.2%	6.0%	9.5%	11.0%	10.1%	8.2%	8.4%	11.1%	18.0%
ברזיל	-1.5%	-1.7%	0.1%	1.3%	1.6%	1.8%	0.8%	-1.5%	-4.2%	-3.8%
סין	5.8%	9.4%	11.0%	9.5%	7.2%	3.6%	2.8%	2.4%	1.3%	1.7%
הודו	-2.1%	-2.2%	-1.0%	-1.1%	-1.3%	0.1%	1.5%	1.4%	0.3%	-1.0%
דרום אפריקה	-4.0%	-7.1%	-7.2%	-5.3%	-3.5%	-3.0%	-1.0%	0.8%	0.3%	-0.1%
מקסיקו	-0.6%	-1.5%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-1.0%	-2.0%	-2.6%	-3.0%
תאילנד	7.7%	0.6%	6.3%	1.1%	-4.3%	1.7%	3.4%	3.7%	4.4%	7.6%



תצלום: בלומברג

תהלוכה בבייג'ין. יותר מ-120 בנים נולדים בסין על כל 100 בנות

טכנולוגיית ההדמיה שינתה סדרי עולם

עם זאת, מחקר חדש שפירסמה הלשכה הלאומית למחקר כלכלי (NBER) בארה"ב מציע הסבר אחר לחלוטין לחסכנות הסינית. שאנג ג'ין וואי, פרופ' למימון מאוניברסיטת קולומביה, וקסיובו זאנג, עמית מחקר במכון הבינלאומי לחקר מדיניות המזון, בדקו את השפעותיה הכלכליות של תופעה דמוגרפית הנקראת יחס המינים (Sex Ratio).

יחס המינים הוא היחס שבין מספר התינוקות ממין זכר לאלה ממין נקבה. במצב נורמלי היחס כמעט שווה, אך בשלושת העשורים האחרונים, עם התפתחותה של טכנולוגיית ההדמיה, שאיפשרה לדעת מראש את מין העובר, התחיל יחס זה להתעוות במדינות רבות. בסין, למשל, נולדים יותר מ-120 תינוקות ממין זכר על כל 100 תינוקות ממין נקבה. תופעה דומה מתקיימת גם בדרום קוריאה ובמדינות אחרות באסיה.

העדפת הזכרים גוררת תוצאות לוואי חברתיות וכלכליות. באזורים רבים בסין חיים מיליוני גברים צעירים שאין להם עם מי להתחתן ולהקים משפחות. מחקרים הראו שההטיה ביחס המינים תורמת לגידול בפשיעה ובאלימות במדינות הרלוונטיות.

אך מחקרם של וואי וזאנג התמקד דווקא בסוגיה כלכלית טהורה. הם בדקו את שיעורי החיסכון במשפחות סיניות שלהן יש רק בן ביחס למשפחות שבהן יש רק בת. התוצאות המחישו באופן חרימשמעי כי משפחות עם בן מגדילות את שיעור החיסכון באופן ניכר כדי להגדיל את סיכוייו למצוא כלה. לפי תחשיביהם, כמחצית מהגידול בשיעור החיסכון בסין ב-25 השנים האחרונות נובע מההטיה ביחס המינים.

הסבר זה, מוזר ככל שיישמע, ממחיש עד כמה המערכת הכלכלית העולמית מורכבת וכמעט בלתי ניתנת לחיזוי. תופעה תרבותית-דמוגרפית בסין ובמדינות המזרח הרחוק (העדפת תינוקות זכרים), בשילוב עם טכנולוגיה חדשה (אבחון מין העובר באמצעות הדמיה), הביאו לגידול חד בשיעורי החיסכון שם. עורף החיסכון גלש למדינות המערב, ותושביהן קפצו על המציאה ופתחו בחגיגת צריכה. זו הסתיימה במשבר כלכלי כואב, שאת סופו עדיין איננו רואים.

הכותב הוא עורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ניירות ערך או ייעוץ השקעות

היצוא מתקזז מול היבוא

יבואניות ויצואניות ההון הגדולות בעולם. מאזני החשבונות השוטפים, במיליארדי ד'

	2009	2008	2007	
יבואניות הון				
ארה"ב	-418.0	-706.1	-726.6	
ספרד	-74.1	-153.7	-144.4	
איטליה	-71.3	-78.9	-51.7	
אוסטרליה	-40.9	-46.7	-57.6	
צרפת	-38.8	-64.8	-25.9	
יוון	-37.1	-51.2	-44.7	
סך הכל	-680.3	-1,101.3	-1,050.8	
יצואניות הון				
סין	283.8	426.1	371.8	
גרמניה	160.6	245.7	253.8	
יפן	141.7	157.1	211.0	
רוסיה	47.5	102.4	77.0	
דרום קוריאה	42.7	-5.8	5.9	
תאילנד	20.3	1.6	15.7	
סך הכל	696.5	927.2	935.1	

של החשבון השוטף (שנמדד כאחוז מהתמ"ג) בכמה מדינות בעשור האחרון.

הדבר הראשון שבוטל לעין בטבלה הוא זהותן של שלוש המדינות עם הגירעונות הגבוהים ביותר בחשבון השוטף: יוון, פורטוגל וספרד. בשלושתן היה הגירעון כ-10% ויותר כבר ב-2006 (ביוון הוא היה 14% כבר ב-2007).

כמו שקורה לעתים קרובות במשברים פיננסיים, הכתובת היתה על הקיר זמן רב. הבעיה היא שכשהכלכלה צומחת מדינות יכולות לחיות עם גירעון שנים רבות, וכתוצאה מכך נוצרת שאננות כלפי הבעיה. היו אפילו כלכלנים שטענו בזמנו שגירעון מתמשך בחשבון השוטף אינו מהווה בעיה כלל. התופעה השנייה שעולה מהטבלה היא שרוב המדינות המפותחות נמצאות בגירעון מתמשך, בעוד שלחלק ניכר מהמדינות המתפתחות יש עודף מתמשך.

ממני הצריכה בארה"ב

מכיוון שהחשבון השוטף מייצג את מצבה של המדינה ביחס לשאר העולם, החשבון השוטף המצרפי של כל מדינות העולם חייב להתאפס. כלומר, העודף המתמשך בחשבון השוטף של מדינות כמו סין, יפן, גרמניה ורוסיה הוא תמונת ראי של הגירעון המתמשך בחשבון השוטף של ארה"ב וחלק ממדינות אירופה.

כדי להמחיש זאת, מוצגים בטבלה נתוני החשבון השוטף של שש יבואניות ההון הגדולות ביותר מול שש יצואניות ההון הגדולות ביותר בשלוש השנים האחרונות.

ראשית, ניתן לראות כיצד יבוא ההון מתקזז עם יצוא ההון. בנוסף, המספרים האבסולוטיים ממחישים שיבואנית ההון הגדולה ביותר היא ארה"ב, שהגירעון השוטף שלה ב-2009 הסתכם ב-418 מיליארד דולר. מי מממן את הגירעון הענק של האמריקאים? מתברר שהמקור העיקרי הם תושבי סין, שהעודף בחשבון השוטף שלה ב-2009 היה 284 מיליארד דולר.

קל להבין את חגיגת הצריכה האמריקאית בשנים האחרונות – כסף זול הוא פיתוי שקשה לעמוד בו. ואולם השאלה המעניינת יותר היא מדוע הסינים ושכניהם במזרח הרחוק חוסכים הרבה מעבר לצורכיהם. ההסבר המקובל עד כה היה שווה תגובה למשבר הפיננסי הקודם, שהתרחש לפני כעשור. תושבי המדינות המתפתחות ראו את חסכוניהם נעלמים במחי

קל להבין את חגיגת הצריכה האמריקאית בשנים האחרונות – כסף זול הוא פיתוי שקשה לעמוד בו. ואולם השאלה המעניינת יותר היא מדוע הסינים ושכניהם במזרח הרחוק חוסכים הרבה מעבר לצורכיהם

יד, והממשלות נאלצו להתמודד עם בריחת הון ועם מערכות בנקאות שקרסו בן לילה. הלכה מהמשבר היה שצריך להגדיל בצורה ניכרת את החסכונות, ולהחזיק אותם במדינות בעלות שוקי כספים מפותחים וגזילים – גם במחיר של תשואה נמוכה. עורף החיסכון של המדינות המתפתחות הוא מעין תעודת ביטוח כנגד משברים פיננסיים.

גם בזמן משבר: עדיף להיות פאסיבי

ב-2009 התגאו מנהלי ההשקעות בכך שהיכו את תשואת השוק, והסבירו כי בתקופות קשות עדיף למשקיעים להפקיד את כספם אצל מי שיודע לנצל הזדמנויות. בדיקה של תקופות ארוכות יותר מראה כי כמעט תמיד השוק מנצח

תשואה שנתית של 12.4%, קרן דש מניות עם תשואה שנתית של 11%, וקרן אי.בי.אי מניות עם תשואה שנתית של 10.8%. את תחתית הרשימה סוגרת קרן איילון מניות עם תשואה שנתית של -0.4%.

בנוסף לתשואות חשוב לבחון את הסיכון בהשקעה. המדר המקובל לבדיקת הסיכון הוא סטיית התקן שמשקפת את מידת התנודתיות של הקרן. השוואת סטיות התקן של הקרנות לסטיית התקן המקבילה של תעודת הסל מלמדת אם בחירה אקטיבית של מניות הצליחה להקטין את התנודתיות של התקן.

סטיית התקן החציונית של 36 הקרנות עם נתונים לשלוש שנים היתה 25.5% - וזה לסטיית התקן של תעודת הסל. גם סטיית התקן החציונית של 25 הקרנות עם נתונים לחמש שנים, 21.7%, היתה כמעט זהה לסטיית התקן של תעודת הסל, 21.6%.

כדי לבחון את התשואה המותאמת לסיכון של הקרנות השתמשתי במדד שארפ: תשואת הקרן פחות תשואה של נכס חסר סיכון - חלקי סטיית התקן של הקרן.

כדי לבחון את ביצועיהם של מנהלי הקרנות, יש להשוות את התשואה המותאמת לסיכון של הקרן לתשואה המותאמת לסיכון של הנכס שמהווה אמת מידה (בנצ"מ). במקרה זה מדובר בתעודת הסל קסם תל אביב 100.

הפרש בין התשואה המותאמת לסיכון של הקרן לבין התשואה המותאמת לסיכון של אמת המידה נקרא "תשואה יחסית מותאמת לסיכון". כשהתשואה היחסית מותאמת לסיכון היא אפס, אין לקרן שום יתרון מול אמת המידה. כשהיא גדולה מאפס, ביצועי הקרן טובים משל אמת המידה. ערך שלילי משמעו שאמת המידה עדיפה על הקרן.

בחינה של הקרנות לפי קריטריון התשואה היחסית המותאמת לסיכון העלתה כמה ממצאים. ל-11 קרנות מתוך 36 היתה תשואה יחסית מותאמת לסיכון גבוהה מאפס בתקופת של שלוש שנים. לארבע קרנות מתוך 25 היתה תשואה יחסית מותאמת לסיכון גבוהה מאפס בתקופה של חמש שנים, ולשלוש קרנות מתוך 25 היתה תשואה יחסית מותאמת גבוהה מאפס הן בתקופה של

כות את מדר היחס. ואולם ניתוח הביצועים של קרנות הנאמנות אינו יכול להסתמך על תשואות של שנה אחת בלבד.

כדי לבחון את יכולתם של מנהלי ההשקעות לבחור מניות שמכות את מדר היחס, בחנתי את הקרנות שמסווגות בהתמחות "מניות בארץ - מניות כללי". מנהלי הקרנות האלה נהנים מחופש מקסימלי בבחירת מניות, ויכולים להרכיב תיקי השקעות מכל המניות של חברות ישראליות.

לפיכך, אם נכונה הטענה כי ניהול השקעות אקטיבי עדיף על ניהול פסיבי בזמן משבר, היינו מצפים שקרנות רבות ירשמו ביצועים עורפיים ביחס להשקעה פסיבית במדד תל אביב 100. הניתוח בוצע לגבי שתי תקופות, שלוש שנים וחמש שנים, כשהנתונים מעורכנים ל-30 ביוני 2010.

בבורסה לניירות ערך בתל אביב נסחרות 36 קרנות שהתמחות שלהן מסווגת בקטגוריה הנבחרת, והיו פעילות לפני שלוש שנים (איני מביא בחשבון קרנות ששינו את התמחותן). כשמרחיבים את תקופת הבדיקה לחמש שנים, מספר הקרנות הרלוונטיות מצטמצם ל-25.

התשואה השנתית החציונית של 36 הקרנות בשלוש השנים האחרונות היתה 6.3% - לעומת זאת, תעודת הסל של קסם שעוקבת אחר מדר תל אביב 100 הניבה באותה התקופה תשואה שנתית גבוהה יותר של 2.9%. בסך הכל היו עשר קרנות שהניבו בשלוש השנים האחרונות תשואה גבוהה יותר משל תעודת הסל. המובילות בהן היו קרן המניות MORE של מיטב עם תשואה שנתית של 4.9%, וקרן מנורה מניות עם תשואה שנתית של 3.6%. מן העבר השני היו קרנות שהסבו למשקיעים הפסדים ניכרים, כשהגירוע בהן היתה קרן כיוון ישראל עם תשואה שנתית של -14.9%. התשואה השנתית החציונית של 25 הקרנות בחמש השנים האחרונות היתה 6.1%.

גם לתקופה של חמש שנים, השקעה בתעודת סל הניבה תשואה גבוהה יותר של 8.9%. בחמש השנים האחרונות היו רק שלוש קרנות נאמנות שהניבו תשואה שנתית ממוצעת גבוהה יותר משל תעודת הסל: קרן פסגות מניות ישראל עם

בעקבות המשבר הכלכלי לי האחרון הועמדו בספק רבות מהתפישות הכלכליות המקובלות. אחת מהטענות שהועלו בתכיפות בעיתונות הכלכלית היתה שבעתות משבר, ניהול השקעות אקטיבי עדיף על ניהול פסיבי.

הסיבה לכך, טענו מנהלי ההשקעות, היא שבעתות משבר השוק פועל באופן לא רציונלי, ולכן יש יתרון למנהלי השקעות מקצועיים - שפועלים בקור רוח ויכולים לנצל את ההזדמנויות שמביא עמו המשבר. בתי ההשקעות הציגו את העליות פנוי מנליות בקרנות הנאמנות שלהם במהלך 2009 כעדות ליכולתם של המקצוענים לה-

שלוש השנים הרעות

תשואות הקרנות בשלוש השנים האחרונות לעומת השנתיים שלפניהן

שם הקרן	תשואה שנתית ממוצעת 1.7.07 - 30.6.10	תשואה שנתית ממוצעת 1.7.05 - 30.6.07
מנורה מניות	3.6%	13.1%
דש מניות	2.6%	25.0%
אתגר מניות	0.4%	19.3%
אתגר מניות	0.4%	19.3%
אי.בי.אי מניות	0.3%	28.7%
פסגות מניות ישראל	-1.0%	36.0%
רמקו מניות	-1.9%	26.5%
רוטשילד ישראל	-1.9%	24.4%
אפסילון 364	-2.9%	26.2%
מיטב מניות	-4.5%	25.9%
אפיקים מניות	-5.1%	23.7%
אקסלנס מניות 30	-6.0%	35.1%
כלל מניות	-6.6%	23.2%
הראל פימ מניות	-6.7%	21.9%
אלטשולר סופה מניות	-7.3%	36.0%
אנליסט מניות	-7.3%	25.6%
מילניום מניות	-7.3%	29.0%
דש מניות פרימיום	-8.8%	30.5%
מגדל מניות מיקוד 30	-8.9%	27.8%
אקסלנס מניות	-9.3%	34.4%
מנורה TOP IL STOCKS	-10.3%	18.5%
אלומות מניות כללי	-11.1%	21.0%
תמיר פישמן מניות	-11.1%	23.0%
איילון מניות	-12.4%	20.6%
כוון ישראל	-14.9%	30.9%
קסם ת"א 100	-2.9%	29.2%

הראו לנו את הכסף



אם המגזר הפרטי ימשיך לחסוך בהתלהבות בזמן שהממשלות ינסו להפחית את ההלוואות, יגדל הסיכון שהכלכלה תחזור למיתון. המדינות העשירות, שבהן הצרכנים חיו על אשראי ונקלעו לחובות כבדים, נכנסות לתקופה של שיעור גבוה של חיסכון בקרב משקי הבית. אך חלק גדול מהעלייה בשיעור החיסכון במגזר הפרטי נובע לא מצרכנים אלא מעסקים. הרווחים היו גבוהים מספיק כדי לפצות על הוצאות התפעול בחלקים רבים של העולם העשיר, והותירו עודפי הון שהחברות יכולות לאגור.

אם חברות זהירות יצברו חסכונות רבים יותר, הסיכויים להתאוששות נמוכים. הכלכלות יישארו תקועות במצבן הנוכחי – והמוזר – שבו עודפי החברות מממנים את הגירעונות הממשלתיים. אם החברות יפתחו את הארנק, יגייסו עובדים ויבצעו השקעות, הן יאפשרו לממשלות לסגת בהדרגה מהלוואותיהן.

שיעור החיסכון בקרב חברות משתנה ממדינה למדינה. העסקים בבריטניה הם בין החוסכים הגדולים ביותר. בשנה שעברה הם הפיקו עודפים פיננסיים בשווי נטו של 8% מהתמ"ג – מרביתם בחברות שאינן בנקאיות. גם בארה"ב החלו החברות לחסוך, גם אם לא בלהט כמו בבריטניה. מדר הפער הפיננסי של הבנק הפדרלי, שבודק את פער ההכנסה של העסקים ביחס להוצאות, היה בשנה שעברה מינוס 0.8% מהתמ"ג – כלומר עודף – אך הפער נסגר במחצית הראשונה של 2010. העודף גבוה יותר אם מחשבים גם את יתרות הרווח של חברות זרות הפועלות בארה"ב, הנמדדות במדדים אירופיים.

שיעור החיסכון במגזר העסקי עלה בחדות גם בגוש הירוק: גירעון של 4% מהתמ"ג ב-2008 נעלם כמעט לחלוטין ב-2009. שינוי זה התרחש בעיקר כתוצאה מקיצוצים ניכרים בהוצאות החברות בצרפת ובספרד. החברות בגרמניה שומרות על עודפי מזומנים מאז 2004, אז החלו הרווחים לעלות כנתח מההכנסה הלאומית, בעוד צמיחת השכר האטה.

על פניו, נראה כי החברות ערוכות להוציא יותר ולתרום להתאוששות. אחרי הכל, העסקים אמורים להיות מוצא לחסכונות, ולא המקור שלהם. האופטימיים מצביעים על שיעור השיא של הפיקדונות שמחזיקות החברות בארה"ב בקרנות כספיות, באג"ח ובניירות ערך אחרים, שהגיע ל-1.6 טריליון דולר. לאור הריבית הנמוכה, ניתן לנצל את הכסף הזה כדי לגרוף רווחים נוספים.

אבל החברות אולי קיצצו בתקציביהן במידה רבה מדי. "הצריכה הפרטית גבוהה מהתחזיות", אומר דייוויד באורס ממכון המחקר אבסולוט סטרג'י. "הוצאות ההון, המלאי והמשרות נמוכות מדי בהשוואה לרמת הצריכה", הוא טוען. אנדרו סמיתרס, מחברת המחקר סמיתרס אנד קו, סבור אחרת: לדבריו, החברות צריכות לחסוך יותר מזומנים לאור חובותיהן הגדולות ושבריריות המערכת הפיננסית. לפני המיתון, חברות בארה"ב ובבריטניה לא היו זקוקות להלוואות גדולות, אם בכלל, כדי לממן משרדים ומפעלים חדשים. אך חובותיהן הלכו ותפחו. חברות אמריקאיות השתמשו בהנפקות אג"ח כדי לקנות מחדש את מניותיהן, ועסקים בבריטניה השתמשו בהן כדי לרכוש נתחים בחברות זרות. החובות הגבוהים הם המורשת של אותן עסקות, והם מעלים בחברות חשש שמא מאגרי המזומנים יידלדלו. יקח עוד זמן עד שהעסקים יחשוש שוב ביטחון.

הטיעון כי השקעות יניבו רווחים עתידיים נופל כעת על אוזניים ערלות, והשקעות העסקים כנתח מהתמ"ג נמצאות בשפל היסטורי. החברות חוששות שמאגרי המזומנים שלהן נמוכים מכדי להתמודד אפילו עם האטה בצמיחת הביקוש. יש לקוות כי תחול התאוששות מהוססת בהוצאות העסקים, וכי החברות ילמדו לאזן בין הרצון להימנע מהשקעות מיותרות לבין זהירות יתר שפוגעת בכלכלה.

אקונומיסט

פסגות מובילה בתשואות

ביצועי הקרנות בחמש השנים האחרונות*

שם הקרן	תשואה	סטיית תקן
פסגות מניות ישראל	12.4%	21.5%
דש מניות	11.0%	21.8%
אי.בי.אי מניות	10.8%	25.3%
אקסלנס מניות	8.7%	20.3%
רמקו מניות	8.6%	26.0%
אלטשולר סופה מניות	8.1%	25.1%
רוטשילד ישראל	7.8%	18.9%
אפסילון 36 4	7.8%	22.8%
אתגר מניות	7.6%	19.5%
מנורה מניות	7.3%	16.2%
מיטב מניות	6.7%	23.8%
אקסלנס מניות	6.1%	30.1%
מילניום מניות	5.8%	21.1%
אפיקים מניות	5.5%	21.3%
דש מניות פרימיום	5.3%	22.9%
אנליסט מניות	4.7%	22.6%
כלל מניות ערך	4.3%	21.7%
מגדל מניות מיקוד 30	4.3%	25.4%
הראל פיא מניות	3.8%	21.2%
תמיר פישמן מניות	1.2%	19.7%
כוון ישראל	1.1%	29.8%
אלומות מניות כללי	0.6%	17.3%
מנורה TOP IL STOCKS	0.3%	20.6%
איילון מניות	-0.4%	22.2%
חציון	6.1%	21.7%
קסם ת"א 100	8.9%	21.6%

*הנתונים נכונים ל-30 ביוני 2010 **תשואה יחסית מותאמת לסיכון מחושבת כהפרש בין מדד שארפ של הקרן למדד שארפ של תעודת הסל. כאשר הערך שלה הוא חיובי, לקרן יש תשואה מותאמת לסיכון (מדד שארפ) גבוהה משל תעודת הסל.

המסקנות למשקיעים

הטענה כי בזמן משבר מוטב לפנות לניהול השקעות אקטיבי נשמעת הגיונית, אך היא לא עומדת במבחן המציאות. רובם הגדול של מנהלי ההשקעות בישראל לא הצליחו להגיב ביצועים עודפים ביחס להשקעה פסיבית וזולה במדר תל אביב 100.

הכותב הוא עורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ניירות ערך או ייעוץ השקעות

תשואות גבוהות יכולות לנבוע גם ממזל, ולא דווקא מכישרון. ההסתמכות על תשואות העבר לא תמיד עוזרת לבחור קרנות טובות יותר

חמש שנים והן בשלוש שנים.

כשבוחנים את תשואות העבר של קרנות הנאמנות, חשוב לזכור שתשואות גבוהות יכולות לנבוע ממזל, ולא דווקא מכישרון. אם תשואת הקרן נובעת רק ממזל, ההסתמכות על תשואות העבר לא עוזרת למשקיעים לבחור קרנות טובות יותר.

אחת הדרכים לאתר את הקרנות שהנייבו תשואות גבוהות בגין כישרון בלבד היא לבצע ניתוח על פני כמה תקופות. סביר להניח שקרנות שהתשואות שלהן נובעות רק ממזל לא יצליחו לשחזר את ההצלחה בכמה תקופות.

כדי לבדוק את העניין בחנתי את התשואות של 25 הקרנות שהיו פעילות בחמש השנים האחרונות בחלוקה לשתי תקופות משנה: שלוש השנים שבין 1 ביולי 2007 ל-30 ביוני 2010; והשנתיים שקדמו להן, מ-1 ביולי 2005 עד 30 ביוני 2007.

בשנתיים שבין 2005 ל-2007 הניבה תעודת הסל קסם תל אביב 100 תשואה שנתית ממוצעת של 29.2%. רק שש מתוך 25 הקרנות רשמו תשואות גבוהות יותר משל תעודת הסל. ואולם לחמש מתוך שש הקרנות האלה היו תשואות נמוכות מאוד בשלוש השנים שלאחר מכן. כולטת במיוחד קרן כיוון ישראל, שהניבה תשואה שנתית של 30.9% בשנתיים הראשונות, אך בשלוש השנים שלאחר מכן ירדה לתחתית טבלת התשואות עם תשואה שנתית של -14.9%.

הטבלה המצורפת ממחישה בצורה ברורה עד כמה התשואות הגבוהות של הקרנות נובעות בעיקר ממזל. למעשה, רק קרן אחת, פסגות מניות ישראל, הצליחה לרשום תשואות גבוהות יותר משל תעודת סל בשתי התקופות. באופן לא מפתיע, קרן זו מדריגת במקום הראשון לפי המדר של תשואה מותאמת לסיכון לחמש שנים.

צמוד או לא? איפה עדיף לקרנות הפנסיה להשקיע

בשלוש השנים האחרונות ניצחו האג"ח הממשלתיות הצמודות את הלא צמודות. בטווח של 20 שנה התוצאה מתהפכת. האם זה אומר שעדיף לא צמוד? לא תמיד

זהה, 4.9%. ב-1990-2009 היתה התשואה הריאלית השנתית של האג"ח הממשלתיות הצמודות 2.5%, ואילו הלא צמודות הניבו ב-17 השנים האחרונות (1993-2009) תשואה ריאלית שנתית של 5%.

גם כשמאריכים את תקופת הבדיקה ל-30 שנה (1980-2009) נשארת התשואה הריאלית השנתית של האג"ח הצמודות ללא שינוי, 2.5%. האם אפשר להסיק מכך כי בטווח הארוך אג"ח לא צמודות עדיפות על הצמודות?

מתברר שמסקנה כזאת היא שגויה. הסיבה לתשואות הריאליות הגבוהות של האג"ח הלא צמודות היא שבתחילת שנות ה-90 שררה בישראל אינפלציה דוֹסְפֶּרֶת, וכתוצאה מכך שערי הריבית שנאלצה הממשלה לשלם על החוב הלא צמוד היו גבוהים בהתאם. מכיוון שבנק ישראל הצליח להוריד בהדרגה את קצב האינפלציה, זכו המשקיעים באג"ח אלה בתשואות ריאליות גבוהות.

היכן עומדות תשואות האג"ח הממשלתיות בישראל ביחס לשאר העולם? בארה"ב אג"ח ממשלתיות צמודות הן המצאה חדשה יחסית. בעשור האחרון (1999-2008) היתה התשואה הריאלית השנתית של אג"ח אמריקאיות כמעט זהה בשני המסלולים: 5.6% לצמודות ו-5.7% ללא צמודות.

בבדיקה של תקופות ארוכות יותר, יש נתונים רק לגבי האג"ח הלא צמודות. ב-20 השנים שבין 1989 ל-2008 היתה התשואה הריאלית השנתית של אג"ח אמריקאיות 6.8%, ואילו ב-50 השנים שבין 1959 ל-2008

גם הוא בתקופה זו, אך בשיעור צנוע בהרבה - תשואה שנתית נומינלית של 5%, שמשמעה תשואה שנתית ריאלית של 1.3%.

האם ההשקעה באג"ח ממשלתיות צמודות היא אווזה שמטילה ביצי זהב? בחינה של התשואות ב-20 השנים האחרונות מלמדת שאסור לקפוץ למסקנות חפויות.

למרות התרמית של האג"ח הממשלתיות כהשקעה סולידית ובטוחה, מתברר שבטווח הקצר גם הן חשופות לתנודות חריפות למדי. ב-20 השנים האחרונות (1990-2009) היו התשואות השנתיות הריאליות של האג"ח הממשלתיות הצמודות בין 5.8%-ל-13.8%. בשש מתוך 20 השנים האחרונות הניבה ההשקעה באג"ח ממשלתיות צמודות תשואה ריאלית שנתית שלילית.

המשקיעים באג"ח ממשלתיות לא צמודות היו חשופים לתנודות חריפות עוד יותר. התשואות הריאליות שלהן ב-17 השנים האחרונות היו בין 8.3%-ל-22% (ממשלת ישראל התחילה להנפיק אג"ח לא צמודות רק ב-1992). השקעה באג"ח אלה הניבה למשקיעים תשואה ריאלית שלילית בארבע מתוך 17 השנים האחרונות.

אג"ח ממשלתיות הן מרכיב מרכזי בתיקי החיסכון הפנסיוני של הציבור. עבור החוסכים לטווח ארוך חשובות יותר התשואות של האג"ח הממשלתיות לפרקי זמן ארוכים, ולא התנודות השנתיות.

התשואה הריאלית של אג"ח צמודות ולא צמודות בעשור האחרון (2000-2009) היתה

שלוש השנים האחרונות היו קשות מאוד עבור המשקיעים והחוסכים בכל העולם. אפיקי ההשקעה הניבו תשואות שליליות והסבו למשקיעים הפסדים כבדים. ואולם אפיק השקעה אחד הניב תשואה שנתית ממוצעת של קרוב ל-9% בתקופה זו. אין מדובר בקרן גידור, או באפיק השקעה מתוחכם במיוחד, אלא דווקא באג"ח צמודות למדד של ממשלת ישראל.

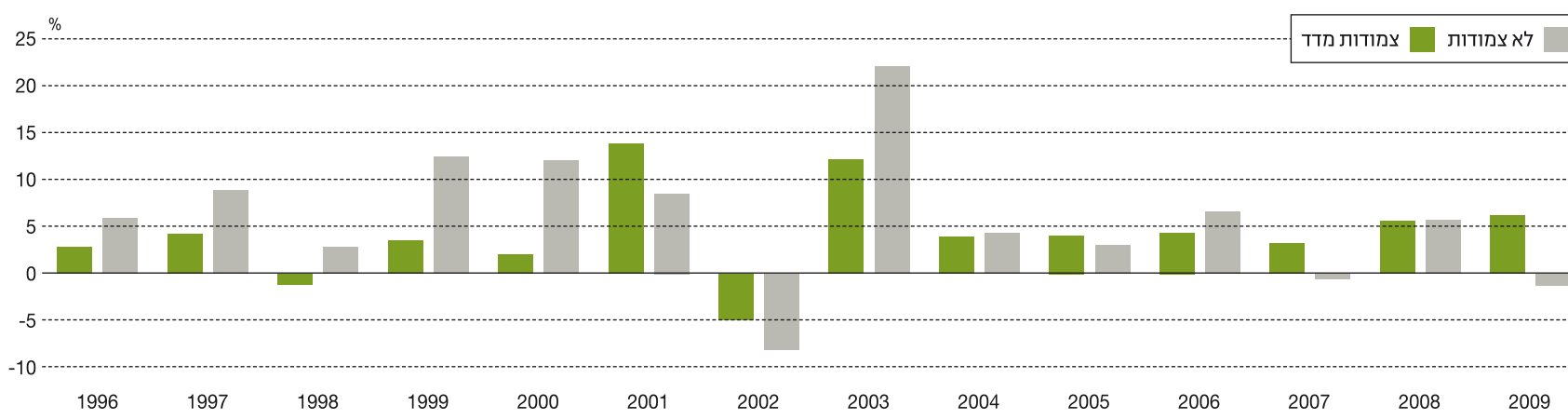
מדד האג"ח הממשלתיות הצמודות, שמפרסמת הבורסה לניירות ערך, עלה בשלוש השנים האחרונות (2007-2009) בממוצע שנתי של 8.8% - תשואה שנתית ריאלית (בניכוי אינפלציה) של 4.9%. מדד האג"ח הממשלתיות הלא צמודות (שחר וגילון) עלה



מחקר שווקים
אלי מלכי

משקיעים צריכים לבנות ציפיות ריאליות למרות התשואות הגבוהות בשנים האחרונות, יש לצפות כי השקעה באג"ח ממשלתיות תניב תשואה של 2%-3%

תנודתיות - למרות התדמית הסולידית אג"ח של ממשלת ישראל - תשואה שנתית ריאלית



מכיוון שהאינפלציה העתידית אינה ודאית, אג"ח צמודות בדרך כלל עדיפות על לא צמודות. ואולם יש מקרים שבהם אפשר לקבל תשואות גבוהות יותר מהשקעה באג"ח לא צמודות

מסקנות למשקיעים

ראשית, המשקיעים יכולים להסיק כי גם אג"ח ממשלתיות עשויות להיות תגודתיות למדי, ולכן אינן מספקות הגנה אפקטיבית למשקיעים בטווח הקצר. אם המשקיעים זקוקים למכשירי השקעה קצרי טווח ואינם יכולים לקחת סיכונים, מוטב שייפנו למק"מ או לפיקדונות בנקאיים.

שנית, משקיעים צריכים לבנות לעצמם מערכת ציפיות ריאלית לגבי התשואות הסבירות בחיסכון סולידי לטווח ארוך. למרות התשואות הגבוהות של האג"ח הצמודות בשלוש השנים האחרונות, יש לצפות כי השקעה באג"ח ממשלתיות לטווח ארוך תניב תשואה שנתית ריאלית ממוצעת של 2%-3%. הגדלת התשואה בחיסכון לטווח ארוך מחייבת הגדלה מקבילה בסיכון באמצעות אג"ח קונצרניות, מניות ונרדל"ן.

המסקנה השלישית היא שמכיוון שהאינפלציה העתידית אינה ודאית, אג"ח צמודות בדרך כלל עדיפות על לא צמודות. ואולם יש מקרים שבהם אפשר לקבל תשואות גבוהות יותר מהשקעה באג"ח לא צמודות. כשהאינפלציה עולה והבנק המרכזי מעלה את שער הריבית כדי להאט את קצב האינפלציה, המשקיעים באג"ח לא צמודות לטווח ארוך יכולים לקבל תשואות ריאליות גבוהות משל הצמודות. עם זאת, חשוב לזכור שהתנאי לכך הוא שהבנק המרכזי אכן יצליח להוריד את קצב האינפלציה. אם הוא לא מצליח, ההימור עלול להתברר כשגוי – ולהניב תשואות ריאליות נמוכות משל האג"ח הצמודות.

הכותב הוא עורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ניירות ערך או ייעוץ השקעות

לחסדי האינפלציה

אג"ח ממשלתיות - תשואה שנתית ריאלית

תקופה	צמודות	לא צמודות
ישראל		
2000-2009	4.9%	4.9%
1993-2009	-	5.0%
1990-2009	2.5%	-
1980-2009	2.5%	-
ארה"ב		
1999-2008	5.6%	5.7%
1989-2008	-	6.8%
1959-2008	-	3.2%
בריטניה		
1999-2008	1.9%	2.4%
1989-2008	3.9%	5.5%
1959-2008	-	2.3%

אג"ח של ממשלת ישראל

תשואה שנתית ממוצעת 2009-2007

סוג האג"ח	תשואה נומינלית	תשואה ריאלית
צמודות	8.8%	4.9%
לא צמודות	5.0%	1.3%

היתה התשואה הריאלית השנתית 3.2%. גם בארה"ב שררה בתחילת שנות ה-90 אינפלציה גבוהה יחסית, ושערי הריבית ששילמה הממשלה עבור החוב היו בין 9% בתחילת התקופה ל-6% בסופה. לפיכך, התשואה הריאלית הגבוהה ב-20 השנים האחרונות היא תוצאה של מקרה מיוחד זה, ואין להסיק ממנה לגבי העתיד.

בבריטניה, אפיק הממשלתיות הצמודות קיים תקופה ארוכה יותר. התשואות הריאליות שלהן היו 1.9% ב-1999-2008, ו-3.9% ב-1989-2008. התשואות הריאליות של האג"ח הלא צמודות היו 2.4% ב-1999-2008, 5.5% ב-1989-2008 ו-2.3% בין 1959 ל-2008.

גם בבריטניה האג"ח הלא צמודות הניבו תשואה ריאלית גבוהה ב-20 השנים האחרונות, בשל שיעורי אינפלציה גבוהים בתחילת שנות ה-90 – שירדו בהדרגה.

מתברר שבטווח הארוך התשואה הריאלית של אג"ח ממשלתיות, צמודות ולא צמודות, מתכנסת לטווח של 2%-3%. כלכלנים מסבירים את קיומו של שער ריבית חיובי בתפישה שנקראת "העדפת זמן" – אנו מעדיפים הכנסה היום על הכנסה בעתיד. התכנסותם של שיעורי התשואה הריאליים של אג"ח ממשלתיות במדינות שונות לערכים דומים, מעידה כי שיעור העדפת הזמן דומה בכל העולם.

אג"ח חברות הכי טובות

מנהלים שמתמחים באג"ח קונצרניות טוענים כי ההשקעה במכשיר זה דורשת מקצועיות וידע, אך התשואות מגלות כי שווה יותר לקנות תעודת סל זולה

**בבורסת תל אביב
נסחרות 34 קרנות
בקטגוריה של אג"ח
בארץ - חברות
והמרה, שפועלות
כבר שלוש שנים
לפחות. פערי
התשואות ביניהן
גדולים מאוד**

תשואות הקרן פחות תשואה של נכס חסר סיכון (חלקי סטיית התקן של הקרן). תשואה מותאמת לסיכון גבוהה משמעה שמנהל הקרן הצליח להניב למשקיעים תוספת תשואה גבוהה יותר ביחס לאותה רמת סיכון. כדי לבחון את ביצועיהם של מנהלי הקרנות יש להשוות את התשואה המותאמת לסיכון של הקרן לתשואה המותאמת לסיכון של מדד היחס - במקרה שלנו תעודת הסל קסם תל בונד 20. ההפרש בין התשואה המותאמת לסיכון של הקרן לבין התשואה המותאמת לסיכון של מדד היחס נקרא תשואה יחסית מותאמת לסיכון. כשהתשואה היחסית המותאמת לסיכון היא אפס, אין לקרן שום יתרון מול תעודת סל שעוקבת אחרי המדד. כאשר היא גדולה מאפס ביצועי הקרן טובים יותר משל תעודת הסל, ואילו ערך שלילי משמעו שתעודת הסל עדיפה על הקרן. בחינה של הקרנות שמשקיעות באג"ח חברות מראה שבשלוש השנים האחרונות, ל-33 מתוך 34 הקרנות היתה תשואה מותאמת לסיכון שלילית. רק קרן אלומות אג"ח מדורג ללא מניות הצליחה להשיג תשואה מותאמת לסיכון חיובית, ואולם גם היא היתה קרובה מאוד לאפס. אמנם התשואה השנתית של קרן זו (8.4%) היתה נמוכה במקצת משל תעודת הסל, אך סטיית התקן שלה (6.5%) - שהיתה נמוכה באופן משמעותי ביחס לתעודת הסל - קיזזה את השפעת התשואה. לעומתה, סטיית התקן של קרן תמהיל אג"ח חברות, שעומדת בראש טבלת התשואות, היתה גבוהה מספיק על מנת לקזז את השפעת התשואה הגבוהה, ולכן התשואה היחסית המותאמת לסיכון שלה היתה שלילית.

שלילית של 9.2%, וקרן ישיר אג"ח מדורג ללא מניות, גם היא של בית ההשקעות מיטב, עם תשואה שנתית שלילית של 2.3%. התשואה השנתית החציונית של קבוצת הקרנות שמתמחות באג"ח חברות היתה 4.7%.

קרנות נאמנות אינן הדרך היחידה להשקעה באג"ח חברות. כאלטרנטיבה להן אפשר לרכוש תעודת סל שעוקבת אחר אחד ממדדי תל בונד שמפרסמת הבורסה. המדד הוותיק ביותר הוא תל בונד 20, שהושק בפברואר 2007 וכולל 20 אג"ח קונצרניות צמודות למדד בריבית קבועה, בעלות שווי השוק הגבוה ביותר מבין כלל האג"ח מסוג זה.

אג"ח שנכללות במדד תל בונד 20 חייבות לעמוד בכמה תנאי סף - בין היתר שיהיה להן דירוג אשראי גבוה, לפחות A- בדירוג מעלות, או A3 בדירוג מדורג. כמוכן שהמדד אינו כולל אג"ח מובנות, אג"ח להמרה, אג"ח בריבית משתנה ואג"ח שהתזרים הנובע מהן אינו ידוע מראש.

יש שש תעודות סל שעוקבות אחר מדד תל בונד 20. לצורך ההשוואה ניעזר בתעודת הסל קסם תל בונד 20. התשואה השנתית הממוצעת של תעודה זו בשלוש השנים האחרונות היתה 9.3%, כמעט כפולה מהתשואה החציונית של קרנות הנאמנות. למעשה, רק שתי הקרנות הראשונות ברשימה השיגו תשואות גבוהות יותר משל תעודת הסל.

בנוסף לתשואות, חשוב לבחון את הסיכון הכרוך בהשקעה. המדד המקובל למדידת הסיכון הוא סטיית התקן, שמשקפת את מידת התנודתיות של הקרן או תעודת הסל. מתברר שרוב הקרנות שמשקיעות באג"ח חברות התאפיינו בתנודתיות חריפה, שאינה נופלת מרמת התנודתיות שמאפיינת את שוק המניות.

כך למשל, לקרן תמהיל אג"ח חברות, שעומדת בראש טבלת התשואות, היתה סטיית תקן של 22.5%. לשם השוואה, סטיית התקן של מדד ת"א 100 באותה התקופה היתה 25.5%.

לעומת זאת, תעודת הסל קסם תל בונד 20 העניקה למשקיעים שקט נפשי יחסי, מכיוון שרמת התנודתיות שלה היתה נמוכה בהרבה, 8.1%, לעומת סטיית התקן החציונית של הקרנות, 14.1%.

פרופ' ויליאם שארפ, זוכה פרס נובל לכלכלה, הציע מדד של תשואה מותאמת לסיכון שנקרא על שמו - מדד שארפ. התשואה המותאמת לסיכון מחושבת כך:

השקעה באג"ח חברות (אג"ח קונצרניות) היא פתרון מועדף עבור חוסכים המעוניינים בתשואה גבוהה יותר מזו של אג"ח ממשלתיות, אך חוששים לעלות על רכבת ההרים של שוק המניות. כל זמן שהחברה שהנפיקה את האגרת עומדת בהתחייבויותיה, התשואה למשקיעים מובטחת. עם זאת, אם החברה המנפיקה חווה קשיי נזילות, או שהיא מגיעה לחדלות פירעון, למשקיעים ייגרמו הפסדים ניכרים והם אף עלולים לאבד את כל השקעתם.

מסיבה זו טוענים מנהלי ההשקעות כי השקעה באג"ח חברות נועדה למומחים. ניתוח מצבה הפיננסי של חברה וחזיון יכולת ההחזר שלה דורשים ידע וניסיון שאינם עומדים לרשות המשקיע הפשוט. המומחיות בבחירת אג"ח חברות חשובה על אחת כמה וכמה בתקופה של חוסר יציבות פיננסית, שכמותה חווינו בשלוש השנים האחרונות.

לאור טענה זאת, מעניין לבחון כיצד הצליחו מנהלי קרנות הנאמנות בבחירת אג"ח חברות. בבורסה לניירות ערך בתל אביב נסחרות 34 קרנות שמסווגות בקטגוריה של אג"ח בארץ - חברות והמרה, שהיו קיימות לפני שלוש שנים (איני כולל קרנות ששינו התמחות).

מתברר שפערי התשואות שהניבו הקרנות שמתמחות באג"ח חברות בשלוש השנים האחרונות היו גדולים מאוד. בראש הרשימה עומדות שתי קרנות של בית ההשקעות מיטב, קרן תמהיל אג"ח חברות עם תשואה שנתית ממוצעת של 16.1%, וקרן מיטב אג"ח מדדי ללא מניות עם תשואה שנתית ממוצעת של 9.8%. בתחתית הרשימה נמצאות קרן כרמים אג"ח חברות, של בית ההשקעות אלומות ספרינט, עם תשואה שנתית ממוצעת

**קרנות נאמנות אינן
הדרך היחידה
להשקעה באג"ח
חברות. אפשר לרכוש
תעודה שעוקבת אחר
אחד ממדדי תל בונד,
למשל תל בונד 20**

רק שתי קרנות הכו את תעודת הסל

ביצועי הקרנות המשקיעות באג"ח קונצרניות בשלוש השנים האחרונות

הקרן	תשואה שנתית ממוצעת	סטיית תקן	תשואה יחסית מותאמת לסיכון**
תמהיל אג"ח חברות	16.1%	22.5%	-0.180
מיטב אג"ח מדדי	9.8%	14.9%	-0.315
אקסלנס אקספרט אינפלציה	9.3%	9.3%	-0.098
אלומות אג"ח מדורגות	8.4%	6.5%	0.047
הראל פיא אג"ח חבר	7.8%	15.5%	-0.458
כלל אג"ח תאגידים	7.5%	13.6%	-0.440
כלל מסלול אג"ח מדורגות	7.1%	10.1%	-0.369
אקסלנס אג"ח המרה וחברות	7.0%	18.1%	-0.545
אלטשולר אג"ח חבר	6.8%	14.1%	-0.497
דש קונצרני	6.0%	10.5%	-0.490
הראל פיא קונצרני ומעלה	5.9%	12.4%	-0.540
מגדל פלטינום	5.9%	17.7%	-0.604
מודוס אג"ח חברות	5.5%	12.0%	-0.560
מודלים אג"ח חברות	5.3%	6.5%	-0.432
מגדל אג"ח מדורגות ותיק 10	4.8%	19.8%	-0.675
אלומות קונצרני A + 10	4.7%	9.6%	-0.596
כרמים צמוד מדד מדורג	4.2%	20.5%	-0.708
כלל אג"ח מדורגות	3.9%	15.8%	-0.712
אקסלנס אג"ח חברות	3.8%	16.9%	-0.722
כלל פרמיום	3.5%	17.7%	-0.735
מגדל אג"ח חברות	3.5%	25.1%	-0.742
אקסלנס אג"ח חברות	3.5%	13.5%	-0.734
מגדל אג"ח מדורגות	3.5%	12.6%	-0.734
מרכנתיל אג"ח חברות	3.4%	11.1%	-0.739
מיטב אג"ח להמרה	3.1%	19.4%	-0.757
אנליסט המיר קונצרני + 30	2.8%	21.6%	-0.772
פסגות אג"ח חברות	2.7%	14.0%	-0.787
אנליסט אג"ח חברות + 30	2.0%	14.7%	-0.836
ילין תיק אג"ח חברות + 50	1.5%	17.9%	-0.847
דש בונד פרימיום תשואה	1.0%	11.3%	-0.951
יובנק אג"ח חברות רייטינג	0.8%	10.9%	-0.974
דש 10/90 תשואה	-0.3%	18.3%	-0.944
ישיר אג"ח מדורגות	-2.3%	22.1%	-1.003
כרמים אג"ח חברות	-9.2%	22.5%	-1.306
חציון	4.7%	14.1%	-0.247
קסם תל בונד 20	9.3%	8.1%	

*הנתונים נכונים ל-31 ביולי **מחושבת כהפרש בין מדד שארפ של הקרן למדד שארפ של תעודת הסל. כשהערך חיובי, המשמעות היא שמנהל הקרן הצליח להשיג תשואה גבוהה משל תעודת הסל, גם לאחר התחשבות בסיכון

מהן המסקנות למשקיעים?

לא הביאו ערך למשקיעים ולא הצדיקו את דמי הניהול שהן גובות.

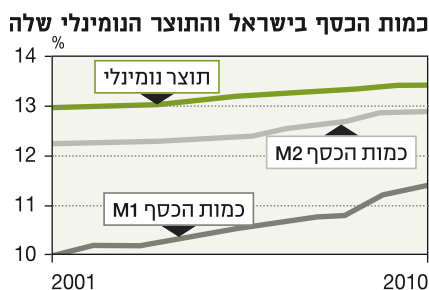
כתקופה זו חוונו משבר אשראי קשה שבו נהפכו חברות רבות לחדלות פירעון. ניתן היה לצפות שדווקא בתקופה כזאת יצליחו מנהלי ההשקעות הטובים יותר לבחור אג"ח איכותיות עבור קרנות הנאמנות שבניהולם. עם זאת, הרוב המוחלט של מנהלי ההשקעות לא הצליח במשימה זו, והשקעה עיוורת במדד תל בונד 20 באמצעות תעודת סל זולה הביאה למשקיעים את הערך הרב ביותר. הכותב הוא עורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ניירות ערך או ייעוץ השקעות

בעולם ההשקעות אנו שומעים לעתים קרובות טענות מעניינות, שנראה כאילו יש בהן היגיון רב. אבל חשוב לזכור ששום טענה אינה מובנת מאליה, ויש לבחון אותה באמצעות נתונים אמפיריים לפני שמחליטים לבסס עליה החלטות השקעה שנוגעות לחסכונות שלנו. הנתונים שהוצגו כאן ממחישים כי הטענה שהשקעה באג"ח חברות מחייבת מקצועיות וידע לא עמדה במבחן המציאות. מתברר שבשלוש השנים האחרונות, רוב קרנות הנאמנות שמשקיעות באג"ח חברות

מזומן הוא מבצרו של

לריבית הנמוכה, שנועדה להמריץ את הכלכלה, יש מגבלות. כשהציבור חושש הוא מתבצר במזומן, ממעט להזרים ביקושים - ובכך מעכב את צמיחת המשק

2 משקל המזומן עולה



M1 - כל המזומנים ופיקדונות העו"ש שמחזיק הציבור
M2 - M1 בנוסף לכל הפיקדונות הלא-צמודים שבידי הציבור
לתקופה של עד שנה

התפתחותם של המצרפים המוניטריים, ניתן לראות שער 2007 עלה M2 במקביל לתוצר הנומינלי. לעומת זאת, M1 עלה בקצב מהיר יותר מהעלייה של M2.

המשמעות היא שבתקופה זו השתנו העדפות הציבור לגבי אופן החזקת מזומן ותחליפי מזומן. בעוד שב-2001 כ-12% מ-M2 היו במזומן ו-84% היו בפיקדונות לזמן קצר, ב-2007 עלה משקל המזומן ל-18%, ואילו משקל הפיקדונות לזמן קצר ירד במקביל ל-82%.

עליית משקלו של המזומן ביחס לתחליפי המזומן מצביעה על התגברות האמון של הציבור בנחישותו של בנק ישראל לבלום את האינפלציה.

החל ב-2007, ובאופן בולט יותר

ריאלית גבוהה מספיק, עדיף לנו לוותר על רכישות בהווה ולדחות אותן לעתיד. ואולם הריבית הריאלית שנקבל בעתיד אינה ידועה לנו מראש, מכיוון שהיא תלויה גם בשיעור עליית המחירים כשייפדה הפיקדון. כתוצאה מכך, המניע הספקולטיבי רגיש מאוד לציפיות לאינפלציה. המניע הראשון נגזר ישירות מהיקף הפעילות במשק, ואולם שני המניעים האחרים הם בעיקרם פסיכולוגיים, ולכן מגיע קיינס למסקנה הבאה: "ברור כי שער הריבית הוא תופעה פסיכולוגית במידה רבה".

מגדילים את המזומן

האם המדיניות המוניטרית המרחיבה השיגה את מטרתה? כדי לענות על שאלה זו נבחן את התפתחות התוצר הנומינלי וכמות הכסף בעשור האחרון (תרשים 2). המדידה המקובלת של כמות הכסף במשק היא באמצעות המצרף המוניטרי M1, שנקרא גם כמות אמצעי התשלום. M1 כולל את כל המזומנים ופיקדונות העו"ש שמחזיק הציבור (משקי בית ועסקים).

עם זאת, הגדרת כמות הכסף באמצעות M1 עלולה להיות צרה מדי, מכיוון שמשקי בית ועסקים משתמשים בפיקדונות קצרי טווח כתחנת ביניים לכסף עד להפיכתו למזומן. לפיכך נהוג למדוד גם את המצרף המוניטרי M2, שכולל את M1 בנוסף לכל הפיקדונות הלא-צמודים שבידי הציבור לתקופה של עד שנה. מצרף זה משקף את המזומן ואת תחליפי המזומן שבידי הציבור.

הדבר הראשון שהתרחש ממחיש הוא שלמרות המשבר הכלכלי העולמי, המשק הישראלי לא נכנס למיתון והתוצר הנומינלי המשיך לעלות גם ב-2008-2009. מבחינת

החלטתו של בנק ישראל בסוף יולי להעלות את הריבית ב-0.25% הפתיעה פרשנים רבים, במיוחד לאור העובדה שקצב האינפלציה השנתי ירד לרמה של 2.4% ונמצא בתוך הטווח של יעד האינפלציה. בנק ישראל נימק את החלטתו ברצון להחזיר את הריבית לרמתה הנורמלית, וציין כי למרות העלאת הריבית, המדיניות המוניטרית עדיין מרחיבה. ואכן, השוואה של ריבית בנק ישראל ביחס לקצב האינפלציה השנתי מראה שהריבית הריאלית - ההפרש בין ריבית בנק ישראל לקצב האינפלציה - היא שלילית כבר יותר משנתיים. תרשים 1 ממחיש שבנק ישראל ויהה בהצלחה את המשבר הכלכלי בתחילת 2008 ונקט מדיניות מוניטרית מרחיבה, שמטרתה היתה להמריץ את הפעילות במשק.

הריבית הנמוכה פועלת בשני כיוונים: היא מקטינה את הכראיות של החזקת פיקדונות נושאי ריבית, ובמקביל מזוילה את עלויות האשראי, ובכך מעודדת לקיחת הלוואות. שתי ההשפעות אמורות להמריץ את הפעילות במשק באמצעות הגדלת הביקושים.

ואולם מתברר שהמציאות הכלכלית מורכבת יותר. ג'ון מיינרד קיינס, שנחשב אבי המקרו-כלכלה המודרנית, מקדיש בספרו "התיאוריה הכללית של תעסוקה, ריבית וכסף" פרק שלם להסברת "התמריצים הפסיכולוגיים והעסקיים לנזילות".

קיינס מחלק את העדפת הנזילות (הרצון להחזיק כסף מזומן) לשלושה מניעים:

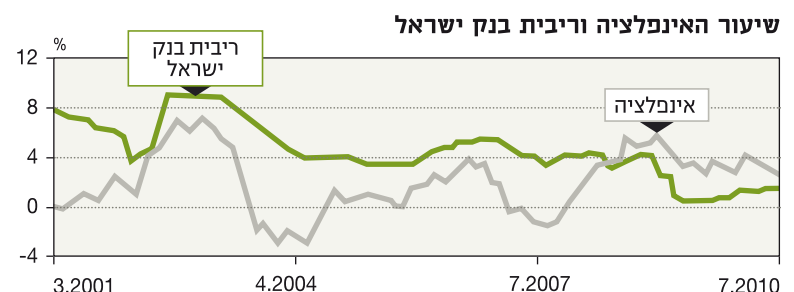
1. מניע העסקות - נובע מהרצון לגשר על הפער שבין עיתוי ההכנסות לעיתוי ההוצאות.
2. מניע הזהירות - נובע מהחשש ממאורעות בלתי צפויים והרצון להיערך להם.
3. המניע הספקולטיבי - נובע מכך שלנזילות יש מחיר במונחים של הפסד אלטרנטיבי של ריבית, שהיינו מקבלים אילו הכסף היה סגור בפיקדון. כלומר, אם אנו צופים שנקבל ריבית



מחקר שווקים
נלי מלי

הורדת הריבית הביאה להרחבה בכמות המזומן שהציבור מחזיק. עם זאת, חלק ניכר ממנה לא הוזרם למשק כביקושים, אלא נאגר לביטחון עקב החשש ממפולת כלכלית

1 הריבית הריאלית* שלילית כבר כשנתיים



*ההפרש בין ריבית בנק ישראל לקצב האינפלציה



סטנלי פישר

תצלום: אמיל סלמן



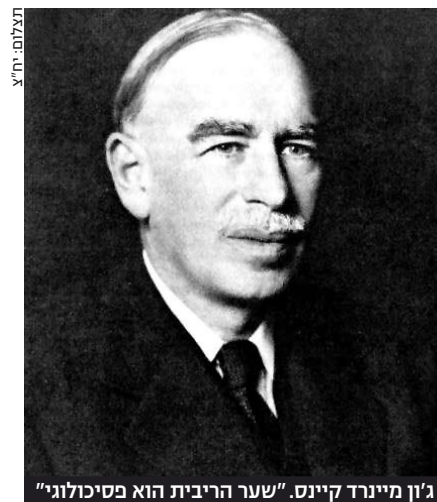
תצלום: תומר אפלנאום

הציבור

3 האינפלציה יורדת - אמון הציבור גדל



*מהירות המחזור - היחס שבין התוצר הנומינלי לכמות הכסף (M2)



תצלום: יח"צ

ג'ון מיינרד קיינס. "שער הריבית הוא פסיכולוגי"

ב-2008-2009, הן M1 והן M2 עלו בקצב מהיר יותר מהעלייה בתוצר הנומינלי. בין 2007 ל-2009 עלה M2 בשיעור מצטבר של 29%, ו-M1 ב-72%. לעומת זאת, התוצר הנומינלי עלה בשיעור מצטבר של 12% בלבד.

הביטוי לקשר בין התוצר הנומינלי לכמות הכסף הוא מהירות המחזור של הכסף, שהיא למעשה היחס ביניהם. תרשים 3 מציג את מהירות המחזור ביחס לקצב האינפלציה השנתי ב-15 השנים האחרונות, כשכמות הכסף נמדדת באמצעות M2.

מהירות המחזור שנמדדת ב-M2 אינה מושפעת ממעבר של כספים ממזומן לפיקדונות לזמן קצר, אלא משקפת את העדפותיו של הציבור ביחס להחזקת מזומן ותחליפי מזומן. מכיוון שהתוצר שווה בקירוב להכנסה הלאומית, מהירות המחזור משקפת את היחס בין כמות המזומן ותחליפי המזומן שמחזיק הציבור לבין הכנסתו השנתית.

ב-1995 היתה מהירות המחזור כ-4, שמשמעה יתרה ממוצעת של מזומן ותחליפי מזומן של כ-25% מההכנסה השנתית של הציבור. באותן שנים שררה עדיין אינפלציה גבוהה של כ-10%, ולכן החזקת מזומן ותחליפי מזומן היתה כרוכה בסיכון לא מבוטל להפסד ריאלי.

עם ירידתו של קצב האינפלציה גבר אמון הציבור במדיניותו של בנק ישראל, ומהירות המחזור ירדה עד לכ-2.25 ב-2001. המשמעות היא שהיתרה הממוצעת של מזומן ותחליפי מזומן שבידי הציבור גדלה לכ-45% מההכנסה השנתית.

רמה זו של מהירות המחזור נשארה יציבה פחות או יותר עד 2007. אז, עם פרוץ המשבר הכלכלי, התחילה המהירות להאט עד לכ-1.8 ב-2009, שמשמעה שכ-55% מההכנסה השנתית מוחזקת במזומן ובתחליפי מזומן.

למעשה, אנו רואים כאן את מניע הוהירות של קיינס בפעולה. הציבור, שחשש ממשבר כלכלי, העדיף להגדיל את כמות המזומן ותחליפי המזומן

שברשותו. הירידה במהירות המחזור ממחישה את מגבלותיה של המדיניות המוניטרית. הורדת הריבית אמנם הביאה להרחבה ניכרת בכמות המזומן ושווה המזומן שהציבור רצה להחזיק, אך חלק ניכר מכמות הכסף שבידי הציבור לא הוזרם למשק כביקושים נוספים, אלא נאגר כדורבנה לביטחון עקב החשש ממפולת כלכלית.

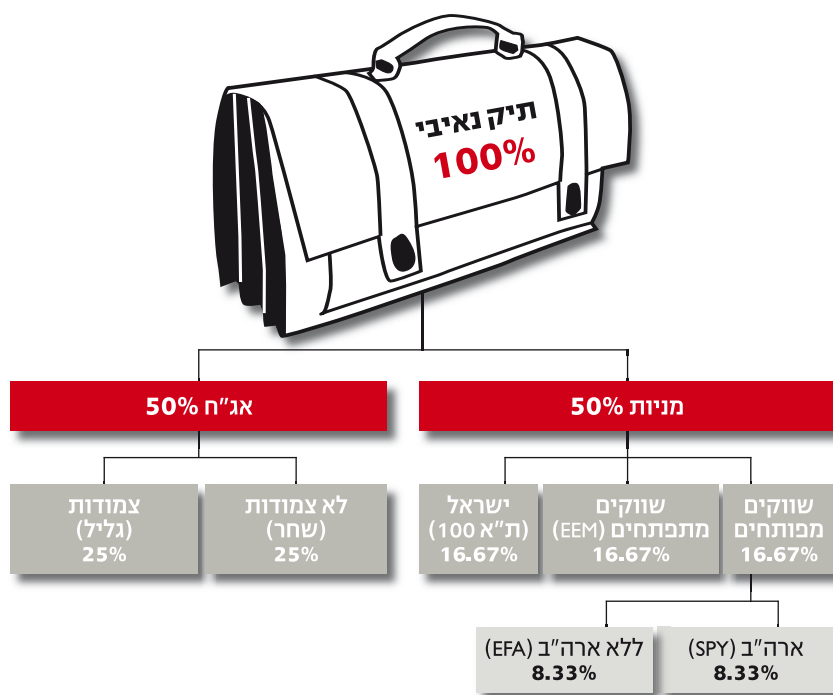
למרות שהירידה במהירות המחזור נראית לכאורה קטנה, השפעתה היתה משמעותית מאוד. העלייה בתוצר הנומינלי ב-2009 היתה כ-3%. אילו הציבור לא היה מגדיל את רזרבת המזומן שלו ומהירות המחזור היתה נשארת ברמה ששררה ב-2007, היה התוצר הנומינלי עולה בכ-22%.

מתברר שאבחנתו של קיינס תקפה גם כיום: השפעתה של המדיניות המוניטרית תלויה הרבה יותר בפסיכולוגיה של הציבור מאשר בשינויים בריבית.

הכותב הוא עורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ניירות ערך או ייעוץ השקעות

מבחנם של המומחים

תיק נאיבי, שמבוסס על שכל ישר בלבד, ללא יומרה לידע ולמקצוענות, הצליח להתמודד בהצלחה עם מרבית הקרנות הגמישות שמנהלים בתי ההשקעות



לענות על שאלה זו יש להשוות את ביצועי הקרנות לאמת מידה (Benchmark) שמשקפת אסטרטגיית השקעה דומה. ואולם כיצד אפשר לרמות אסטרטגיה של קרן שמדיניות ההשקעה שלה משוחררת מכל מגבלה? בחרתי לעשות זאת באמצעות תיק נאיבי בעל פיזור רחב מאוד, שבו יש ייצוג שווה לכל אחד מאפיקי ההשקעה העיקריים.

בניית התיק נעשתה בכמה שלבים: ראשית, חולק התיק למניות ולאג' במשקלים שווים. לאחר מכן חולק מרכיב האג' לאפיק צמוד (אג' גלילי) ולאפיק לא צמוד (אג' שחר) – גם הם במשקלים שווים. לבסוף חולק מרכיב המניות לשלושה אפיקי משנה, גם הם במשקלים שווים – שווקים מפותחים, באמצעות חלוקה שווה בין מדד S&P 500 שמייצג את שוק המניות האמריקאי למדד MSCI EFA שמייצג את שוקי המניות בשאר המדינות המפותחות; שווקים מתפתחים – באמצעות מדד MSCI לשווקים המתעוררים; וישראל, באמצעות מדד ת"א 100.

תיק כזה מכונה "נאיבי", מכיוון שהוא חסר יומרות והנחת היסוד שמגולמת בו היא היעדר ידיעה לגבי העתיד. איננו יודעים לקבוע במדויק את רמת הסיכון שמתאימה לנו, ולכן התיק מחולק בחלקים שווים בין מניות לאג'. איננו יודעים את הכיוון העתידי של הריבית, ולכן מרכיב

שבע מתוך 17 הקרנות הגמישות שהניבו תשואות שנתיות של 20% ויותר בשלוש השנים הראשונות, הניבו תשואות שליליות בשלוש השנים שלאחר מכן

טבלת התשואות – ורמקו גמישה. מתברר שהתשואות של שלוש אלה בתקופה הראשונה היו נמוכות באופן יחסי ולא הצביעו על כך שבתקופה הבאה הן יצלחו יותר מהאחרות.

הקרנות הגמישות אינן נמכרות לציבור המשקיעים בזול. דמי הניהול החציוניים של 17 הקרנות הם 2.8%, ורוב הקרנות (15 מתוך 17) גובות יותר מ-2%. הקרן היקרה ביותר היא למשקיע עם דמי ניהול של 5%, ומנגד בולטת לטובה קרן כלל יעד, שדמי הניהול שלה הם 0.5% בלבד.

האם הצליחו הקרנות הגמישות להצדיק את דמי הניהול הגבוהים שהן גובות? כדי

קרנות נאמנות גמישות הן היחלום שבכתר של בתי ההשקעות. מדיניות ההשקעה של הקרנות הגמישות משוחררת ממגבלות, ולכן התוצאות שהן משיגות משקפות את יכולתם המקצועית של בתי ההשקעות. בגלל חשיבותן לבית ההשקעות, ניהולן מופקד בדרך כלל בידי אחד העובדים הבכירים, ולעתים אפילו בידי המנכ"ל או אחד השותפים. בחינת התוצאות שהניבו הקרנות הגמישות היא מעין מבחן תמציתי ליכולתם של בתי ההשקעות לבחור ניירות ערך ולתזמן את השוק.

בבורסת תל אביב נסחרות 17 קרנות שמסווגות בהתמחות גמישות ושהיו קיימות לפני שש שנים. לחלק מבתי ההשקעות יש כמה קרנות כאלה. כך למשל, לכלל יש שלוש קרנות גמישות, ואילו לאנגליסט, פסגות ואקסלנס יש שתיים.

התשואה החציונית של 17 הקרנות הגמישות בשש השנים האחרונות היתה 6.9% (נכון ל-31 באוגוסט). ואולם טווח התשואות שלהן בתקופה זו היה גבוה מאוד. בראש הטבלה עומדות שלוש קרנות של כלל עם תשואות שנתיות של 11.7% (כלל השקעות), 11.3% (כלל יעד) ו-9.5% (כלל גמישה). בתחתית הטבלה נמצאות שתי קרנות של אקסלנס עם תשואות שנתיות של 1.05%-0.3%, וקרן של כוון עם תשואה שנתית של -4.1%.

התשואות של הקרנות הגמישות חושבו גם לשתי תתי-תקופות של שלוש שנים. בתקופה שבין 1 בספטמבר 2004 עד 31 באוגוסט 2007 היתה לקרנות אלה תשואה שנתית חציונית של 18.1%. לעומת זאת, בתקופה שבין 1 בספטמבר 2007 עד 31 באוגוסט 2010 היתה התשואה השנתית החציונית -2.9%.

בחינת התשואות לשתי התקופות ממחישה בכירור כי הצטיינות בתקופה אחת לא בהכרח מעידה על התקופה שבאה אחריה. כך, שבע מתוך 17 הקרנות הגמישות שהניבו תשואות שנתיות של 20% ויותר בשלוש השנים הראשונות, הניבו תשואות שליליות בשלוש השנים שלאחר מכן. בולטת במיוחד היא קרן כוון גמישה, שהניבה תשואה שנתית של 20.5% בשלוש השנים הראשונות, אך הידרדרה ל-23.6% בשלוש השנים שלאחר מכן.

למעשה, היו רק שלוש קרנות גמישות שהניבו תשואות חיוביות בשתי התקופות: כלל השקעות, כלל יעד – שנמצאות בראש

בשש השנים האחרונות הניב התיק הנאיבי תשואה שנתית של 7.3%. 10 קרנות הניבו תשואה נמוכה יותר, שלוש רשמו תשואות כמעט זהות, ורק ארבע קרנות מתוך 17 השיגו תשואות גבוהות יותר באופן משמעותי

בכלל יודעים להתגמש

תשואות שנתיות ממוצעות של הקרנות הגמישות

שם הקרן	דמי ניהול	שלוש השנים הראשונות*	שלוש השנים האחרונות**	שש השנים האחרונות***
כלל השקעות	2.9%	14.9%	8.6%	11.7%
כלל יעד	0.5%	9.9%	12.8%	11.3%
כלל גמישה	3.0%	21.3%	-1.1%	9.5%
למשקיע	5.0%	21.4%	-3.2%	8.4%
רמקו גמישה	3.5%	12.8%	2.6%	7.6%
אנליסט השקעות	2.2%	18.4%	-2.4%	7.5%
שוהם גמישה	2.8%	20.5%	-4.2%	7.4%
פסגות גמישה	2.3%	21.1%	-5.2%	7.1%
פסגות מגמה	2.1%	22.2%	-6.8%	6.7%
אנליסט גמישה	3.8%	17.9%	-3.5%	6.7%
איביאי סיון	2.3%	19.6%	-6.0%	6.1%
מרכנתיל תיק השקעות	1.9%	9.7%	-1.6%	3.9%
סיגמא גמישה	2.5%	9.6%	-3.3%	2.9%
הראל פיא גמישה (קלע)	2.9%	21.4%	-15.1%	1.5%
אקסלנס גמישה	2.8%	12.1%	-9.9%	0.5%
אקסלנס השקעות	2.7%	11.0%	-10.4%	-0.3%
כוון גמישה	3.8%	20.5%	-23.6%	-4.1%
חציון	2.8%	18.1%	-2.9%	6.9%

1* בספטמבר 2004 עד 31 באוגוסט 2007 1** בספטמבר 2007 עד 31 באוגוסט 2010 1*** בספטמבר 2004 עד 31 באוגוסט 2010

המסקנה: עדיף להיות נאיבי

השקעה בקרנות גמישות מבטאת הבעת אמון מלאה ביכולתו המקצועית של מנהל הקרן. השוונות הגבוהה בתשואות הקרנות ממחישה את הסיכון שכרוך בגישה זו. משקיעים עלולים לספוג הפסדים ניכרים כתוצאה מטעויות בשיקול הרעת של מנהל ההשקעות. יתרה מזאת, ביצועי העבר לא בהכרח מצביעים על יכולתם העתידית של מנהלי הקרנות. דווקא הקרנות שהניבו תשואות מאכזבות בשלוש השנים הראשונות שנבחנו הצליחו להניב תשואות גבוהות בשלוש השנים שלאחר מכן ולשמור על תשואה גבוהה במהלך כל התקופה.

אף שהמשקיעים בקרנות גמישות מעדיפים שלא להיות מעורבים בניהול ההשקעות שלהם ולהשאיר את ההחלטות לאנשי המקצוע, עומדת בפניהם החלטה לא פשוטה – לבחור את הקרן שבה ישקיעו. התוצאות של החלטה שגויה עלולות להיות כואבות וליצור הפסדים ניכרים. חשוב לדעת שיש אלטרנטיבה פשוטה שמתבססת על קנייה והחזקה של תיק נאיבי חסר יומרות. הניתוח שהוצג כאן ממחיש את יכולתו של התיק הנאיבי להתמודד בהצלחה עם מרבית הקרנות הגמישות.

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

האג"ח מחולק בחלקים שווים בין האפיק הצמוד לאפיק הלא צמוד. כמו כן, איננו יודעים לבחור מניות, או לתזמן את השוק, ולכן ההשקעה מפורזת בין מדרי מניות רחבים שמייצגים את שוקי המניות בעולם ואת השוק הישראלי.

התיק הנאיבי נרכש ב-31 באוגוסט 2004 והוחזק עד 31 באוגוסט 2010, כשהפעולה היחידה שנדרשה להחזקתו הייתה השקעה חוזרת של תשלומי הריבית והדיווידנדים. בתום התקופה הושוותה התשואה של התיק הנאיבי לתשואותיהן של הקרנות הגמישות.

בשש השנים האחרונות הניב התיק הנאיבי תשואה שנתית של 7.3%, שעלתה על תשואותיהן של רוב הקרנות הגמישות. 10 קרנות הניבו תשואה נמוכה יותר משל התיק הנאיבי. שלוש קרנות – רמקו, אנליסט ושהם – הניבו תשואות כמעט זהות לתיק הנאיבי. רק ארבע קרנות מתוך ה-17 – שלוש הקרנות של כלל והקרן של למשקיע – הניבו תשואות גבוהות באופן משמעותי משל התיק הנאיבי.

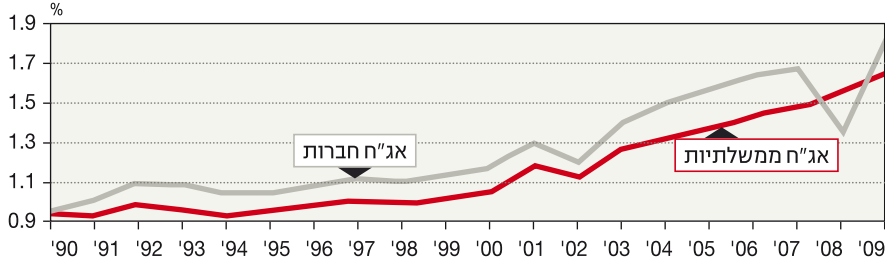
מתברר שבמבחן שהציב התיק הנאיבי למנהלי הקרנות הגמישות הם לא הצטיינו במיוחד. למרות החופש המוחלט בבחירת השקעות שממנו הם נהנים, רובם הגדול לא הצליחו לתת למשקיעים תשואות גבוהות יותר משל תיק נאיבי שמבוסס על שכל ישר כלבר, וללא יומרה לידע ולמקצוענות.

מתי כדאי להשקיע באג"ח חברות ומתי לא

האם המשקיעים באג"ח חברות בישראל קיבלו פיצוי על תוספת הסיכון שכרוכה בהשקעה זו? כדי לענות על כך צריך לבחון את פרמיית הסיכון ההיסטורית

תנודתיות, אבל עדיפות

התשוואה הריאלית המצטברת של אג"ח חברות צמודות לעומת אג"ח ממשלתיות צמודות



ממשלתיות צמודות קיבלו תשואה ריאלית שנתי של 2.5%. לפיכך, פרמיית הסיכון ההיסטורית של אג"ח החברות בישראל ב-20 השנים האחרונות היתה 0.5%. לשם השוואה, פרמיית הסיכון ההיסטורית של מדד ת"א 100 באותה תקופה היתה 6.7%.

בנוסף לכך שפרמיית הסיכון של אג"ח חברות בישראל היתה נמוכה, מתברר שהיא היתה תנודתית מאוד. בהשקעה לתקופות של עשר שנים קיבלו המשקיעים פרמיית סיכון של כ-1% ב-1990-1999 וב-2000-2009. לעומת זאת, היו תקופות שבהן אג"ח של חברות ישראליות הניבו פרמיות סיכון שליליות: -2.6% ב-1999-2008, -0.5% ב-1993-2002, ו-0.3% ב-1994-2003.

פרמיית הסיכון ההיסטורית של אג"ח חברות ב-20 השנים האחרונות היתה 0.5%. לשם השוואה, פרמיית הסיכון ההיסטורית של מדד ת"א 100 באותה תקופה היתה 6.7%. בנוסף, פרמיית הסיכון של אג"ח חברות היתה תנודתית מאוד

הכלכלי מידרדר וחלק מהחברות מגיעות לחדלות פירעון, המשקיעים באג"ח חברות עלולים לספוג הפסדים ניכרים. השאלה המעניינת היא אם המשקיעים באג"ח חברות בישראל קיבלו פיצוי על תוספת הסיכון שכרוכה בהשקעה זו. כדי לענות על שאלה זו יש צורך לבחון את פרמיית הסיכון ההיסטורית, כלומר את עורף התשואה של אג"ח חברות ביחס לאג"ח ממשלתיות.

מתברר שהשקעה באג"ח חברות אכן הניבה למשקיעים עורף תשואה בתקופה הנדונה (ראו טבלה מצורפת). השווי של 1,000 שקל שהושקעו במדד אג"ח חברות צמודות למדד בתחילת 1990, הגיע בסוף 2009 ל-1,800 שקל. לעומת זאת, אילו הושקע סכום זה במדד אג"ח ממשלתיות צמודות, הוא היה מניב 1,650 שקל.

הגרף גם ממחיש את הסיכון שהיה כרוך בהשקעה באג"ח חברות. בסוף 2008 צנחו מחירי אג"ח החברות בחדות, ומשקיעים שנאלצו לפדות את הסכונותיהם באותה תקופה ספגו הפסדים כבדים.

פרמיית סיכון נמוכה ותנודתית מאוד

מה היתה פרמיית הסיכון שקיבלו המשקיעים באג"ח של חברות ישראליות? לשם כך השווינו את התשואה השנתית הריאלית שקיבלו המשקיעים באג"ח ממשלתיות צמודות למדד ביחס לתשואה המקבילה של אג"ח חברות צמודות למדד.

ב-20 השנים האחרונות קיבלו המשקיעים באג"ח חברות צמודות תשואה ריאלית שנתי של 3%. לעומתם, המשקיעים באג"ח

כיצד השפיע המשבר הפיננסי על הרגלי החיסכון של הציבור הישראלי? נתונים שמפרסם בנק ישראל מצביעים על שינוי במבנה תיק הנכסים של הציבור.

משקלן של אג"ח ממשלתיות בתיק הנכסים הסחירים של הציבור היה בסוף 2006 31%. אמנם בסוף 2008 עלה משקל האג"ח הממשלתיות ל-41%, אך העלייה היתה זמנית וב-2010 חזר משקלן ל-30%. גם משקלם של ני"ע זרים (מניות ואג"ח) נשאר באותה רמה שבה היה בסוף 2006 (16%).

השינוי המשמעותי חל במשקלן של מניות ואג"ח של חברות ישראליות. בעוד שמשקל המניות בתיק הנכסים ירד מ-43% בסוף 2006 ל-35% כיום, עלה המשקל של אג"ח חברות מ-10% ל-19%. לאור הגידול הניכר במשקלן של אג"ח החברות בתיק הנכסים של הציבור, מעניין לבחון עד כמה ההשקעה בהן היתה כדאית.

השקעה באג"ח חברות אמורה להניב תשואה גבוהה יותר מהשקעה מקבילה באג"ח ממשלתיות. עורף התשואה נובע מהסיכון לחדלות פירעון של החברה המנפיקה, שהוא גבוה יותר מהסיכון שהממשלה לא תעמוד בהתחייבויותיה. כתוצאה מסיכון זה נאלצות חברות שמנפיקות אג"ח לשלם למשקיעים ריבית גבוהה יותר מהריבית שמשלמת הממשלה לתקופת זמן מקבילה. עורף התשואה של אג"ח חברות ביחס לאג"ח ממשלתיות נקרא "פרמיית סיכון".

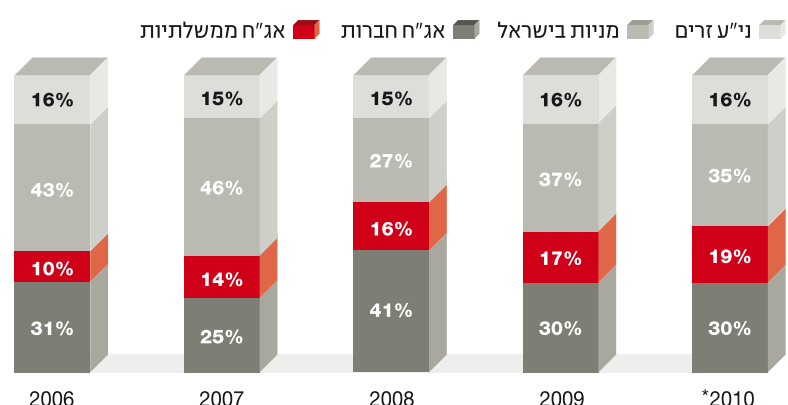
עם זאת, לתוספת התשואה שמקבלים המשקיעים באג"ח חברות יש מחיר. כשהמצב



מחקר שווקים
אלי מלכי

מגדילים את האחזקות באג"ח חברות

התפלגות הנכסים הסחירים שבידי הציבור בישראל



למרות המשבר - החברות עדיפות גם בארה"ב

אג"ח בארה"ב - תשואות נומינליות שנתיות

תקופה	מדד ברקליס לאג"ח ממשלתיות של 10-5 שנים	מדד ברקליס לאג"ח חברות של 10-5 שנים*	פרמיית סיכון
2009 - 1995	7.0%	7.4%	0.4%
2009 - 2000	6.7%	7.0%	0.4%
2008 - 1999	6.7%	5.0%	-1.8%
2007 - 1998	6.3%	6.4%	0.1%
2006 - 1997	6.2%	6.8%	0.6%
2005 - 1996	6.1%	6.7%	0.6%
2004 - 1995	7.9%	8.7%	0.8%
תקופה	אג"ח ממשלתיות	אג"ח קונצרניות דירוג A ומעלה	פרמיית סיכון
2005 - 1983	8.5%	9.2%	0.7%

מקור: VANGUARD-1 Peter Stanyer - Guide to Investment Strategy

*אג"ח בדירוג "השקעה" על ידי מודי's

**שוויים של 1,000 שקל
שהושקעו במדד אג"ח
חברות צמודות למדד
ב-1990 הגיע בסוף
2009 ל-1,800 שקל.
אילו הושקע סכום זה
במדד אג"ח
ממשלתיות צמודות,
הוא היה מניב 1,650
שקל בלבד**

צריכים להחליט אם פרמיית סיכון בסדר גודל כזה מפצה אותם על הסיכון שכרוך בהשקעה. בנוסף, פרמיית הסיכון ההיסטורית של אג"ח חברות מאפשרת לבחון את סבירותם של דמי ניהול שגובות קרנות נאמנות שמתמחות בתחום זה. דמי ניהול אלה - 1%-2% - נוגסים בעורף התשואה שאמורה הקרן להעניק למשקיע ביחס להשקעה באג"ח ממשלתיות. משקיעים יכולים לבנות תיק מפורז של אג"ח ממשלתיות באמצעות תעודות סל שגובות דמי ניהול של כ-0.4%. השקעה באג"ח חברות כדאית רק אם התוספת לדמי הניהול תהיה קטנה יותר מפרמיית הסיכון הצפויה, שכאמור היא נמוכה מ-1%. אם כך, קרן נאמנות שמתמחה באג"ח חברות ושגובה דמי ניהול הגבוהים מ-1% תתקשה ליצור ערך למשקיעים.

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

כמו כן, בתקופות 2004-1995, 2001-1992 ו-1998-2007, הניבה השקעה באג"ח חברות פרמיית סיכון כמעט אפסית. האם פרמיית הסיכון הנמוכה של אג"ח החברות היא תופעה ישראלית ייחודית? נתונים לגבי פרמיית הסיכון ההיסטורית של אג"ח חברות בארה"ב יכולים לענות על השאלה. מתחילת 1995 ועד סוף 2009 הניבה השקעה במדד ברקליס (לשעבר ליהמן ברדרס) של אג"ח חברות בדירוג "השקעה" (Investment Grade) לתקופות של 10-5 שנים תשואה נומינלית שנתית של 7.4%. השקעה מקבילה במדד ברקליס של אג"ח ממשלת ארה"ב לאותן תקופות הניבה תשואה שנתית נומינלית של 7%. לפיכך פרמיית הסיכון ההיסטורית בארה"ב באותה תקופה היתה 0.4% - בדומה לפרמיית הסיכון בישראל.

פיטר סטנייר מביא בספרו "מדריך לאסטרטגיית השקעה" נתונים לגבי פרמיית הסיכון של אג"ח חברות בארה"ב בין 1983 ל-2005. השקעה באג"ח ממשלתיות אמריקאיות הניבה בשנים אלה תשואה נומינלית שנתית של 8.5%, בעוד שהשקעה מקבילה באג"ח חברות בדירוג A ומעלה הניבה תשואה נומינלית שנתית של 9.2%. לאור זאת, פרמיית הסיכון ההיסטורית היתה 0.7%. שוב, בדומה לפרמיית הסיכון בישראל. מתברר שגם בארה"ב פרמיות הסיכון היו תנודתיות בתקופות של עשר שנים ונעו בין 1.7% ב-1999-2008, ל-0.8% ב-1995-2004.

פרמיית הסיכון צריכה להיות גדולה מדמי הניהול

פרמיית הסיכון ההיסטורית של אג"ח חברות, הן בישראל והן בארה"ב, היתה נמוכה למדי - פחות מ-1%. משקיעים באג"ח חברות

כמה קשה לבחור קרן

יש לא מעט מודלים לדירוג קרנות נאמנות, אבל התועלת שלהם למשקיעים בבחירת הקרנות המנצחות מוטלת לא פעם בספק

פיתשאות העבר היתה עוזרת למשקיעים. לשם כך מיינתי את קבוצת הקרנות לפי התשואות שלהן בתקופה הראשונה (1 באוקטובר 2004 – 30 בספטמבר 2007), ובדקתי מה היתה התשואה שהיה מקבל משקיע בתקופה השנייה (1 באוקטובר 2007 – 30 בספטמבר 2010), אם היה רוכש 10% מהקרנות בעלות תשואת העבר הגבוהה ביותר, או לחלופין 10% מהקרנות בעלות תשואת העבר הנמוכה ביותר.

לשבע הקרנות בעלות התשואה הגבוהה ביותר בתקופה הראשונה היתה תשואה שנתית ממוצעת של 39.1%. ואולם התשואה הגבוהה היתה אינדיקטור גרוע לבחירת קרנות בתקופה השנייה – התשואה השנתית הממוצעת של שבע קרנות אלה היתה 3.8% פחות מהתשואה החציונית של כל קבוצת הקרנות (0.3%). למעשה, עדיף היה למשקיעים לבחור דווקא את שבע הקרנות עם תשואת העבר הנמוכה ביותר ולקבל תשואה שנתית ממוצעת של 1.6%.

בחירת קרנות באמצעות מדד שארפ לאור הכישלון של תשואות העבר לחזות את התשואות העתידיות, בדקתי אם בחירת קרנות על פי מדד שארפ היתה משפרת את מצבו של המשקיע. שיטת הבדיקה היתה זהה – 66 הקרנות מוינו על פי מדד שארפ בשלוש השנים הראשונות, ולאחר מכן נבחרו שבע הקרנות עם מדד שארפ הגבוה ביותר, ושבע

כבר משקפות את גובה דמי הניהול שלהן. לפיכך, ניתן היה לחשוב שבחירת קרנות על פי תשואות העבר יכולה לסייע למשקיע הישראלי.

תשואות העבר – אינדיקטור גרוע

כדי לבדוק את מידת התועלת של תשואות העבר כאינדיקטור לבחירת קרנות, בחנתי את קבוצת הקרנות שמשקיעות במניות של חברות ישראליות. הקרנות שנכללו בבדיקה שייכות לאחת מההתמחויות הבאות: מדד ת"א 100, מדד ת"א 25, מדד ת"א 75, מדד יתר ומניות כללי. בקבוצה שנבדקה נכללו רק קרנות שפעלו בשש השנים האחרונות ולא שינו התמחות. בסך הכל היו 66 קרנות שנכללו בקבוצת הבדיקה. הפירוט שלהן מופיע בטבלה שלפניכם.

משקיע שהיה רוכש את כל הקרנות שבקבוצת הבדיקה (במשקלים שווים) ב-1 באוקטובר 2007, היה מקבל ב-30 בספטמבר 2010 תשואה שנתית ממוצעת של 1.1% לעומת זאת, בשלוש השנים שלפני כן (1 באוקטובר 2004 – 30 בספטמבר 2007) היתה התשואה ממוצעת של אותה קבוצת קרנות 23.6%.

בשלב ראשון בדקתי אם בחירת קרנות על

בספטמבר השנה פירסם אתר האינטרנט הפיננסי מורנינגסטאר מאמר, שהיכה גלים בקרב הפרשנים שעוסקים בניתוח קרנות נאמנות. ראסל קינל, מנהל המחקר של מורנינגסטאר בתחום של קרנות נאמנות, בדק אם דירוג הכוכבים של האתר היה מסייע למשקיעים לבחור קרנות בעלות ביצועים טובים יותר. בכלל, קינל מצא שדירוג הכוכבים של האתר אכן סייע למשקיעים – אבל הממצא המפתיע היה שהאינדיקטור הטוב ביותר לבחירת קרן נאמנות בעלת ביצועים טובים היה דמי ניהול נמוכים.

למעשה, ב-58% מהמקרים בחירת קרן על פי גובה דמי הניהול שלה היתה עדיפה על בחירה על פי דירוג הכוכבים של האתר. דירוג הכוכבים נמצא מועיל בעיקר בצד השלילי שלו – כלומר, קרנות עם דירוג נמוך היו בעלות הסתברות גבוהה יותר להיסגר. עורכי האתר מורנינגסטאר הפגינו יושרה מקצועית ראויה לציון בכך שלא חששו לפרסם ממצאים שאינם מחמיאים למודל הדירוג שלהם.

בעקבות מאמר זה, עולה השאלה אם יש אינדיקטורים שיכולים לעזור למשקיע הישראלי לבחור קרן נאמנות, ואם יש כאלו – מה הם? הבורסה לניירות ערך בתל אביב מפרסמת את שערי קרנות הנאמנות בניכוי דמי הניהול, ולכן תשואות העבר של הקרנות

עדיין לא נמצאה נוסחת קסם שתסייע למשקיעים לבחור קרן טובה. מומלץ למשקיעים לאמץ גישה אמפירית לגבי מודלי הדירוג, ולבקש מחברות הדירוג הוכחות שמודלים אלה אכן מצליחים להביא תועלת

בחירת קרן לפי מדד שארפ

הטובות ביותר			
הקרן	מדד שארפ 1.10.2004 – 30.9.2007	מדד ההתמחות	תשואה שנתית ממוצעת 1.10.2007 – 30.9.2010
אקסלנס מניות 30	1.96	מניות כללי	-0.7%
אלטשולר סופה מניות	1.87	מניות כללי	-2.6%
כלל 50 מעו"ף בריבוע	1.82	ת"א 25	-8.3%
רוטשילד מניות ת"א 100	1.81	ת"א 100	0.1%
מיטב ת"א 25 אגרסיבית	1.77	ת"א 25	0.5%
מרכנתיל ת"א 25	1.70	ת"א 25	1.2%
מיטב מניות ת"א 100 פלוס	1.69	ת"א 100	-9.2%
ממוצע	1.80		-2.7%
הגרועות ביותר			
הקרן	תשואה שנתית ממוצעת	מדד ההתמחות	תשואה שנתית ממוצעת
מיטב פוקוס 10	0.92	ת"א 100	5.0%
דש מניות יתר	0.82	מדד יתר	-3.6%
אקסלנס מבחר ת"א 75	0.71	ת"א 75	-9.1%
מנורה מניות	0.69	מניות כללי	8.6%
דיקלה ממון 75	0.69	ת"א 75	0.1%
אקסלנס מבחר יתר	0.63	מדד יתר	-5.8%
מגדל יתר פי 120	0.62	מדד יתר	-5.6%
ממוצע	0.73%		-1.5%

הטובות ביותר			
הקרן	מדד ההתמחות	תשואה שנתית ממוצעת	תשואה שנתית ממוצעת
כלל מעו"ף בריבוע	ת"א 75	56.4%	-8.3%
מיטב ת"א 25 אגרסיבית	מניות כללי	51.6%	0.5%
מנורה ת"א 100 אגרסיבית	ת"א 75	37.2%	-11.3%
מיטב מניות ת"א 100 פלוס	מניות כללי	36.9%	-9.2%
אלטשולר סופה מניות	מניות יתר	32.1%	-2.6%
מיטב ת"א 25	מניות כללי	30.7%	3.8%
רוטשילד מניות ת"א 100	ת"א 75	28.6%	0.1%
ממוצע		39.1%	-3.8%
הגרועות ביותר			
הקרן	מדד ההתמחות	תשואה שנתית ממוצעת	תשואה שנתית ממוצעת
אקסלנס מבחר ת"א 75	ת"א 75	16.7%	-9.1%
אקסלנס מבחר יתר	מניות יתר	16.6%	-5.8%
אלומות מניות כללי	מניות כללי	16.2%	-6.8%
מרכנתיל ת"א 25 דפנסיבי	ת"א 25	15.9%	2.4%
אקסלנס מעו"ף דיפנסיבית	ת"א 25	14.5%	-0.3%
דיקלה ממון 75	ת"א 75	14.3%	0.1%
מנורה מניות	מניות כללי	13.4%	8.6%
ממוצע		15.4%	-1.6%

נאמנות

סין מחפשת חניה לכל הדולרים שלה

החלטתה של מדינה אחת להשקיע במדינה אחרת לא נתפשת בדרך כלל כמעשה תוקפני. ואולם בשממשתל סין קפצה מוקדם יותר השנה למימי שוק האג"ח הממשלתי של יפן, היא התקבלה בברכה בערך כמו הדיוג הסיני שנלכד בחורש שעבר על ידי משמר החופים של יפן. יפן חששה שמא רכישותיה של סין, שהסתכמו ב-2.3 טריליון ין (25.5 מיליארד דולר) בשבעת החודשים הראשונים של 2010, מניעות כלפי מעלה את ערכו של הין, שזינק ב-15% מול הדולר מאז אפריל. שר האוצר של יפן, יושיהיקו נודה, אמר בספטמבר כי מוזר לראות את סין קונה אג"ח של ממשלתו, בשעה שיפן אינה מסוגלת לעשות את אותו הדבר בסין.

יפן שיחררה בסופו של דבר את הדיוג העצור. נתונים חדשים מצביעים על כך שגם ממשלת סין השליכה את חתמה בחזרה למים: היא מכרה אג"ח ממשלתיות של יפן בשווי של 2 טריליון ין באוגוסט.

סין מחזיקה בכמות הגדולה ביותר של יתרות מט"ח בעולם, בשווי של 2.6 טריליון דולר, נכון לסוף הרבעון השלישי. כ-65% מאחזקותיה הן בדולרים, לפי העיתון הרשמי "צ'ינה

סקיוריטיז ג'ורנל". החשיפה הרבה לדולר היא מקור לתחושת אי נוחות בקרב מנהלי העתודות בסין. לעתים הם מואשמים במימון הממשלה האמריקאית כפית הטובה, שמורה להם בכך שהיא מקטרת על היואן.

אם סין תתקפל בפני הדרישות האמריקאיות ותאפשר למטבע שלה להתחזק בחרות מול הדולר, היא תספוג הפסדים כבדים על אחזקותיה בדולרים. לפיכך, סין מבקשת לגוון את יתרות המט"ח שלה. היא הגדילה את אחזקותיה באג"ח דרום קוריאניות מפחות מ-1.9 טריליון וון (1.5 מיליארד דולר) בסוף 2009 ל-5.2 טריליון וון, נכון לסוף ספטמבר. אחזקות היוויות מייצגות כ-26% מהתיק שלה; היא הבטיחה החודש לרכוש אג"ח יווניות חדשות ברגע שממשלת יוון תשוב להנפיק אג"ח.

מעקב אחר רכישותיה של ממשלת סין אינו פשוט. עם זאת, לפעמים היא קונה אג"ח באופן עקיף, באמצעות נציגים בלונדון או בהונג קונג (העלות הנוספת של פעולות אלה היא סיבה אחת לחשש שלה להסתיר את חשיפתה לדולר). בערך באותו זמן שסין מכרה אג"ח נקובות באוגוסט, למשל, היה גידול ברכישות אג"ח של ממשלת יפן בבריטניה. לא מן הנמנע שסין עמדה מאחורי כמה מהרכישות הללו.

תלותה של סין בדולר היא תוצאה של מדיניות המטבע שלה. אם היא מוכרת דולרים כדי לקנות ין או וון, היא מסתכנת בהורדת ערכו של המטבע האמריקאי. וכך, כל עוד

היא נשארת מקובעת לדולר, היא חייבת לרדת בעקבותיו ולרכוש כמה דולרים שהחברות יבקשו למכור לה, בריבית גבוהה יותר. רק אם תהיה רצינית באשר לקיבוע לסל רחב יותר של מטבעות, תרוויח סין מרחב תמרון גדול יותר להטלת החכה. אקונומיסט

שר האוצר של ארה"ב טימוטי גייתנר, ועמיתו הסיני שייה שורן



תצלום: בלומברג

סין, שמחזיקה ביתרות מט"ח של 2.6 טריליון דולר, מנסה לגוון את אחזקותיה - אך מתקשה להשתחרר מתלותה בדולר

בתעודות סל שעוקבות אחרי מדדי המניות הרלוונטיים, כשאת המידה לתחום ההתמחות "מניות כללי" היתה תיק שהורכב בחלקים שווים מתעודת סל שעוקבת אחרי מדד ת"א 100 ומתעודת סל שעוקבת אחרי מדד היתר. מסתבר שבחירת קרנות על פי מדד שארפ יחסי הביאה תועלת רבה למשקיעים. התשואה הממוצעת בתקופה השנייה, של שבע הקרנות בעלות מדד שארפ יחסי הגבוה ביותר בתקופה הראשונה, היתה 1.3%. לעומת זאת, התשואה הממוצעת של שבע הקרנות בעלות מדד שארפ היחסי הנמוך ביותר היתה -1.8%.

מהן המסקנות למשקיעים? בחירת קרנות נאמנות היא אתגר לא פשוט, ועדיין לא נמצאה נוסחת קסם שיכולה לסייע למשקיעים לבחור קרן טובה. מומלץ למשקיעים לאמץ גישה אמפירית לגבי מודלי הדירוג השונים שמוצעים להם, ולבקש מחברות הדירוג הוכחות שמודלים אלה אכן מצליחים להביא תועלת.

רצוי גם שחברות הדירוג בישראל יאמצו מיוזמתן את הגישה של אתר מורנינגסטאר - ויערכו בדיקות לגבי מודלי הדירוג שלהן ויפרסמו אותן. אמנם הבריקה שהצגתי כאן היא חלקית, אבל תוצאותיה ממחישות שבחירת קרנות על פי תשואות העבר ועל פי מדד שארפ לא סייעה למשקיעים. לעומת זאת, בחירת קרנות על פי מדד שארפ יחסי סייעה למשקיעים לבחור קרנות בצורה טובה יותר.

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

הקרנות עם מדד שארפ הנמוך ביותר. מסתבר שגם בחירה על פי מדד שארפ לא סייעה למשקיעים. התשואה הממוצעת בתקופה השנייה, של שבע הקרנות עם מדד שארפ הגבוה ביותר בתקופה הראשונה, היתה 2.7%. לעומת זאת, התשואה הממוצעת של שבע הקרנות עם מדד שארפ הנמוך ביותר היתה -1.5%.

בחירה באמצעות מדד שארפ יחסי

במאמרים קודמים שהתפרסמו בטור זה הצגתי מדד שהציע ג'והן בוגל, המייסד של חברת ניהול הקרנות ואנגארד (Vanguard), לבריקת ביצועים של קרנות נאמנות. המדד, שנקרא "תשואה יחסית מותאמת לסיכון", מחושב באמצעות ההפרש בין מדד שארפ של קרן הנאמנות למדד שארפ של אמת המידה (Benchmark) לקרן. כאשר הפרש זה גדול מ-0, הקרן מוסיפה ערך למשקיעים, ולהפך כשהוא קטן מ-0.

לחלופין, ניתן לחשב את היחס שבין מדד שארפ של הקרן למדד שארפ של אמת המידה - שנקרא "מדד שארפ יחסי". כשמדד שארפ היחסי גדול מ-1, הקרן מוסיפה ערך למשקיעים, ולהפך כשהוא קטן מ-1. בדקתי אם בחירת קרנות על פי מדד שארפ היחסי היתה מסייעת למשקיעים. שיטת הבריקה שוב היתה זהה, כש-66 הקרנות מווינו על פי מדד שארפ היחסי בשלוש השנים הראשונות, ולאחר מכן נבחרו שבע הקרנות עם מדד שארפ יחסי הגבוה ביותר ושבע הקרנות עם מדד שארפ יחסי הנמוך ביותר. כאמת מידה השתמשתי

העבר אינו ערובה לעתיד בחירת קרן לפי מדד שארפ יחסי

הטובות ביותר			
הקרן	מדד ההתמחות	מדד שארפ יחסי	תשואה שנתית ממוצעת 30.9.2010 - 1.10.2007
כלל 8 ת"א 75	ת"א 75	1.26	1.1%
אקסלנס מניות 30	מניות כללי	1.21	-0.7%
מרכנתיל ת"א 75	ת"א 75	1.19	-3.8%
פסגות מניות ישראל	מניות כללי	1.16	4.6%
אי.בי.אי.יטר	מניות יתר	1.16	9.8%
אלטשולר סופה מניות	מניות כללי	1.13	-2.6%
פסגות ת"א 75	ת"א 75	1.12	0.6%
ממוצע		1.18	1.3%
הגרועות ביותר			
הקרן	מדד ההתמחות	מדד שארפ יחסי	תשואה שנתית ממוצעת
אלומות מניות כללי	מניות כללי	0.59	-6.8%
איילון מניות	מניות כללי	0.57	-7.7%
מיטב פוקוס 10 מניות	ת"א 100	0.53	5.0%
מגדל יתר פי 120	מניות יתר	0.45	-5.6%
אקסלנס מבחר יתר	מניות יתר	0.43	-5.8%
דיקלה ממון 75	ת"א 75	0.39	0.1%
מנורה מניות	מניות כללי	0.24	8.6%
ממוצע		0.46	-1.8%

הדיווידנדים עושים קאמבק

במדדי מניות רבים בעולם תשואת הדיווידנד כיום גבוהה מהריבית על אג"ח ממשלתיות. תופעה זו שררה בשווקים עד שנות ה-60 - וכעת היא חוזרת

4.1%. בנוסף לכך, בכל אחת מ-11 המדינות היתה התשואה לפדיון של האג"ח הממשלתיות גבוהה מתשואת הדיווידנד של מדר המניות. שלוש שנים לאחר מכן, בספטמבר 2010, התמונה התחילה להתהפך. תשואת הדיווידנד החצינית (2.5%) כמעט משתווה לתשואה לפדיון החצינית של אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך (2.6%). יתרה מכך, בארבע מ-11 המדינות עברה תשואת הדיווידנד את התשואה לפדיון של אג"ח ממשלתיות. האם שוקי ההון חוזרים למצב ששרר לפני חמישים שנה? כדי לענות על שאלה זו יש לבחון את הסיבות למהפך שחל ב-1959. הגורם הראשון שהשתנה היה קצב האינפלציה. ב-140 השנים שבין 1800 ל-1940 היה שיעור האינפלציה השנתי הממוצע בארה"ב 0.2%, ואז, ב-20 השנים שלאחר מכן קפץ שיעור האינפלציה הממוצע ל-4%.

כשמשיקים מפנימים כי אינפלציה היא חלק אינטגרלי מהמציאות הכלכלית, הם משנים את ציפיותיהם, וכתוצאה מכך משתנות התשואות בשוק ההון. התשואות על אג"ח לא צמודות עולות, מכיוון שהמשקיעים מעוניינים בפיצוי על השחיקה בערך הכסף. לעומת זאת, תשואת הדיווידנד אינה מושפעת מאינפלציה, משום שהדיווידנדים עולים עם האינפלציה. התופעה הזו אינה ברורה מאליה. ב-40 השנים שבין 1970 ל-2009 היה שיעור האינפלציה השנתי הממוצע בארה"ב כ-4.5%. במקביל, שיעור הצמיחה השנתי של הדיווידנדים של החברות הכלולות במדד S&P היה כ-5%. למעשה, הדיווידנדים צמחו בשיעור גבוה במקצת מקצב האינפלציה. גם אם בוחנים את כל אחד מארבעת העשורים האחרונים בנפרד, התמונה שמתקבלת דומה. בכל אחד מהעשורים, למעט ב-1970-1979, היה שיעור הצמיחה השנתי של הדיווידנדים גבוה מקצב האינפלציה. לפיכך, תשואת הדיווידנד למעשה מבטאת תשואה ריאלית, בעוד שהתשואה על אג"ח לא צמודות היא תשואה נומינלית.

הגורם השני שהשתנה אחרי מלחמת העולם השנייה היה האצה בצמיחה הכלכלית, שאפיינה את כל המדינות המפותחות. כשרוחי החברות צומחים, המשקיעים מוכנים

הדרגתית למצב ששרר עד 1959. בדצמבר 2007 היתה תשואת הדיווידנד החצינית של 11 מדדי המניות 1.4% (ראה טבלה). לעומתה, התשואה לפדיון החצינית על אג"ח ממשלתיות לעשר שנים באותן מדינות היתה

**עד 1959 שררה בשוק
לוגיקה ברורה: מכיוון
שמוניות מסוכנות יותר
מאג"ח ממשלתיות,
תשואת הדיווידנד
שלהן צריכה להיות
גבוהה משיעור
התשואה של אג"ח אלה**

במאמר שהתפרסם באחרונה בשבועון "ביונסוויק", סיפר כריס פארל כיצד בתחילת 1959 הופתעה וול סטריט לגלות כי תשואת הדיווידנד הממוצעת בשוק המניות האמריקאי ירדה – לראשונה בהיסטוריה – מתחת לתשואה לפדיון של אג"ח ממשלתיות לעשר שנים.

עד 1959 שררה בשוק ההון האמריקאי לוגיקה ברורה: מכיוון שמניות מסוכנות יותר מאג"ח ממשלתיות, תשואת הדיווידנד שלהן צריכה להיות גבוהה משיעור התשואה של אג"ח אלה. בספרו "נגד האלים", פיטר ברנשטיין מספר כי מומחי שוק ההון בוול סטריט היו משוכנעים שסטייה זו ב-1959 תתקן עצמה במהירות. ואולם ב-50 השנים שלאחר מכן המשיכה תשואת הדיווידנד להיות נמוכה מהתשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך. בשלוש השנים האחרונות אנו עדים לחזרה



מחקר שווקים
נלי מלכי

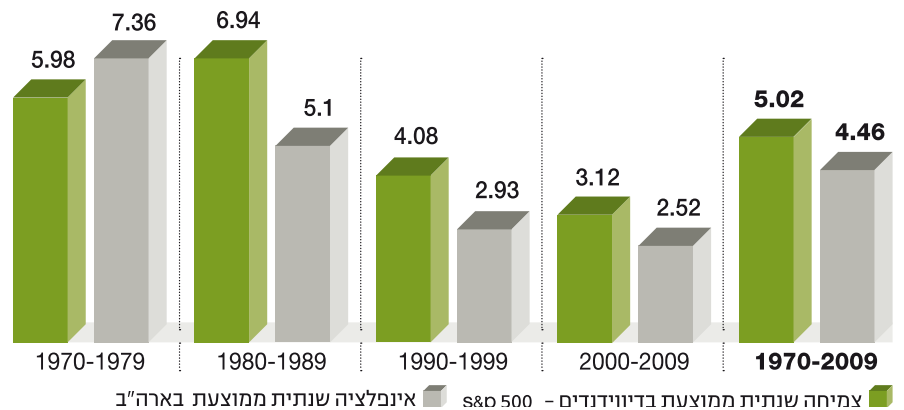
אג"ח עדיפות על מניות?

תשואות הדיווידנד ותשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ב-11 מדינות מפותחות, כיום ולפני כשלוש שנים

מדינה	קוד ETF	מדד	תשואת דיווידנד	תשואה לפדיון אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים	הפרש	תשואת דיווידנד	תשואה לפדיון אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים	הפרש
			ספטמבר 2010			דצמבר 2007		
ספרד	EWP	MSCI	6.1%	4.2%	-1.9%	0.6%	4.2%	3.7%
שווייץ	EWL	MSCI	1.7%	1.3%	-0.4%	0.7%	2.9%	2.2%
בריטניה	EWU	MSCI	2.9%	3.0%	0.1%	3.2%	4.5%	1.3%
שוודיה	EWD	MSCI	2.5%	2.5%	-0.0%	1.0%	4.1%	3.1%
גרמניה	EWG	MSCI	1.5%	2.2%	0.7%	1.4%	4.0%	2.6%
הולנד	EWN	MSCI	2.1%	2.5%	0.3%	1.5%	4.1%	2.7%
איטליה	EWI	MSCI	3.0%	3.9%	0.9%	1.9%	4.4%	2.5%
צרפת	EWQ	MSCI	2.9%	2.6%	-0.3%	1.2%	4.2%	3.0%
ארה"ב	SPY	SP500	2.0%	2.5%	0.5%	1.8%	3.7%	1.9%
קנדה	EWC	MSCI	1.6%	2.8%	1.2%	0.9%	3.9%	3.0%
אוסטרליה	EWA	MSCI	3.9%	5.1%	1.2%	3.5%	6.1%	2.6%
חציון			2.5%	2.6%	0.3%	1.4%	4.1%	2.6%

הדיווידנדים - תשואה ריאלית

צמיחת הדיווידנדים ב-S&P 500 וקצב האינפלציה בארה"ב, באחוזים



הדיווידנד שלהן גבוהה יותר. כיום קל יותר לעשות זאת מאשר לפני 50 שנה, מכיוון שיש קרנות ותעודות סל שעוקבות אחר מדדי מניות של חברות בעלות תשואות דיווידנד גבוהות.

ואולם מתברר שכשבוחרים מדר דיווידנדים יש להביא בחשבון את השיטה שלפיה נקבע הרכב המדר. בעיקרון, קיימות שתי שיטות לבניית מדר דיווידנדים. בשיטה הראשונה בוחרים קבוצת מניות שאותה רוצים לייצג - למשל, מניות של חברות בארה"ב, ממיינים את החברות לפי תשואת הדיווידנד שלהן, ולאחר מכן בוחרים תת קבוצה של חברות בעלות תשואת הדיווידנד הגבוהה ביותר.

בשיטה זו מקבלים תשואות גבוהות, אך הייצוג של המדר פחות טוב. כך למשל, מדדי דיווידנדים שנבנו בצורה כזו עד 2008 היו בעלי הטיה חזקה למניות של בנקים וחברות פיננסיות.

בשיטה השנייה, לעומת זאת, כוללים במדר את כל המניות בקבוצה שרוצים לייצג, אבל השקלול נעשה באמצעות תשואת הדיווידנד (או נגזרת שלה) ולא באמצעות שווי השוק. למדר כזה תהיה תשואת דיווידנד נמוכה מזו של מדר הנקבע לפי השיטה הראשונה, אבל הייצוג שלו יהיה זהה למדר מניות רגיל שמייצג את אותה קבוצה.

למדדי הדיווידנדים שמורכבים בשיטה השנייה (Wisdom-1 Dividend Select ו-Wisdom Tree) יש מתאם גבוה עם מדר S&P 500 (ראו טבלה). לעומת זאת, המתאם של מדדי הדיווידנד שמורכבים בשיטה הראשונה (Dow Jones dividend select, S&P high yield ו-Mergent dividend) נמוך יחסית. לאור זאת, מומלץ למשקיעים המעוניינים לכלול מדדי דיווידנדים בתיק ההשקעות לפעול לפי העקרונות הבאים:

1. כשמדר הדיווידנדים משמש תחליף למדר מניות רגיל, כדאי לבחור במדר שנבנה בשיטה השנייה, כדי לקבל ייצוג טוב יותר.
2. לעומת זאת, כשמדר הדיווידנדים משמש תוספת למדדי מניות רגילים, הייצוג חשוב פחות והמתאם הנמוך הוא דווקא יתרון.

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

להסתפק בתשואות דיווידנד נמוכות, מכיוון שהם מקבלים פיצוי בצורה של רווחי הון. הסברה השלטת בשוקי ההון עד המשבר האחרון היתה שבטווח הארוך מחירי המניות תמיד עולים. ההתכנסות של תשואת הדיווידנד לתשואה על אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך מסמנת כנראה מפנה בהתנהגות של שוקי ההון בעולם. משקיעים בשווקים המפותחים חוששים הרבה יותר מדיפלציה מאשר מהתחרשות של האינפלציה. במקביל קיים חשש כי שיעורי הצמיחה שאפיינו את הכלכלה העולמית עד 2000 לא יחזרו.

המשבר הפיננסי של 2008-2009 השאיר את רוב המשקיעים המערביים עם מצבת חובות כבדה, שצפויה להכביד על ההתאוששות הכלכלית עוד שנים רבות. כשאין אינפלציה ואין צמיחה ברווחים, תשואת הדיווידנד היא הסיבה היחידה שבעטייה כדאי להחזיק מניות. במצב כזה אנו חוזרים לאותה לוגיקה ששררה עד 1959 - תשואת הדיווידנד חייבת להיות גבוהה יותר מהתשואה על אג"ח ממשלתיות כדי לפצות את המשקיעים על הסיכון.

מהן המסקנות למשקיעים?

אם אכן תשואת הדיווידנד תיהפך להיות המרכיב העיקרי ברווח מהחזקת מניות, כדאי למשקיעים לחפש את המניות שתשואת

כשאין אינפלציה ואין צמיחה ברווחים, אנו חוזרים לאותה לוגיקה ששררה עד 1959 - תשואת הדיווידנד חייבת להיות גבוהה יותר מהתשואה על אג"ח ממשלתיות כדי לפצות את המשקיעים על הסיכון

מראה מראה שעל הקיר מי הכי רווחחית בעיר?

קרנות הנאמנות הן המוצר המרכזי להשוואה בין יכולותיהם של בתי ההשקעות. מדד שארפ יחסי מאפשר לראות מי עקבי בביצועיו, ואצל מי התוצאות מקריות

שלהן היה מדר שארפ יחסי גבוה מ-1. למנורה היה מדר שארפ יחסי חציוני נמוך במקצת (3.02), ואולם רק לארבע מתוך שבע הקרנות שבניהולן היה מדר שארפ יחסי גבוה מ-1. לעומת זאת, בפסגות לחמש מתוך שש הקרנות שבניהולן היה מדר שארפ יחסי גבוה מ-1, אך מדר השארפ החציוני שלו היה נמוך יותר (1.92). בתחתית הדירוג נמצא כלל פיננסים עם מדר שארפ חציוני של 1.38 וחמש קרנות מתוך השמונה שבניהולן עם מדר שארפ יחסי גבוה מ-1.

המסקנות למשקיעים

שיטת הניתוח שהוצגה כאן ממחישה את ההבדלים הניכרים ביכולות המקצועיות של בתי ההשקעות. שקלול של שני הקריטריונים – מדר שארפ יחסי חציוני ומספר הקרנות שלהן מדר שארפ יחסי גבוה מ-1 – מעלה כי דש היה בעל היכולות הגבוהות ביותר.

ואולם חשוב לסייג כי המדידה שהוצגה כאן חלקית. ראשית, נבדקו רק קרנות שמשקיעות בקרנות נאמנות ישראליות, בעוד שתיק מנוהל מכיל גם אג"ח (ממשלתיות וקונצרניות) וכן מניות של חברות מחו"ל. כדי להשלים את הבריקה, יש להשוות את היכולות המקצועיות של בתי ההשקעות גם עבור התמחויות אלה. יתרה מזאת, לקוחות של תיקים מנוהלים עשויים להיות מעוניינים בהשוואות שונות. למשל, לקוח שעיקר התיק שלו מורכב מאג"ח, יתעניין בהשוואה של קרנות נאמנות שמשקיעות באג"ח, בעוד שההשוואה שהוצגה כאן לגבי מניות ישראליות תהיה פחות רלוונטית עבורו. כמו כן, ההשוואה מתייחסת לתקופה ספציפית, ולכן עלולה להיות מוטת עקב תוצאות מקריות. לפיכך, כדאי לבצע את הבריקה על פני כמה תקופות ובכך לנטרל את השפעותיהן של תוצאות מקריות.

עם כל זאת, השוואת היכולת המקצועית של בתי ההשקעות באמצעות קרנות הנאמנות שלהם נותנת ללקוחות כלי, שלמרות מגבלותיו, מאפשר לבחור בית השקעות באופן מושכל יותר. בפרפרזה על הסלוגן של אקסלסנס: זה אולי לא מצוין, אבל זה טוב יותר מלא כלום.

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

שמשיקעות במדרי מניות בישראל. הקרנות שנכללו בבדיקה שייכות לאחת מהמדדים הבאים: ת"א 100, ת"א 25, ת"א 75, יתר, נדל"ן ומניות כללי. כאמת מידה השתמשתי בתעודות סל שעוקבות אחר מדרי המניות הרלוונטיים. אמת המידה לתחום מניות כללי היתה תיק שהורכב בחלקים שווים מתעודת סל שעוקבת אחר מדר ת"א 100 ותעודת סל שעוקבת אחר מדר היתר. בהשוואה נכללו בתי ההשקעות שניהלו לפחות שש קרנות נאמנות שפעלו בשלוש השנים האחרונות (1 בדצמבר 2007 עד 30 בנובמבר 2010) ושמשווגות בהתמחויות שלעיל.

בתי ההשקעות חולקו לשתי קבוצות: אלה שניהלו יותר מ-10 קרנות נאמנות שעמדו בקריטריונים של הבדיקה, ואלה שניהלו שש עד שמונה קרנות. הקבוצה הראשונה כוללת את בתי ההשקעות מיטב, מגדל ואקסלנס, שלכל אחד מהם היו 11 קרנות נאמנות שעמדו בקריטריונים של הבדיקה.

מדר שארפ החציוני הגבוה ביותר היה למיטב (1.74) ואחריו למגדל (1.18). עם זאת, לשמונה מתוך 11 קרנות הנאמנות של מגדל היה מדר שארפ יחסי גבוה מ-1 (כלומר הן יצרו ערך עבור המשקיעים), בעוד שבמיטב היו רק שש קרנות מתוך 11. אקסלנס נמצא בתחתית הרשימה בשני הקריטריונים.

הקבוצה השנייה כוללת את בתי ההשקעות דש (שש קרנות), מנורה (שבע קרנות), פסגות (שש קרנות) וכלל פיננסים (שמונה קרנות). לראש הדירוג הגיע דש עם מדר שארפ יחסי חציוני של 3.04 וחמש מתוך שש קרנות

השוואת היכולת המקצועית של בתי ההשקעות באמצעות קרנות הנאמנות שלהם נותנת ללקוחות כלי, שלמרות מגבלותיו, מאפשר לבחור בית השקעות באופן מושכל יותר

איזה מידע עומד לרשות אדם המעוניין לפתוח תיק מנוהל ומתלבט בבחירה של בית ההשקעות? מתברר שמידע כזה כמעט שאינו קיים. העמלות הנגבות על תיקים מנוהלים אינן מתפרסמות, וללקוח יש כלים מעטים שמאפשרים לו להשוות את יכולתם המקצועית של בתי ההשקעות. עם זאת, כל בתי ההשקעות מנהלים קרנות נאמנות שלגביהן מתפרסמים נתונים על בסיס יומי. לאור המחסור במידע, בשונה מהיכולות המוצהרות בפרסומות, השימוש במידע הגלוי מתבקש.

כדי למדוד את יכולות בתי ההשקעות באמצעות קרנות הנאמנות שבניהולם, ראשית יש להגדיר את דרך המדידה של יכולות הניהול. במאמרים קודמים הצגתי מדר שהציע ג'וזף בוגל, המייסד של חברת ניהול הקרנות ואנגארד, לבדיקת ביצועים של קרנות נאמנות. המדר, שנקרא תשואה יחסית מותאמת לסיכון, מחושב באמצעות ההפרש בין מדר שארפ של קרן הנאמנות למדר שארפ של אמת המידה (Benchmark) לקרן. כשהפרש זה גדול מ-0, הקרן מוסיפה ערך למשקיעים, ולהפך כשהוא קטן מ-0. דרך אחרת היא לחשב את היחס שבין מדר שארפ של הקרן למדר שארפ של אמת המידה, שנקרא מדר שארפ יחסי. כשמדר שארפ יחסי גדול מ-1, הקרן מוסיפה ערך למשקיעים, ולהפך כשהוא קטן מ-1.

בנוסף הראיתי במאמר קודם כי מדר שארפ יחסי נותן אינדיקציה לגבי הביצועים העתידיים של הקרן, ובחירת קרנות נאמנות על פיו עשויה לסייע למשקיעים. לאור זאת, יש היגיון בשימוש במדרי שארפ היחסיים של כל הקרנות שמנהל בית השקעות כדי למדוד את יכולותיו המקצועיות.

יתרה מזאת, בתי ההשקעות נוהגים לרכוש עבור התיקים המנוהלים את קרנות הנאמנות של עצמם. המהלך מאפשר להם להציג ללקוחות דמי ניהול נמוכים, מכיוון שהלקוחות לא תמיד מבינים כי דמי הניהול שגובה הקרן הם חלק מהתגמול של בית השקעות. מעבר לסוגיית דמי הניהול, הדבר מחזק עוד יותר את הרציונל למדוד את יכולתו המקצועית של בית ההשקעות בניהול תיקים באמצעות קרנות הנאמנות שלו.

לצורך הדגמה של שיטת המדידה, בחנתי כמה בתי השקעות באמצעות קרנות נאמנות

בתי ההשקעות נוהגים לרכוש עבור התיקים המנוהלים את קרנות הנאמנות של עצמם. המהלך מאפשר להם להציג דמי ניהול נמוכים ללקוחות, שלא תמיד מבינים כי דמי הניהול שגובה הקרן הם חלק מהתגמול של בית השקעות

בהשקעה במניות ישראליות - דש מוביל

מנהלים יותר מ-10 קרנות נאמנות*

מנהלים יותר מ-10 קרנות נאמנות*

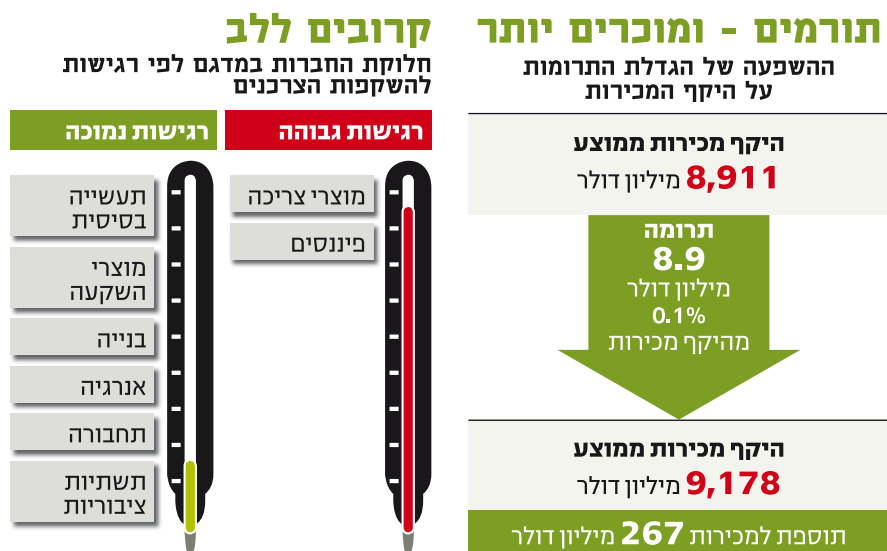
ד"ש	מדד שארפ יחסי	גבוה מ-1
דש מניות פרימיום	1.07	1
דש מניות	4.84	1
דש מניות יתר	1.45	1
דש נבחרת ת"א 100	4.97	1
איפקס נבחרת מניות	0.59	0
דש מסלול מניות	4.63	1
חציון	3.04	5
מבטחים	מדד שארפ יחסי	גבוה מ-1
מנורה TOP IL STOCKS	-0.12	0
מנורה ת"א 100 אגרסיבית	-4.44	0
מנורה ת"א 25	-26.03	0
אתגר מניות	3.02	1
מנורה 40 ת"א 25 בינארית	132.63	1
מנורה מניות	5.66	1
מנורה ת"א 100	3.40	1
חציון	3.02	4
פסגות	מדד שארפ יחסי	גבוה מ-1
פסגות ת"א 75	1.96	1
פסגות מעלה	1.47	1
פסגות יתר	1.89	1
פסגות ת"א 100	3.29	1
פסגות מעו"ף	-1.06	0
פסגות מניות ישראל	3.23	1
חציון	1.92	5
כלל פיננסים	מדד שארפ יחסי	גבוה מ-1
כלל יתר	2.51	1
כלל ת"א 100	1.41	1
כלל מניות	1.35	1
כלל מסלול מניות	0.51	0
כלל ת"א 25	-18.68	0
כלל ת"א 75	2.08	1
כלל 50 מעו"ף בריבוע	-49.49	0
כלל מניות ערך דייווידנד	1.51	1
חציון	1.38	5

מיטב	מדד שארפ יחסי	גבוה מ-1
אקסיומה מנ מולטיבינאר	3.82	1
מיטב ת"א 25 אגרסיבית	-11.66	0
מיטב יתר	2.97	1
KZI מניות	0.60	0
מיטב ת"א 100	-2.26	0
מיטב ת"א 25	13.86	1
מיטב פוקוס 10	4.70	1
אור ת"א	-1.70	0
מיטב מניות	1.74	1
מיטב מניות ת"א 100 פלוס	-3.55	0
מיטב נדל"ן	1.84	1
חציון	1.74	6
מגדל	מדד שארפ יחסי	גבוה מ-1
דיקלה ת"א 100	2.11	1
די.בי.אם מעו"ף	-25.12	0
אפיקים מניות	1.06	1
מגדל מניות מיקוד 30	1.18	1
מגדל יתר פי 120	1.41	1
מגדל נדל"ן	1.19	1
דיקלה ממון 75	2.01	1
מגדל ת"א 25	-17.60	0
די.בי.אם אחז בעלי עניין	-2.12	0
מגדל מניות	1.34	1
מגדל נדל"ן אקטיבית	1.08	1
חציון	1.18	8
אקסלנס	מדד שארפ יחסי	גבוה מ-1
אקסלנס מעו"ף דיפנסיבית	-23.67	0
אקסלנס מבחר ת"א 25	-42.59	0
אקסלנס מבחר יתר	1.21	1
אקסלנס מבחר ת"א 75	0.77	0
אקסלנס ת"א 100	0.41	0
אקסלנס מבחר ת"א 100	1.09	1
אקסלנס ממקדת ת"א 100	4.35	1
אקסלנס מניות פרימיום	-0.73	0
אקסלנס מניות	1.10	1
אקסלנס מניות 30	1.08	1
MORE מניות קרן נאמנות	4.38	1
חציון	1.08	6

* בדצמבר 2007 עד 30 בנובמבר 2010

תרומה לקהילה תורמת לעסקים? תלוי בעסק

מחקר בארה"ב מצביע על כך שהצרכנים הם אלה שיוצרים את התמריץ הכלכלי למגזר העסקי להשקיע בקהילה, באמצעות העדפת מוצרים של חברות התורמות



יש היגיון רב בטענתו של פרידמן, אלא אם כן התרומה לקהילה אכן מסייעת לעסקים להגדיל את רווחיהם, כפי שטוענים מצדדי גישת האחריות החברתית. במקרה כזה התרומה לקהילה היא בבחינת הוצאה עסקית שמשרתת את מטרות החברה, בדיוק כמו הוצאה על פרסום או על יחסי ציבור.

הכלכלנים ברוך לב וקריסטין פטרוביץ מאוניברסיטת ניו יורק וסורש רדהקרישן מאוניברסיטת דאלאס ערכו מחקר שבדק אם תרומות לקהילה מועילות מבחינה עסקית. שיטת המחקר שלהם מתבססת על מבחן סטטיסטי לסיבתיות שנקרא "מבחן גרינג'ר", על שמו של הכלכלן הבריטי קלייב גרינג'ר שזכה בפרס נובל לכלכלה ב-2003 (גרינג'ר נפטר ב-2009).

המחקר הכלכלי היישומי מתבסס על בדיקה של מתאמים סטטיסטיים בין סדרות של נתונים כלכליים. ואולם קיומו של מתאם סטטיסטי בין שני משתנים אינו מצביע בהכרח על קשר סיבתי ביניהם. אם לסדרת הנתונים A יש מתאם עם סדרת הנתונים B, הרי שיתכנו שלוש אפשרויות:

- A גורם ל-B
 - B גורם ל-A
 - A ו-B נגרמים על ידי קבוצה של משתנים אחרים - X.
- המבחן של גרינג'ר קובע ש-A גורם ל-B

מעלה מדרג גם 28 חברות פרטיות וממשלתיות, שסך תרומתן לקהילה ב-2010 היה כ-81 מיליון שקל. שיעור התרומה הממוצעת מהמחזור בחברות אלה הוא 0.18%, ברומה לשיעור המקביל בחברות הציבוריות. עם זאת, התרומה הממוצעת קטנה בהרבה (כ-3 מיליון שקל), מכיוון שחברות אלה קטנות יותר מהחברות הציבוריות.

האם חברות עסקיות צריכות לתרום לקהילה? מתברר שסוגייה זו שנויה במחלוקת כבר שנים רבות. כלכלנים רבים טוענים שתורמה של עסקים לקהילה היא שימוש לא יעיל בכספם של בעלי המניות. חשוב לציין שכלכלנים אלה אינם מתנגדים לפילנתרופיה, אלא חושבים שטוב יותר שהתרומות לקהילה ייעשו על ידי בעלי המניות עצמם, ולא על ידי מנהלי החברות שלהם.

ב-1970 כתב מילטון פרידמן מאמר ב"ניו יורק טיימס" תחת הכותרת: "האחריות החברתית של עסקים היא להגדיל את הרווחים". פרידמן טען כי לעסקים לא יכולה להיות אחריות חברתית, מכיוון שניתן להטיל אחריות רק על אנשים, ולא על ארגונים. לדבריו, לבעלי המניות יש אחריות חברתית לתרום חלק מרווחיהם לקהילה, ואילו למנהלי החברות יש אחריות כלפי בעלי המניות להגדיל את הרווחים, ובכך להעניק להם את האמצעים לתרום לקהילה.

בשנים האחרונות מתפתחת בישראל מגמה של עסקים התורמים לקהילה. בארה"ב מדובר במסורת רבת שנים, אך בישראל התופעה חדשה יחסית. ארגון מעלה, שנוסד ב-1998, מסייע לחברות ישראליות לפתח וליישם אסטרטגיה עסקית של אחריות חברתית. למענת הארגון, הטמעה של שיקולים חברתיים, סביבתיים וערכיים-אתיים תורמת להצלחה העסקית של החברה.

ב-2005 התחילה הבורסה לניירות ערך לפרסם את מדר מעלה, שכולל את החברות שמוגדרות על ידי הארגון כבעלות מדיניות של אחריות חברתית. הנתונים שמפרסם הארגון מראים מגמת גידול בהיקפי התרומות לקהילה של החברות המדורגות. ב-2010 דירג מעלה 47 חברות שנסחרות בבורסה תל אביב, לעומת 36 חברות ב-2006. במקביל גדל סך התרומות לקהילה של חברות אלה מ-158 מיליון שקל ב-2006 ל-649 מיליון שקל ב-2010. גם התרומה הממוצעת גדלה, מ-4.4 מיליון שקל ב-2006 ל-13.8 מיליון שקל ב-2010.

למרות הגידול הניכר בהיקף התרומות, שיעור התרומה הממוצעת מהמחזור נשאר ברמה של 0.16% בשלוש השנים האחרונות. שיעור התרומות מהמחזור היה גבוה יותר ב-2006-2007 ופחת החל ב-2008 - כנראה בעקבות המשבר הכלכלי.

כלכלנים רבים טוענים שתורמה של עסקים לקהילה היא שימוש לא יעיל בכספם של בעלי המניות. לדעתם, טוב יותר שהתרומות לקהילה ייעשו על ידי בעלי המניות עצמם, ולא על ידי מנהלי החברות שלהם



יותר חברות, יותר תרומות

החברות שמוגדרות כבעלות מדיניות של אחריות חברתית בישראל

שנה	מספר חברות	היקף התרומות, במיליוני ש'	תרומה ממוצעת במיליוני ש'	שיעור תרומה ממוצעת מהמחזור	שיעור תרומה ממוצעת מהרווח לפני מס
חברות ציבוריות					
2006	36	158.4	4.4	0.19%	1.20%
2007	35	227.5	6.5	0.21%	0.90%
2008	39	269.1	6.9	0.16%	0.70%
2009	38	399.0	10.5	0.17%	1.27%
2010	47	648.6	13.8	0.16%	1.51%
חברות פרטיות וממשלתיות					
2006	13	27.3	2.1	0.18%	
2007	18	63.0	3.5	0.15%	
2008	21	71.4	3.4	0.11%	
2009	24	84.0	3.5	0.21%	
2010	28	81.2	2.9	0.18%	

מקור: מעלה

מבחן גריינג'ר הראה באופן חד-משמעי שגידול בתרומה לקהילה הביא לגידול בהיקף המכירות. הגדלה של התרומה לקהילה ב-10% בשנה במשך שנתיים רצופות הביאה לגידול ממוצע של 0.7% במכירות בשנה שלאחר מכן. בהמשך חילקו החוקרים את המדגם לשני חלקים שווים: חברות שמוכרות בעיקר לצרכנים הוגדרו כבעלות רגישות גבוהה להשקפות של הצרכנים; לעומתן חברות שמוכרות בעיקר לחברות אחרות או לממשלה הוגדרו כבעלות רגישות נמוכה להשקפות של הצרכנים.

החוקרים ביצעו מבחן גריינג'ר נפרד לכל קבוצת חברות ומצאו הבדלים ניכרים ביניהן. בעוד שבקבוצת החברות בעלות הרגישות הגבוהה להשקפות הצרכנים נמצא קשר סיבתי חזק בין התרומה לקהילה להיקף המכירות, בקבוצת החברות בעלות הרגישות הנמוכה לא נמצא קשר סיבתי כלל. הגדלת התרומה לקהילה ב-10% בשנה במשך שנתיים רצופות בקבוצת החברות בעלות הרגישות הגבוהה להשקפות הצרכנים, הביאה לגידול ממוצע של 3% במכירות בשנה שלאחר מכן.

המשמעות הכלכלית של הממצאים גדולה. מחזור המכירות הממוצע במדגם היה כ-8.9 מיליארד דולר, והתרומה הממוצעת לקהילה הסתכמה ב-8.9 מיליון דולר (0.1% מהיקף המכירות). הגדלה של התרומה הממוצעת ב-10% במשך שנתיים רצופות, שמשמעה תוספת מצטברת של 1.9 מיליון דולר לתרומה לקהילה – היתה מביאה לגידול של 267 מיליון דולר במכירות וגידול ברווח של 20-30 מיליון דולר (בהנחה ששולי הרווח הם 8%-12%). אין ספק אפוא שהתרומה לקהילה היתה השקעה משתלמת ביותר.

הלקח העיקרי מהמחקר הוא שהצרכנים הם אלה שיוצרים את התמריץ הכלכלי למגזר העסקי להשקיע בקהילה, באמצעות העדפה של מוצרים ושירותים של חברות שפועלות בדרך זו. הכותב הוא יועץ כלכלי ועורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ני"ע או ייעוץ השקעות

מבחן גריינג'ר הראה באופן חד-משמעי שגידול בתרומה לקהילה הביא לגידול בהיקף המכירות. הגדלה של התרומה לקהילה ב-10% בשנה במשך שנתיים רצופות הביאה לגידול ממוצע של 0.7% במכירות

אם מתקיימים שני התנאים הבאים:

1. קיים מתאם בין שיעור השינוי של A בעבר לבין שיעור השינוי של B בהווה, לאחר שנוכו ההשפעות של כל המשתנים האחרים, X.

2. לא קיים מתאם בין שיעור השינוי של B בעבר לבין שיעור השינוי של A בהווה, לאחר שנוכו ההשפעות של כל המשתנים האחרים, X.

כלומר, אם גם לאחר שמבטלים את ההשפעות של גורמים אחרים, לעבר של A יש השפעה על ההווה של B, אך לעבר של B אין השפעה על ההווה של A. המסקנה היא ש-A גורם ל-B.

החוקרים אספו נתונים לגבי 251 חברות שתרמו לקהילה בין 1992 ל-2000, כדי לבחון את הקשר הסיבתי בין גודל התרומה לקהילה לבין היקף המכירות. במקביל הובאו בחשבון משתנים נוספים שהיו עשויים להשפיע על היקף המכירות, כמו השקעה בנכסים וציוד, השקעה במחקר ופיתוח והוצאות על שיווק ופרסום. לאחר שנוכו ההשפעות של משתנים אלה,

כרוניקה של פשיטת רגל

שימוש במודלים של אוהלסון ואלטמן לחיזוי פשיטות רגל היה מזהה מראש את קריסתה של אפריקה ישראל ומונע מהמשקיעים הפסדים כבדים ◀ **אלי מלכי**

הברותה של חברת אפריקה ישראל לפני יותר משנה על הגעתה לחדלות פירעון זיעזעה את שוק ההון הישראלי. שוק אנ"ח החברות התאושש מאז, ואולם משקיעים רבים עדיין תוהים אם אירוע כזה עשוי לחזור על עצמו. האם ניתן לחזות מראש הידרדרות לחדלות פירעון?

מתברר שיש מחקר ענף שעוסק בשאלה זו, שבעקבותיו פותחו ונבחנו כמה מודלים שמסוגלים לתת התראה מראש על מצבים של חדלות פירעון. כבר ב-1966 הראה חר' קר הכלכלה ויליאם ביבר שבחברות שפשטו רגל היתה הידרדרות הדרגתית לפני המש' בר בכמה יחסים פיננסיים שנגזרו ממאזניהן. ב-1968 פירסם פרופ' לכלכלה אדוארד אלטמן מחקר פורץ דרך שבו הציג מודל שמסוגל לחזות פשיטות רגל ברמת דיוק סבירה, כשנה לפני האירוע (המודל מכונה בדרך "מודל Z").

ב-1980 פירסם פרופ' ג'ימס אוהלסון (Ohlson) מחקר שבו הציג מודל שמאפ' שר לחשב מראש את ההסתברות לפשיטת רגל. עם השנים נמצא שהתחזיות של מודל אוהלסון היו לרוב מדויקות יותר מה' תחזיות של מודל אלטמן. במחקר המקורי של אוהלסון נבדקו 2,163 חברות בארה"ב ב-1970-1976, מהן פשטו את הרגל 105 חברות בתקופה זו. באמצעות נתונים שני' לקחו ממאזני החברות שנה לפני ההכרזה על פשיטת רגל, סווגו חברות באמצעות המודל לשתי קבוצות: חברות שהיו בסכנה לפשיטת רגל (הסתברות של יותר מ-50%) וחברות שלא היו בסכנה כזאת.

המודל התריע על סכנה לפשיטת רגל לגבי 92 מ-105 החברות שבסופו של דבר הגיעו לחדלות פירעון. שיעור הסיווגים המוטעים של המודל במקרה של פשיטת רגל היה 12.4% (המינוח הסטטיסטי לשי' עור זה הוא טעות מסוג I). במקביל, המודל סיווג כיציבות 1,700 מ-2,058 החברות שלא פשטו את הרגל - טעות ב-17.4% מהמקרים (טעות מסוג II). השיעור הכללי של הסיווגים הנכונים הסתכם בכ-83%.

כדי לבחון אם המודל של אוהלסון אינו תלוי במדגם הספציפי ששימש לצור' רך המחקר, נערכו במהלך השנים בדיקות של המודל על מדגמים אחרים במדינות שונות. מחקר כזה נערך בקנדה בין 1987 ל-2002, ובו נבחנו 292 חברות קנדיות שמחציתן פשטו את הרגל בתקופה זו. לפי מאזני החברות שנה לפני פשיטת הרגל, המודל סיווג נכון 131 חברות מ-146 שבי' סופו של דבר הגיעו לחדלות פירעון (טעות



לב לבייב. סיכוי של 67% לפשיטת רגל

המקורי והסתכם בכ-74%. תוצאות אלה אופייניות גם למודל של אלטמן: לשני המודלים יש טעות I נמוכה יחסית - הם מצליחים להתריע בדיוק סביר (יותר מ-85%) על פשיטת רגל. עם זאת, הטי' עות מסוג II גבוהה למדי, כלומר המודלים מייצרים התראות שווא רבות לגבי חברות שבסופו של דבר לא יגיעו לחדלות פירעון. מנקודת מבטו של משקיע שונא סיכון, טעות מסוג I היא בעייתית בהרבה מטעות מסוג II. הימנעות ממצבים של חדלות פירעון תחסוך למשקיעים הפסדים ניכרים, בעוד ש"המחיר" - החמצת הזדמנויות הש' קעה בחברות שסווגו בטעות בקטגוריה של סכנה לפשיטת רגל - אינו גבוה במיוחד. מודל אוהלסון משתמש בכמה יחסים פיננסיים הנגזרים ממאזן החברה ומשקלל אותם לחישוב ההסתברות לפשיטת רגל.

המודלים מתריעים בדיוק של יותר מ-85% על פשיטת רגל, אך מייצרים התראות שווא רבות לגבי חברות שלא יגיעו לחדלות פירעון

I של 10.3%). לעומת זאת, המודל התריע על סכנה לחדלות פירעון לגבי 61 מתוך 146 החברות שלא פשטו את הרגל לבסוף (טעות II של 41.8%). השיעור הכללי של הסיווגים הנכונים היה נמוך יותר מהמחקר

אפשר להימנע מקריסה

המחקר המקורי של אוהלסון בארה"ב, 1976-1970

סך הכל	סיכון נמוך**	סיכון גבוה*	
105	13	92	חברות שפשטו רגל
2,058	1,700	358	חברות שלא פשטו רגל
2,163	1,713	450	סך הכל
	12.4%		טעות מסוג I
		17.4%	טעות מסוג II
82.8%			דיוק כללי

מחקר בקנדה, 1997-2002

סך הכל	סיכון נמוך**	סיכון גבוה*	
146	15	131	חברות שפשטו רגל
146	85	61	חברות שלא פשטו רגל
292	100	192	סך הכל
	10.3%		טעות מסוג I
		41.8%	טעות מסוג II
74.0%			דיוק כללי

*סיכון גבוה - ההסתברות לפשיטת רגל של יותר מ-50% סיכון נמוך - ההסתברות לפשיטת רגל של פחות מ-50%

ידועה מראש

קריסת אפריקה ישראל היתה צפויה ההסתברויות לפשיטת רגל לפי מודל אוהלסון

12/31/2007	אפריקה ישראל	החברה לישראל	קבוצת דלק	בזק	טבע	אי.די.בי	דיסקונט	כיל	סלקום	גזית גלוב
סך חוב לסך נכסים	71.30%	75.10%	89.20%	72.50%	41.20%	88.10%	70.00%	60.20%	86.60%	65.30%
הון חוזר לסך נכסים	8.30%	13.30%	-0.40%	-6.10%	19.20%	11.90%	17.70%	14.00%	11.80%	-2.40%
התחייבויות שוטפות לנכסים שוטפים	78.00%	66.00%	102.30%	120.50%	54.50%	56.80%	45.20%	70.10%	72.20%	163.90%
תזרים מפעילות לסך חוב	-3.70%	7.50%	2.10%	26.80%	18.80%	1.80%	15.80%	21.50%	33.70%	2.50%
רווח נקי לסך נכסים	11.30%	0.90%	1.50%	8.80%	8.30%	1.20%	6.20%	12.60%	14.00%	2.00%
הפסד שנתיים רצופות	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
הון עצמי שלילי	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
שינוי ברווח	68.00%	-29.60%	-7.70%	27.90%	56.30%	29.90%	40.70%	15.20%	22.00%	45.40%
הסתברות לפשיטת רגל	9%	14%	31%	18%	1%	16%	6%	5%	25%	15%
12/31/2008	אפריקה ישראל	החברה לישראל	קבוצת דלק	בזק	טבע	אי.די.בי	דיסקונט	כיל	סלקום	גזית גלוב
סך חוב לסך נכסים	84.20%	75.10%	94.30%	70.40%	50.10%	91.70%	72.40%	56.40%	92.90%	75.20%
הון חוזר לסך נכסים	-9.70%	14.30%	-1.00%	-9.00%	8.90%	5.60%	3.80%	24.30%	8.40%	-1.70%
התחייבויות שוטפות לנכסים שוטפים	133.60%	63.20%	104.20%	135.90%	74.20%	75.20%	82.20%	52.80%	76.80%	128.20%
תזרים מפעילות לסך חוב	-2.40%	17.80%	2.30%	33.90%	19.60%	5.80%	10.80%	57.10%	34.60%	1.90%
רווח נקי לסך נכסים	-15.00%	2.20%	-2.40%	11.40%	1.90%	-0.40%	3.10%	34.80%	18.00%	-2.40%
הפסד שנתיים רצופות	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
הון עצמי שלילי	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
שינוי ברווח	-100.00%	44.80%	-100.00%	10.00%	-52.10%	-100.00%	-24.20%	52.90%	6.10%	-100.00%
הסתברות לפשיטת רגל	67%	8%	54%	17%	2%	36%	16%	1%	36%	37%

מתברר שהכתובת אכן היתה על הקיר. משקיעים שהיו משתמשים במודל של אוהלסון היו יכולים לדעת כבר בסוף הרבעון הראשון של 2009 (עם פרסומם של הדו"חות הכספיים ל-2008) שאפריקה ישראל נמצאת בסיכון לחדלות פירעון – כחמישה חודשים לפני שהחברה הכריזה כי לא תוכל לשלם את חובותיה. ייתכן גם שניתוח הדו"חות לסוף הרבעון השלישי של 2008 היה נותן התראה מוקדמת עוד יותר. "המחיר" שהיו משלמים משקיעים שהיו משתמשים במודל אוהלסון היה הימנעות מרכישת אג"ח של קבוצת דלק ואולי גם של גזית גלוב, סלקום ואי.די.בי. בראייה לאחור, זהו לא מחיר גבוה ביחס לתועלת. הכותב הוא יועץ כלכלי ועורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ני"ע או ייעוץ השקעות

(הסתברות של יותר מ-50%). ההסתברות לפשיטת רגל באפריקה ישראל היתה נמוך כה מאוד, 9% בלבד. ההסתברות הגבוהה היתה בקבוצת דלק (31%), עקב יחס חוב למאזן גבוה וגירעון בהון החוזר. בסוף 2008 הצביע המודל על הרעה במצבן הפיננסי של כמה מהחברות. למשל, ההסתברות לחדלות פירעון עלתה במידה רבה בגזית גלוב, בסלקום ובאי.די.בי, והגיעה לכ-36%. ואולם רק לגבי שתי חברות הצביע המודל על סכנה של חדלות פירעון: אפריקה ישראל עם הסתברות של 67% וקבוצת דלק עם הסתברות של 54%. ההידרדרות במצבה הפיננסי של אפריקה ישראל התבטאה בגירעון ניכר בהון החוזר, בתזרים מפעילות שלילי ובמעבר מרווח להפסד ניכר. מגמה דומה, אם כי מתונה יותר, השתקפה בדו"חות של קבוצת דלק.

לפי המודל, ב-2008 היו שתי חברות בסכנה לחדלות פירעון: אפריקה ישראל עם 67% וקבוצת דלק עם 54%. אפריקה הסתבכה בגירעון בהון החוזר, בתזרים שלילי מפעילות ובמעבר מרווח להפסד ניכר

בנוסף, המודל משתמש בשני משתנים דיי-כוטומיים (מקבלים ערך של אפס או אחר) לציון מצבים קיצוניים שמשפיעים על ההסתברות לפשיטת רגל: הפסד במשך שנתיים רצופות וגירעון בהון העצמי. כדי לבחון עד כמה מודל אוהלסון ישים במציאות הישראלית, ננסה לבחון אם היה מצליח לחזות מראש את חדלות הפירעון של אפריקה ישראל של לב לבייב. לשם כך נבדוק את היחסים הפיננסיים הרלוונטיים וחשוב ההסתברות לפשיטת רגל לגבי עשר חברות ישראליות גדולות על סמך מאזניהן ב-2007 ו-2008. החברות שנבדקו הן: אפריקה ישראל, החברה לישראל, קבוצת דלק, בזק, טבע, אי.די.בי השקעות, דיסקורנט השקעות, כיל, סלקום וגזית גלוב. בסוף 2007 לא התריע המודל על סכנה לחדלות פירעון באף אחת מחברות אלה

מצפון נקי אינו תחליף

השקעה במדדי מניות המשקפות אחריות חברתית היא בעיקר בחירה ערכית. כדי להרוויח, צריך לוודא שהם אינם נחותים מהמדדים המסורתיים

אחר מדד MSCI USA ESG Select Index הממד כולל כ-190 חברות שמיישמות מדיניות של אחריות סביבתית וחברתית ומשילות (ESG - Environment, Social, Governance). השוואה של קרן הסל KLD (גם היא הושקה בת-חילת 2005) לקרן הסל SPY, שעוקבת אחר מדד S&P 500, ממחישה את ההבדל בין המדד של MSCI לבין מדד מעלה.

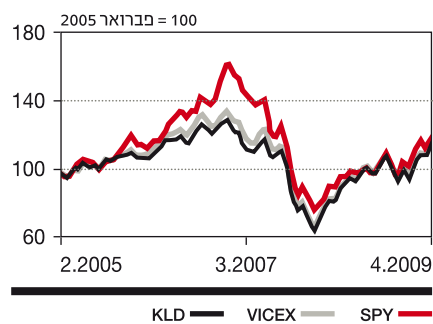
קרן הסל KLD הצליחה לעקוב כמעט במדויק אחר קרן הסל SPY בשש השנים האחרונות. התשואה השנתית הממוצעת של KLD מיום הנפקתה היתה 2.4%, לעומת תשואה שנתית מקבילה של 2.6% ל-SPY. התשואה המצטברת של קרן KLD בשש השנים האחרונות היתה 15%, לעומת 16% של קרן SPY (חלק מההבדל בתשואות נובע מכך שדמי הניהול של KLD גבוהים יותר).

בשילוב של חוש הומור עם יוזמה עסקית, הנפיקה חברת USA Mutuals בתחילת 2005 את קרן הנאמנות VICEX. קרן זו – ששמה נגזר מהמלה Vice, שפירושה שחיתות מוסרית – היא מעין אנטיטזה להשקעה לפי קריטריונים של אחריות חברתית. הקרן משקיעה בחברות שמוכרות אלכוהול וסיגריות, שעור סקות בהימורים, שפוגעות בסביבה (קידוחי נפט) ושמוכרות נשק.

השוואה של קרן הנאמנות VICEX לקרן הסל SPY מראה ש-VICEX היתה תגודתית בהרבה ממדד S&P 500. למרות זאת, מתברר שבשש השנים האחרונות ההשקעה בשחיתות מוסרית דווקא השתלמה. התשואה השנתית הממוצעת של VICEX היתה 2.9% והתשואה המצטברת שלה היתה 18% – גבוהה במקצת מהתשואה המקבילה של SPY. בהתחשב בעובדה שדמי הניהול השנתיים של VICEX (כ-1.8%) גבוהים בהרבה

דאגות לחברה בארה"ב

קרנות עם אחריות חברתית



התשואה השנתית הממוצעת של מדד מעלה היא 8.6%, לעומת 10.8% של ת"א 100. התשואה של מעלה בשש השנים האחרונות היתה 62%, לעומת 82% של ת"א 100

שהנהיגו מדיניות של אחריות חברתית אינו ייחודי לישראל. גם בארה"ב קיימים אפיקי השקעה שמאפשרים לעשות זאת. אחד מהם הוא קרן הסל KLD של חברת iShares, שעוקבת

במאמר קודם הצגתי ממצאים של מחקר המצביעים על כך שבקרב חברות ממוגזרים שבהם הרגישות להשקפות הצרכנים גבוהה – תרומה לקהילה מסוימת להגדיל את המכירות. ואולם העובדה שמבחינה עסקית תרומה לקהילה עשויה להיות מהלך נכון, לא בהכרח הופכת את מנייתיהן של חברות שהנהיגו מדיניות של אחריות חברתית להשקעה אטרקטיבית.

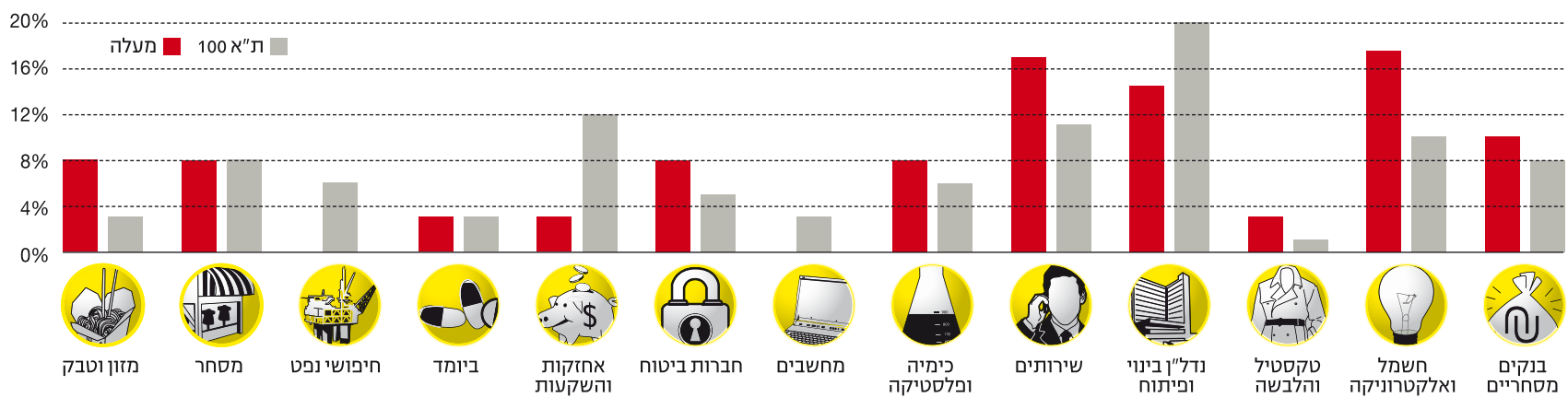
אחד היעדים של גופים כמו מעלה, שמנסים לקדם הטמעה של אחריות חברתית וסביבתית במגזר העסקי, הוא לשכנע משקיעים להשקיע בחברות בעלות מדיניות של אחריות חברתית. לצורך כך יזמו מעלה והבורסה לניירות ערך את מדד מעלה, שכולל את כל החברות שמוגדרות על ידי מעלה כבעלות מדיניות של אחריות חברתית ונכללות במדד ת"א 100. מדד זה, שפרסומו החל בפברואר 2005, כולל 38 חברות. משקיעים שמעוניינים בחשיפה למדד מעלה יכולים לעשות זאת באמצעות תעודת הסל קסם מעלה, או באמצעות קרן הנאמנות פסגות מעלה.

בחינה של מדד מעלה ביחס למדד ת"א 100 ממחישה אם תרומה לקהילה אכן הופכת את מניות החברות להזדמנות להשקעה. מיום פרסומו ועד סוף 2008 עקב מדד מעלה כמעט במדויק אחר ת"א 100, אך ב-2009 ו-2010 הוא התחיל לפגור אחריה. התשואה השנתית הממוצעת של מדד מעלה מיום פרסומו היתה 8.6%, לעומת תשואה מקבילה של 10.8% של ת"א 100. התשואה המצטברת של מדד מעלה בשש השנים האחרונות היתה 62%, לעומת 82% של מדד ת"א 100. הניסיון לעודד משקיעים להעדיף חברות



מחקר שווקים
אלי מלכי

ההתפלגות הסקטוראלית של מדד מעלה ומדד ת"א 100



לאסטרטגיית השקעה

אחר התשואות של מגזרים אחרים שמשקלם בו נמוך, או שאינם מיוצגים בו כלל.

המסקנות למשקיעים

ההשקעה בחברות שמקיימות מדיניות של אחריות חברתית היא בחירה ערכית של המשיקיעים. ואולם בחירה כזו אינה אסטרטגית השקעה ואינה יכולה להחליף אסטרטגיה כזו. אסטרטגיית השקעה צריכה להיות מבוססת על הקצאת נכסים לפי קריטריונים של פיזור, מתאם נמוך בין קבוצות הנכסים והתאמה של הרכב התיק לרמת הסיכון שמוכן המשקיע לקחת על עצמו.

שילובם של מדדים המבוססים על קריטריון של אחריות חברתית בתיק השקעות צריך להיות מותנה בכך שהם יכולים להחליף את המדדים הרגילים שאותם היה המשקיע רוצה לכלול בהתאם לאסטרטגיה שנבחרה על ידו. כך למשל, משקיע שמעוניין בחשיפה לשוק המניות האמריקאי ובמקביל רוצה להשקיע בחברות שהתנהלותן תואמת את מצפונן וערכיו יכול לבחור בקרן הסל KLD. קרן זו מחקה כמעט במדויק את את קרן SPY, באמצעות התאמה של משקלי הסקטורים שבמדד MSCI USA ESG Select Index למשקלים המקבילים ב-S&P 500.

לעומת זאת, משקיע שמעוניין בחשיפה לשוק המניות הישראלי ויחליט להשתמש בתעודת הסל שעוקבת אחר מדד מעלה, יקבל תשואות שונות משל מדד ת"א 100, כתוצאה מהשקלול הסקטוריאלי השונה.

כדי להפוך את מדד מעלה לכלי מרכזי בתיקי ההשקעות של משקיעים ישראלים, כדאי לארגון מעלה ולבדוק לניירות ערך לשקול מדיניות שקלול הדומה למדיניות של מדד האחריות החברתית של MSCI.

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

ת"א 100 מכה את מעלה



כאנטיתזה לאחריות חברתית, הנפיקה USA Mutuals את קרן הנאמנות VICEX, שמשקיעה בחברות אלוהול וסיגוריות, שעוסקות בהימורים, שפוגעות בסביבה ומוכרות נשק. תשואתה המצטברת בשש השנים האחרונות היתה 18%

למשקל המקביל במדד ת"א 100. לאור זאת, ההבדל בתשואות בין המדדים אינו נובע מנחיתותו של מדד מעלה, אלא מכך שהתשואות של המגזרים שמשקלם במדד גבוה יותר פיגרו בשש השנים האחרונות

משל SPY (כ-0.1%), פער התשואות ללא דמי ניהול היה גבוה בהרבה.

האם עדיף למשקיעים להימנע מחברות שפועלות לפי כללי האחריות החברתית? כדי לענות על שאלה זו, יש לבדוק את הסיבות להבדל בתשואות בין המדדים. לשם כך נבחנו את ההתפלגות הסקטוריאלי של הקרנות האמריקאיות.

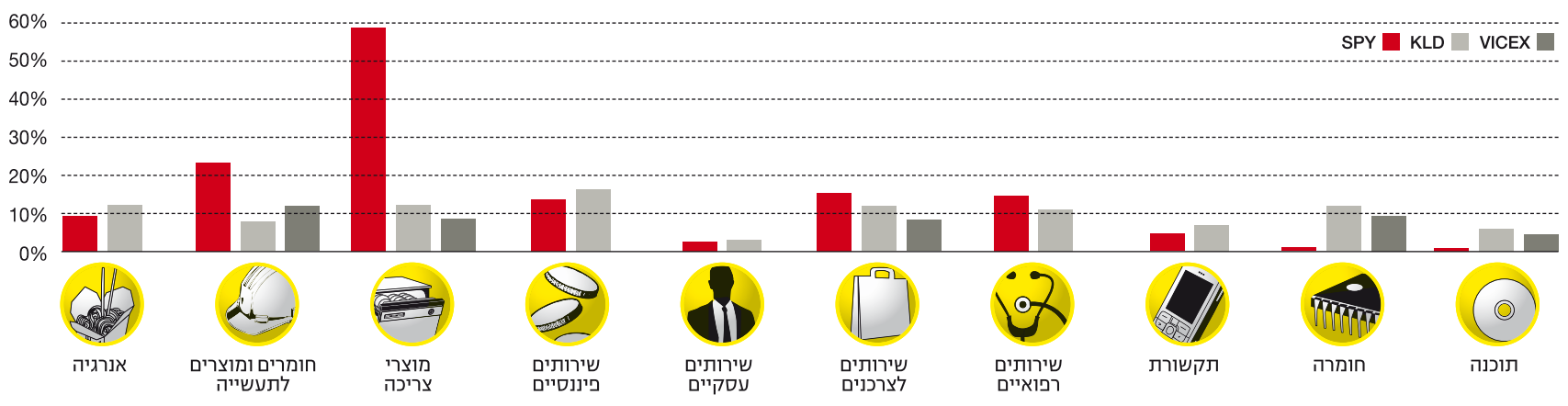
ההתפלגות הסקטוריאלי של קרן KLD דומה להתפלגות המקבילה של S&P 500. כל הסקטורים הכלולים ב-S&P 500 מיוצגים במדד האחריות החברתית של MSCI, והמשיקלים של כל הסקטורים דומים.

לעומת זאת, קרן VICEX מתמקדת בסקטורים של מוצרי צריכה, שירותים לצרכנים וחומרים ומוצרים לתעשייה. בתקופות שהתשואות של סקטורים אלה היו גבוהות יחסית (למשל, עקב עלייה במחירי הנפט או במחיריהם של מוצרי היסוד לתעשיית המזון), התשואה של קרן VICEX היתה גבוהה יותר גם היא. מובן אפוא שפער התשואה לטובת VICEX נבע מאירועי העבר ואינו מצביע על הצפוי בעתיד.

עם זאת, העובדה שמדד האחריות החברתית של MSCI מחקה את ההתפלגות הסקטוריאלי של S&P 500, הביאה לכך שהתשואות של קרן KLD לאורך כל התקופה היו כמעט זהות לתשואות של קרן SPY. שמירה על עיקרון זה יכולה להבטיח שגם בעתיד התשואות של KLD יהיו כמעט זהות לתשואות של SPY.

השוואת ההתפלגות הסקטוריאלי של מדד מעלה להתפלגות המקבילה של מדד ת"א 100 מראה תמונה דומה. חלק מהסקטורים (השקעות בתעשייה, חיפוש נפט, שירותים פיננסיים, מחשבים ועץ ומוצרים) אינם מיוצגים כלל במדד מעלה. מגזרי הנדל"ן, האחזקות וההשקעות מיוצגים בחסר, ולעור מתם משקלם של מגזרי השירותים, הביטוח, החשמל והאלקטרוניקה גבוה בהרבה ביחס

ההתפלגות הסקטוריאלי של הקרנות האמריקאיות



היעד: סניף בכל עיר בישראל



רמי לוי
תצלום: דוד בכר

תחום: קמעונות מזון **שנת הנפקה:** 2007
מיקום הנהלה: ירושלים **מנכ"ל:** רמי לוי
מספר עובדים: 2,800 **הכנסות בארבעה רבעונים אחרונים:** 1.6 מיליארד שקל **רווח תפעולי בארבעה רבעונים אחרונים:** 114.4 מיליון שקל **רווח נקי בארבעה רבעונים אחרונים:** 86.4 מיליון שקל **שווי שוק:** 1.58 מיליארד שקל **מחיר מניה:** 120 שקל

«רשתות קמעונות המזון שנקטו אסטרטגיית דיסקאונט, כזו שמעדיפה למשוך את הציבור באמצעות מחירים נמוכים, הן המרוויחות הגדולות של השנים האחרונות מעליית מחירי המזון. 37% מהמהזור הכללי שגילגל ענף הקמעונות ב-2010 שייך לרשתות דיסקאונט.

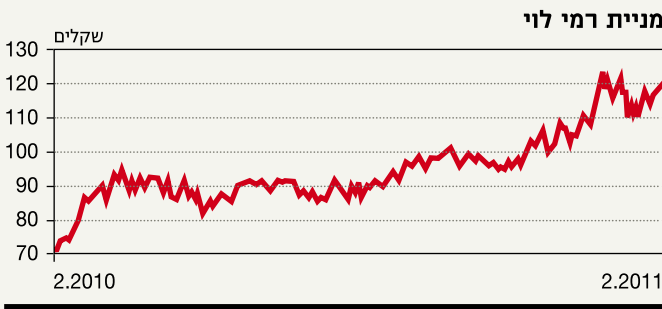
רשת רמי לוי, הנוקטת את האסטרטגיה הזו ומעדיפה להתבסס על מחיר נמוך מאשר על נוחות וקרבה ללקוח עם סניפים בתוך העיר, היא דוגמה מובהקת להצלחתה של שיטת הדיסקאונט. מניית רמי לוי הגיעה לבורסה רק לפני שנתיים וחצי וכבר שילשה את שוויה. כיום היא נסחרת לפי שווי של כ-1.6 מיליארד שקל.

בשוק הקמעונות יש חששות עיקריים – תחרות המחירים ופתיחת שטחי המסחר החדשים, המגדילים את התחרות על כל לקוח. רמי לוי נמצאת בחוברה בשני הגורמים האלה. מצד אחד היא מבוססת על מחירים נמוכים ביותר שקשה להתחרות בהם, ומצד שני פותחת עוד ועוד סניפים. למרות זאת, היא שומרת על רווחיות תפעולית גבוהה מהמתחרות, בשל מבנה הנהלה רזה. רק ב-2010 צמחו שטחי המסחר של רמי לוי ב-24%. את 2011 מתכנן רמי לוי לסיים בצמיחה מהירה יותר, של 31%, עם גידול בשטחי המסחר. כיום יש לרמי לוי 20 סניפים, והחברה מתכננת להגיע ל-30 סניפים עד תחילת 2012. מטרתה העיקרית של הרשת היא להגיע למצב שבו יש לה סניף בכל עיר בישראל, כלומר 70 סניפים. למרות התחרות הקשה בענף, רשתות הדיסקאונט ממשיכות להציג צמיחה עקבית וגיורול ברווחיות הגולמית – והסיבה לכך היא שהן צומחות ומתרחבות לאזורים חדשים.

המייסד והמנכ"ל רמי לוי נהנה ממיתוג חזק כאיש שעל שמו קרויה החברה. שמו ומבצעו ה"עוף בשקל" האגרסיביים שהוא מציע, שזוכים לסיקור רחב בתקשורת, משמשים אותו בשיווק הרשת ובחיסכון בהוצאות הפרסום. מנוע צמיחה נוסף של רמי לוי הוא המותג הפרטי, המכונה "המותג", שאינו בבעלותו המלאה, אלא משותף לארבעה גופים. בניגוד לשופרסל, אצל רמי לוי המותג הפרטי אינו מהווה נתח משמעותי מהמכירות. ב-2015 יפקעו ההסכמים שחתם רמי לוי עם שאר השותפים ב"המותג", והוא יוכל ליצור לעצמו מותג פרטי בבעלות מלאה שיוכל לשפר באופן מהותי את הרווחיות בתוך הסניפים. רעיונות למכירת מוצרים בלתי שגרתיים בסניפים, כמו ביטוחי דיירה ורכב ומכשירי סלולר, הם כיוון נוסף לצמיחת הרשת. מניית רמי לוי נסחרת במכפיל רווח 18, לעומת מכפיל רווח 14 של שופרסל ו-37 של מניית אלקו רביע כחול.

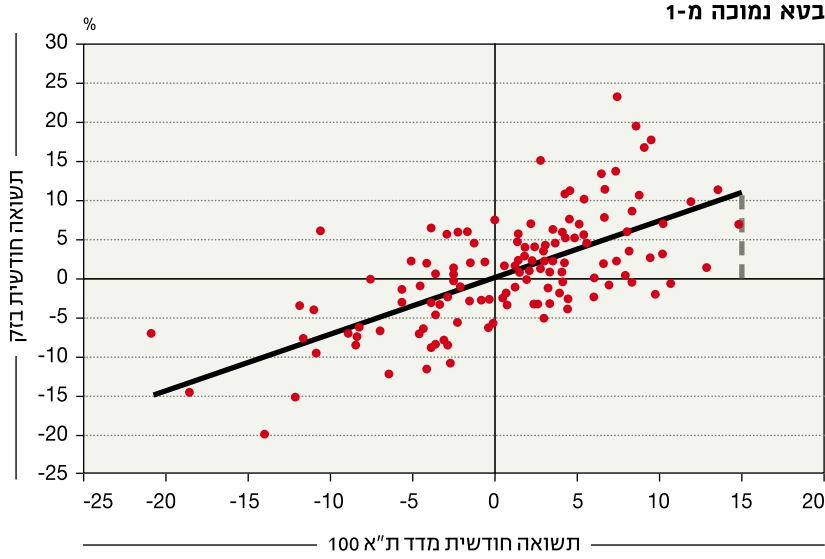
נועם בר

שיעורי הצמיחה הגבוהים בענף

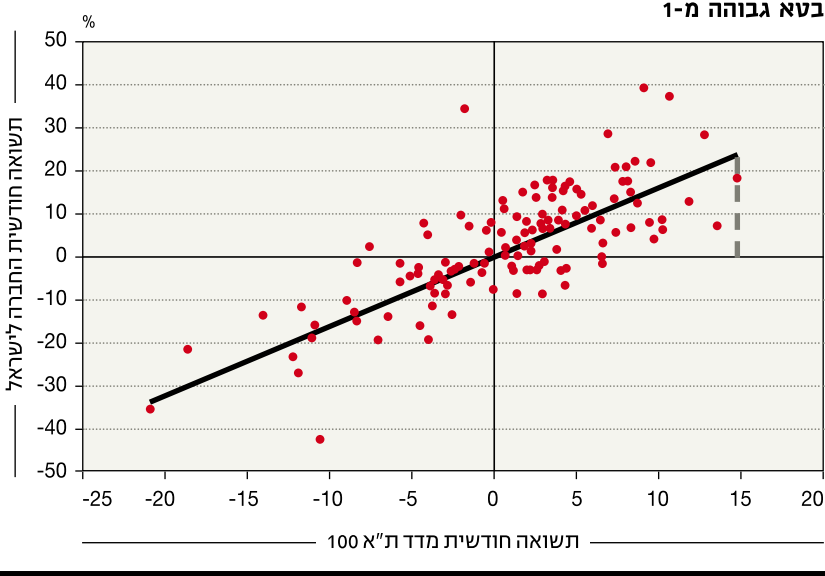


שלכם?

מניית בזק - פחות תנודתית מהשוק



מניית החברה לישראל - יותר תנודתית מהשוק



הוספת מניה עם בטא גדולה מ-1 מגדילה את הסיכון לירידות חריפות כשהשוק יורד, אך מגדילה את הסיכון לתשואות גבוהות לצו למכור אותה לקראת סוף 2008, ספגו הפסדים כבדים. לעומת זאת, המשקיעים במניית בזק אמנם לא ראו את מחיר המניה מטפס מונב ב-2003-2007, אך גם לא ספגו הפסדים כבדים כשהמחירים ירדו בשנתיים שלאחר מכן.

המסקנות למשקיעים

מדירת הסיכון באמצעות בטא מאפשרת למשקיעים לדעת באיזו מידה תורמת כל מניה לסיכון הכולל של תיק ההשקעות.

שהבטא שלה גבוהה מ-1, הוא מאפיין של אופי פעילותה של החברה. משקיעים שקנו את מניית החברה לישראל בסוף 2006 ונא-

כמה "מנות סיכון" תרצו בתיק

סיכון יחסי של מניות לעומת מדד השוק נמדד באמצעות הפרמטר בטא. משקיעים דפנסיביים שמעוניינים בתנודתיות נמוכה יעדיפו מניות עם בטא נמוך מ-1 ומשקיעים אגרסיביים יותר ייטו למניות עם בטא גבוה מ-1 ◀ **אלי מלכי**

לקו המגמה נובע מגורמים ספציפיים לחברה.

כשבונים תיק השקעות המורכב ממספר רב של מניות, קיים הברל מהותי בין שני גורמי הסיכון. בעוד שגורמי הסיכון הספציפיים של החברות הכלולות בתיק אינם מתואמים, ולכן מבטלים זה את זה, הסיכון השיטתי של כל מניה אינו ניתן לביטול. ככלל, יכולים להיות שלושה מצבים של בטא:

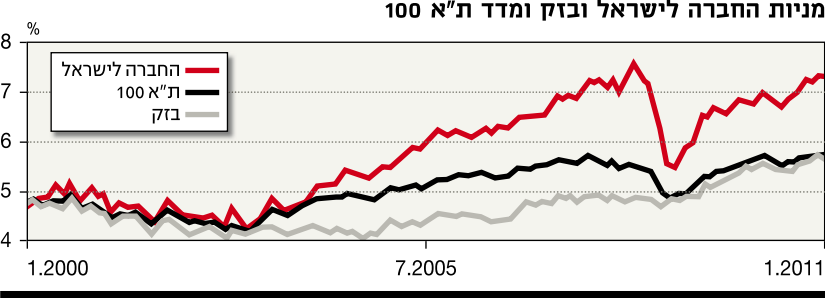
1. בטא שווה ל-1 – התשואה הצפויה של המניה תהיה וזהה לתשואת השוק. 2. בטא נמוכה מ-1 – כשהשוק עולה התישואה הצפויה של המניה תהיה נמוכה יותר מתשואת השוק. ומנגד, כשהשוק יורד התישואה הצפויה של המניה תהיה גבוהה יותר מתשואת השוק (סיכון נמוך).

3. בטא גבוהה מ-1 – כשהשוק עולה התישואה הצפויה של המניה תהיה גבוהה יותר מתשואת השוק. מנגד, כשהשוק יורד התישואה הצפויה של המניה תהיה נמוכה יותר מתשואת השוק (סיכון גבוה).

במקרה שלנו, הבטא של מניית בזק קטנה מ-1. ניתן לראות זאת באמצעות הקו המקווקו האדום שניצב לציר האופקי: כשהתשואה של מדד תל אביב 100 היא 15%, התשואה הצפויה של מניית בזק היא כ-11% – חישוב מרויך יותר של שיפוע הקו (בטא) מוצג בחלק העליון של הגרף ונעשה באמצעות טכניקה סטטיסטית שנקראת "רגרסיה לינארית".

החישוב מראה שבטא של מניית בזק שווה 0.725, כלומר הסיכון הכרוך בהשקעה במניה נמוך יותר ביחס למדד תל אביב 100. בנוסף, החישוב מראה שכ-43% מהשינוי בתשואות של מניית בזק מוסבר באמצעות התנודתיות הכללית של שוק המניות (מספר זה נמדד באמצעות מקדם סטטיסטי שנקרא R2) ו-57% הנותרים מהשינוי מוסברים על ידי גורמים ספציפיים לחברה.

החברה לישראל - מסוכנת יותר, רווחית יותר



השקעה במניות כרוכה בסיכון – זוהי תובנה בסיסית שכל משקיע חייב לדעת. כיצד אפשר למדוד את הסיכון, והאם רמת הסיכון זהה לכל המניות? מקובל למדוד את הסיכון הכרוך בהשקעה במניה באמצעות סטיית התקן של התשואות שלה, שמשקפת את התנודתיות במחיר המניה. מניה שהתשואה שלה תנודתית יותר נחשבת מסוכנת יותר מזאת שהתשואה שלה תנודתית פחות.

ואולם מדירת הסיכון באמצעות סטיית התקן מתעלמת מיחסי הגומלין שבין התישואות של כל המניות בתיק. תורת התיקים המודרנית מלמדת אותנו שהגורם היחיד שקובע את הסיכון של מניה הוא המידה שבה הכללתה בתיק משנה את הסיכון הכולל שלו. לשם המחשה, נבדוק את התשואות של מניית בזק ביחס לתשואות המקבילות של מדד תל אביב 100. הגרף נבנה באופן הבא:

● ראשית, חושבו התשואות החודשיות של מדד תל אביב 100 ושל מניית בזק ב-11 השנים שבין ינואר 2000 לינואר 2011. ● כל נקודה על הגרף מייצגת תשואה חודשית של מדד תל אביב 100 (על הציר האופקי) ותשואה חודשית מקבילה של מניית בזק (על הציר האנכי).

הגרף ממחיש את הקשר החיובי בין התישואה של מניה אחת לתשואה של כלל השוק. לאור זאת, ניתן לחלק את הסיכון שכרוך בהשקעה במניה לשני חלקים: הסיכון השיטתי, שנובע מגורמים שמשפיעים על שוק המניות כאופן כללי (כמו המצב הכלכלי בישראל וביעולם ושער הריבית), והסיכון הספציפי, שנובע מפעילות החברה (כמו שינויים בביקוש ובסיביבה העסקית ושינויים במחירי התשומות).

השיפוע של קו המגמה שעובר בין הנקודות שבגרף, שנקרא בטא, מייצג את הסיכון השיטתי במניית בזק. הפיזור של הנקודות מסביב

מדידת הסיכון

באמצעות בטא

מאפשרת למשקיעים

לדעת באיזו מידה

תורמת כל מניה

לסיכון הכולל של תיק

ההשקעות

- ולבנות אותו לפי

העדפותיהם

מחזיקה ב־40% מענף הפנסיה

תחום: ביטוח ופינסים שנת הנפקה: 1982

מיקום הנהלה: תל אביב מנכ"ל: מוטי רוזן

מספר עובדים: 2,000 הכנסות בארבעה רבעונים אחרונים: 6.4 מיליארד שקל רווח כולל בארבעה רבעונים אחרונים: 353 מיליון שקל רווח נקי בארבעה רבעונים אחרונים: 305 מיליון שקל שווי שוק: 3 מיליארד שקל מחיר מניה: 4.8 שקלים

מוטי רוזן

תצלום: חנוך קורמן

קרנות הפנסיה החדשות צומחות בקצב גבוה. ב-12 חודשים האחרונים הסתכמה הצבירה (גיוסים פחות פדיונות) של קרנות הפנסיה החדשות בקצב של 11.5 מיליארד שקל בשנה. חוק פנסיה חובה דוחף עוד ועוד אנשים להצטרף בעמיתים לקרנות הפנסיה, וקצב ההפקדות לקרנות גדל מדי שנה ב-2 מיליארד שקל. הנהנית העיקרית מכך היא חברת הביטוח מנורה מבטחים, שמחזיקה בשלישה מלאה בקרן הפנסיה מבטחים החדשה, הגדולה בישראל. הנתה של מבטחים בשוק קרנות הפנסיה החדשות הוא כ-40% וקצב הצבירות שלה הוא 3.5 מיליארד שקל בשנה. פעילות הפנסיה של מבטחים עד כדי כך משמעותית עבור חברת הביטוח מנורה, עד שבשוק מתארים בהלצה את החברה כקרן פנסיה שמחזיקה בחברת ביטוח. לשם השוואה, בעוד שברוב חברות הביטוח הרווח לפני מס מפעילות הפנסיה היה ב-2010 3%-6% מסך הרווח לפני מס, במנורה הוא היה 15%. לדומיננטיות של פעילות הפנסיה במנורה יש יתרון. פעילויות אחרות של חברות הביטוח תלויות במצב הרוח של שוק ההון ומניבות להן הפסדים כבדים בתקופות שבהן השוק יורד. לעומת זאת, פעילות פנסיה היא יציבה ואינה תלויה במגמת השוק. מערך השיווק הגדול שיש לקרן הפנסיה מבטחים משמש את מנורה מבטחים גם לשיווק מוצרים פנסיוניים אחרים כמו קופות גמל וקרנות השתלמות. ב-2010 גייסה מנורה בגמל 380 מיליון שקל – הגיוס הגדול ביותר בענף הגמל – בזמן שמרבית החברות סובלות מפדיונות של מאות מיליוני שקלים. התשואות בפוליטות המשתתפות ברווחים של מנורה הן מהטובות בשוק. ב-2010 הניבו פוליטות אלה של מנורה תשואה של 11.6%, השלישית בגובהה בענף הביטוח. בשלוש השנים האחרונות הן הניבו 22.6%, התשואה השנייה בגובהה מבין חמשת החברות הגדולות בענף הביטוח. לפני ארבעה חודשים בוצעו בכיסא המנכ"ל חילופי גברי. מוטי רוזן, שבעבר שימש עשור שלם כמנכ"ל חברת הביטוח הראל, החליף את ארי קלמן. רוזן מוערך מאוד בענף הביטוח ומביא עמו ידע רב כביטוחן הבריאות – תחום שבו מובילה הראל את ענף הביטוח. הידע הזה עשוי לשמש רבות את מנורה, שנחשבת לשחקן קטן בתחום ביטוחי הבריאות. נכון לסוף הרבעון השלישי של 2010, ניהלה מנורה 83 מיליארד שקל. עורפי ההון של החברה מסתכמים ב-775 מיליון שקל, ומאפשרים לה לחלק דייווידנדר בכל רגע שתתפרץ. מניית החברה נסחרת כיום במכפיל ממוצע בענף, 9.85.

נועם בר

הדיווידנדרים ממתינים בקנה

שקלים

2.2011

8.2010

40

44

48

52

56

הפיזור הרחב מנצח

התשואות של קרנות הסל 100 ACWI

100

ACWI

%

170

150

130

110

90

2003

2010

האם מדרי הדיווידנדרים הביאו תועלת למשקיעים? ראשית נבחן את הביצועים של שני מדרי הדיווידנדרים ביחס למדד המניות העולמי בין 2007 ל-2010. ארבע השנים האחרונות לא היו טובות למשקיעים במניות, וההשקעה בכל מדרי המניות הניבה תשואות שליליות. ואולם, שני מדרי הדיווידנדרים פיגרו אחר מדד המניות הכללי.

התשואה השנתית הממוצעת של המדד העולמי של MSCI בארבע השנים האחרונות הייתה 1.9%, לעומת תשואה מקבילה של 4.3% למדד הדיווידנדרים של Wisdom Tree ו-5.5% למדד הדיווידנדרים של דאו ג'ונס. הפיגור של מדרי הדיווידנדרים אחר מדד המניות הכללי נבע מהחשיפה המוגדלת שלהם למגזרי הפינסים והנדל"ן, שני מגזרים קשות במשבר הכלכלי.

עם זאת, כשמרחיבים את תקופת המדידה מתקבלת תמונה שונה לחלוטין. בין 2000 ל-2010 (המדד של Wisdom Tree חרש, ולכן אין נתונים לגביו לתקופה זו) ההשקעה במדד הדיווידנדרים השתלמה במידה רבה. התשואה השנתית הממוצעת של מדד הדיווידנדרים הייתה 10.6%, לעומת תשואה מקבילה של כ-1% למדד הכללי.

שוק המניות העולמי סבל בעשור האחרון משני משברים: משבר מניות הטכנו-לוגיה ב-1999-2002 והמשבר הפינסים ב-2007-2008. ואולם חברות העורך, שמי רכיבות את מדד הדיווידנדרים, לא הושפיעו ממשבר הטכנולוגיה, ומחיריהן אף עלו בתקופת המשבר. אף שמדד הדיווידנדרים ירד בתקופת המשבר הפינסים יותר מהמדד הכללי, הוא עדיין הצליח להניב כעשור האחרון תשואה גבוהה מאוד.

המסקנות למשקיעים

1. מדרי מניות כלל עולמיים מאפי שרים לבנות תיק מניות מפורז גם בהשקעה של סכומים קטנים, ובכך נותנים פתרון טוב למשקיעים שרוצים לנהל חיי סכון צנוע.

2. תעודות סל ישראליות גובות באופן עקבי דמי ניהול גבוהים יותר מקרנות הסל המקבילות בחו"ל. יתרה מזאת, קרנות הסל הוותיקות יותר, מכיוון שכספם של המשקיעים נמצא בנאמנות, בעוד שבתעודות דות הסל הישראליות קיים סיכון מנפיק. משקיעים יכולים לבחור בין מדד מניות עולמי כללי לבין מדד מניות עולמי מוטה דיווידנדרים. הניסיון ההיסטורי מראה שבהשקעה לטווח ארוך מדדים מוטי דיווידנדרים הניבו תשואות גבוהות יותר.

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

לקבל פיזור גלובלי במחיר

תעודות סל על מדדי מניות כלל עולמיים מאפשרות לקבל פיזור גלובלי רחב גם כשמשקיעים סכומים קטנים. מכיוון שכל אחד משקיק על העולם ממקום אחר, גם בין תעודות הסל העולמיות יש כמה הבדלים

« השכם והערב שתי המלצות בנושא היסכון: א. בדאי להי תחיל לחסוך בגיל צעיר. ב. לאנשים צעירים בדאי לכלול רכיב גדול של מניות בחיסכון שמועד לטווח הארוך. הנימוק להמלצה השנייה הוא שבט" ווח הארוך, עורך התשואה של מניות ביחס לאנ"ח (פרמיית הסיכון) מקוון את התנודתיות של שוק המניות. ואולם השקעה במניות מצ" ריכה פיזור רחב של התיק, הן בין מדינות והן בין מגזרים, ואילו לאנשים צעירים לרוב אין חסכוניות גדולים, מה שמקשה על פיזור התיק. פתרון לבעיה זו ניתן באמצעות תעודות סל שמאפשרות לעקוב אחר מדד מניות כלל עולמי. באמצעות מדרי מניות אלה ניתן להי שיג פיזור רחב גם כשהתיק קטן. המדד המקובל לשוק המניות העולמי הוא MSCI All Countries World ACWI (Index). המדד כולל כ-1,000 מניות ממשר קללות לפי שווי שוק, ויש לו פיזור גיאוגרפי רחב. חברות אמריקאיות מהוות כמחצית מה מדד, והשווקים המפותחים (ארה"ב, מערב אירופה ויפן) מהווים כ-80% ממנו.

ההרכב הגיאוגרפי של קרנות הסל העולמיות

MSCI ACWI

46.8%

24.8%

8.7%

12.8%

3.4%

3.5%

iShares S&P Global (IOO)

46.7%

44.5%

5.0%

3.8%

Wisdom Tree Global Equity Income - DEW

50.7%

23.5%

3.6%

1.8%

3.3%

17.1%

Dow Jones Global Select Dividend - FGD

25.1%

46.8%

1.8%

26.3%

צפון אמריקה

מערב אירופה

יפן

אסיה (ללא יפן)

אמריקה הלטינית

אחר

גבוהה יותר. התשואה השנתית הממוצעת של ACWI הייתה 5.1%, לעומת תשואה שנתית מקבילה של 3.5% לקרן IOO.

מדד הדיווידנדרים: תשואה גבוהה יותר

אלטרנטיבה לתעודת סל שעוקבת אחר מדד מניות עולמי כללי היא תעודת סל שעוקבת אחר מדד עולמי מוטה דיווידנדרים. במדדים אלה נבחרות המניות לפי תשואות הדיווידנדר, ולא לפי שווי השוק. ההיגיון הכלכלי הוא שהמדד כולל רק מניות ערך, כלומר מניות שמחירן נמוך ביחס לערךן הכלכלי (שנמדד במקרה זה באמצעות תשי לומי הדיווידנדרים). מחקרים רבים שנערכו בעולם העלו כי מדרי מניות שנבנים לפי יחסי ערך (כמו תשואות דיווידנדר ומכפילי רווח) נותנים תשואות גבוהות יותר ממדרי מניות רגילים לאורך זמן.

בישראל יש שתי תעודות סל, קסם ופי סגות, שעוקבות אחר מדד הדיווידנדרים העולמי Dow Jones Global Select Dividend. המדד כולל את 100 המניות של החברות הגדולות בעולם, שמשקללות לפי תשואת הדיווידנדר שלהן. שתי תעודות הסל גובות דמי ניהול של 1%, ואולם ניתן להשקיע באותו המדד באמצעות קרן הסל FGD, שדמי הניהול שלה הם 0.4% בלבד. הרכבו הגיאוגרפי של מדד הדיווידנדרים העולמי של דאו ג'ונס שונה מהרכבו של המדד העולמי הכללי של MSCI. משי קלן של החברות האמריקאיות במדד הדיווידנדרים הוא כמחצית ממשקלן במדד הכללי. לעומת זאת, משקלן של החברות האירופיות כמעט כפול ממשקלן במדד הכי ללי. בנוסף, מדד הדיווידנדרים נותן ייצוג גבוה בהרבה לשווקים המפותחים באסיה לעומת המדד הרגיל.

קרן סל נוספת שמאפשרת להשקיע במ" דד דיווידנדרים עולמי היא DEW של חברת Wisdom Tree, המתמחה במדרי יסוד משוקללים לפי תשואת דיווידנדר. המדד של Wisdom Tree כולל כ-460 חברות, ודמי הניהול שגובה DEW הם 0.58%. הפיי וור הגיאוגרפי של מדד הדיווידנדרים של Wisdom Tree רחב יותר מהמדד של דאו ג'ונס ונותן ייצוג גם לשווקים מתפי תחים נוספים. עם זאת, המשקל של מניות אמריקאיות ומניות אירופיות כמעט זהה בשני המדדים.

31 | TheMarker | יועצי השקעות | מארס 2011 | גיליון מס' 21

www.TheMarker.com

www.TheMarker.com

TheMarker | יועצי השקעות | מארס 2011 | גיליון מס' 21 | 30

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"ר, 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%, שקוזה 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 קיוזום של דמי הניהול. ערכה של הבטא של קרן מיטב מניות שווה ל-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

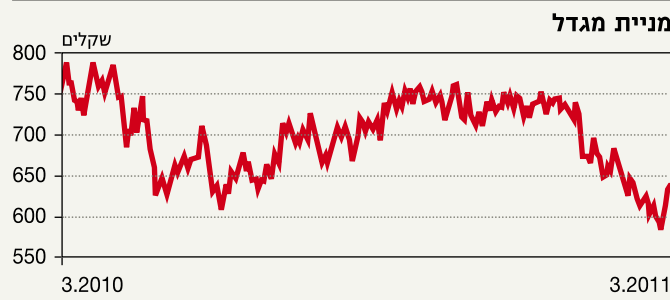
כשנמצאים בפסגה, האוויר דליל. כך גם בדרך כלל הפוטנציאל הטמון בחברות גדולות ומובילות כמו מגדל, קבוצת הביטוח הגדולה בישראל. מגדל היא בעלת הכנסות שנתיות של יותר מ-16 מיליארד שקל ומנהלת נכסים בהיקף של 134 מיליארד שקל. החברה היא חלק מהשקעה אסטרטגית של ענקית הביטוח הבינלאומית ג'נרלי, שמחזיקה בכ-70% ממונה, וככזו 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.

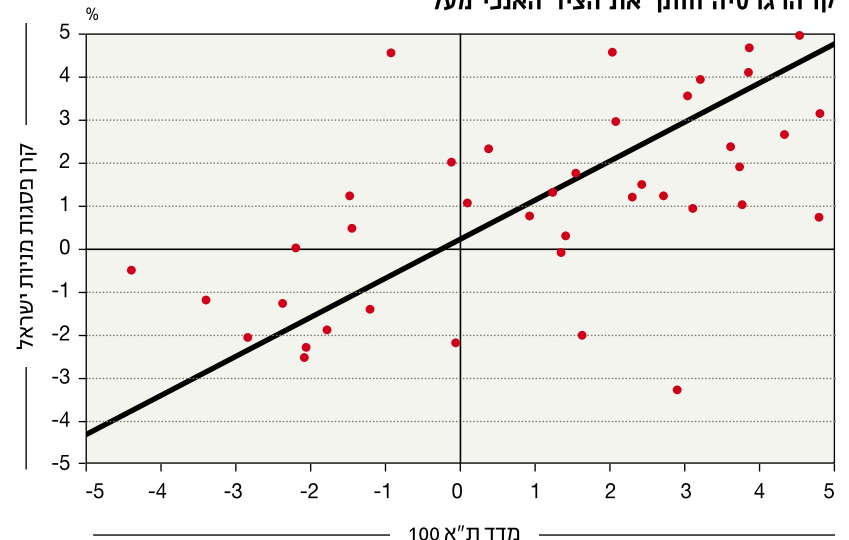
נועם בר

המכפיל הנמוך בענף הביטוח



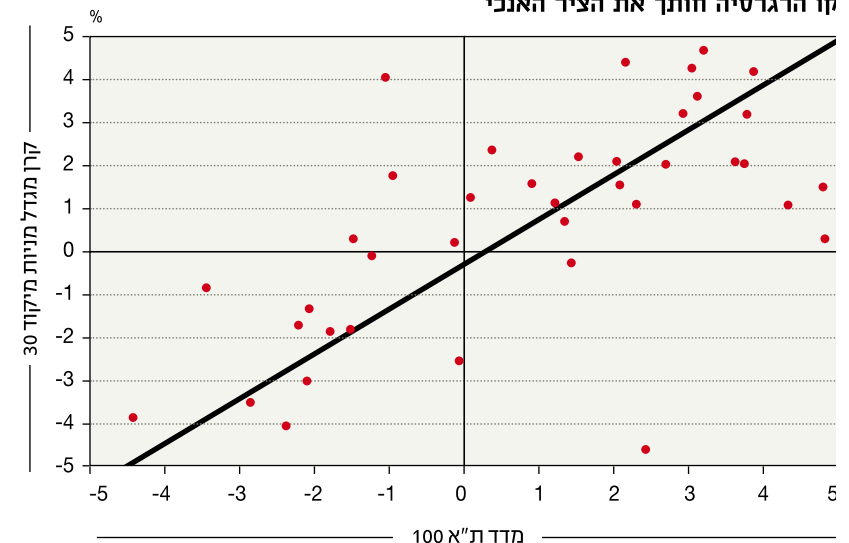
דוגמה לקרן נאמנות עם אלפא חיובית

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

קרנות ההשתלמות לא

מתברר שניהול עצמי שמבוסס על חלוקת התיק בחלקים שווים בין מניות לאג"ח ממשלתיות צמודות, היה מניב תשואה גבוהה יותר מתשואתן של רוב קרנות

קרנות ההשתלמות הם אחד המסלולים הפופולריים לחייכון לטווח הבינוני. מצד אחד, המדינה מעניקה לחוסכים בקרנות ההשתלמות הטבות במס, ומצד שני אינה מטילה כל מגבלות על השימוש בכסף שנצבר בקרן לאחר תום שש שנים. תמי ריצים אלה הפכו את קרנות ההשתלמות לערוץ היסכון גרידא, שברוב המקרים אינו משמש כלל להשתלמות.

סך הנכסים של קרנות ההשתלמות בסוף פברואר היה כ-113 מיליארד שקל, לעומת כ-90 מיליארד שקל ב-2007. חוסכים רשאים להעביר את קרן ההשתלמות שלהם מחברה מנהלת אחת לשנייה ללא עמלה וללא קנס. בנוסף, בתחילת 2010 אישר משרד האוצר לבתי ההשקעות להציע קרנות ההשתלמות בניהול עצמי – מסלול שמכונה בארה"ב Individual Retirement Account (IRA). החוסך בקרנות אלה יכול לנהל את

לא צריך להיות גאון כדי לנהל תיק פנסיוני לבד

התשואות של קרנות ההשתלמות בין 1 במארס 2005 ל-28 בפברואר 2011

הקרן	תשואה שנתית נטו	תשואה שנתית ברוטו	דמי ניהול	סטיית התקן
דש אקונומיסט	8.13%	9.49%	1.36%	6.37%
מגדל ההשתלמות	7.12%	8.30%	1.18%	6.43%
כלל מושלם ההשתלמות	7.19%	8.18%	0.99%	6.94%
אנליסט ההשתלמות כללי ב'	6.93%	8.13%	1.20%	15.96%
מקפת החדשה קרן ההשתלמות	6.88%	8.04%	1.16%	5.89%
מעלות	7.08%	7.98%	0.90%	7.25%
דש נועם	6.77%	7.79%	1.02%	6.93%
אלטשולר שחם קרנות ההשתלמות	6.39%	7.57%	1.18%	8.65%
כלל למנהלים	6.62%	7.53%	0.91%	7.78%
דש נגה	6.35%	7.52%	1.17%	10.29%
אופקים ההשתלמות	6.64%	7.43%	0.79%	4.88%
כלל ההשתלמות מסלולית מסלול כללי	6.30%	7.31%	1.01%	6.81%
אומגה קרן ההשתלמות	6.82%	7.09%	0.27%	5.85%
אנליסט ההשתלמות כללי	6.03%	7.08%	1.05%	10.17%
קהילה	5.83%	7.02%	1.19%	8.18%
ישיר מאור	6.09%	7.01%	0.92%	4.34%
דש - ההשתלמות	5.83%	6.87%	1.04%	7.41%
רעות כללית	6.25%	6.85%	0.60%	6.84%
איילון מקפת ההשתלמות - כללי	5.75%	6.82%	1.07%	6.33%
סמדר	6.06%	6.80%	0.74%	6.57%
הראל - גילעד ההשתלמות כללי	5.84%	6.73%	0.89%	5.40%
פסגות ההשתלמות פלטינום	5.23%	6.45%	1.22%	8.59%
אקסלנס אסף	5.14%	6.44%	1.30%	7.15%
דש קפיטל ההשתלמות	5.09%	6.31%	1.22%	8.00%
מיטב ההשתלמות - כללי	4.92%	6.08%	1.16%	9.13%

רנות הסקטוריאליות שאינן פתוחות לציבור הרחב.

התשואה השנתית החציונית של קרנות ההשתלמות הכלליות בשש השנים האחרוניות היתה 6.4%. בראש הטבלה נמצאות קרן ההשתלמות דש אקונומיסט, עם תשואה שני-תית ממוצעת של 9.5%, ומגדל ההשתלמות תית (8.1%). לעומתן, בתחתית הטבלה נמצאות הקרנות הלמן אלדובי ההשתלמות (3.8%) ואוצר (3.2%).

עם זאת, התשואות שמתפרסמות באתר האינטרנט של משרד האוצר (גמלינט) אינן מביאות בחשבון את דמי הניהול, כלומר הת-שואות שקיבלו המשקיעים נמוכות יותר. דמי הניהול של קרנות ההשתלמות נעו בין 0.3% (אומגה קרן ההשתלמות) ל-1.8% (הראל דיקון), ודמי הניהול החציוניים היו 1.2%. בניכוי דמי

הניהול, התשואה השנתית החציונית נטו של כל קרנות ההשתלמות הכלליות היתה 5.1%, והתשואה השנתית של הקרן המובילה, דש אקונומיסט, היתה 8.1%.

נתון נוסף שחשוב לברוק הוא מידת הת-נודתיות של הקרנות. משרד האוצר הפסיק לפרסם את התשואות החודשיות וסטיות התקן של קרנות ההשתלמות, אך באמצעות מעקב שיטתי אפשר לחלץ את הנתון מתוך הנתונים שמתפרסמים. סטיות התקן של קר-נות ההשתלמות בסיווג הכללי נעו בין 2.9% (אוצר) ל-16% (אנליסט ההשתלמות כללי ב'), ואילו סטיית התקן החציונית היתה 7.5%.

נבחן את מצבו של חוסך שהחליט לנהל את קרן ההשתלמות שלו בעצמו. הטע-נה המקובלת היא שקרן ההשתלמות בניהול אישי מיועדת למשקיעים מתחכמים, בעלי

ממש משתלמות

התשואה של תיק תיאורטי "עיכש" בשש השנים האחרונות היתה 8.6% - גבוהה מהתשואה של כל קרנות ההשתלמות בסיווג הכללי, למעט דש אקונומיסט

הקרן	תשואה שנתית נטו	תשואה שנתית ברוטו	דמי ניהול	סטיית התקן
מגדל פלטינום להשתלמות מסלול ברומטר	4.77%	6.03%	1.26%	7.00%
הראל ההשתלמות	4.73%	6.00%	1.27%	7.55%
ישיר משתלם א	4.67%	5.92%	1.25%	7.34%
אקסלנס טכחות ההשתלמות	4.76%	5.89%	1.13%	7.05%
נירת כללית	4.43%	5.80%	1.37%	8.45%
מגדל קהל ההשתלמות	4.78%	5.77%	0.99%	7.33%
אקסלנס ההשתלמות זהב כללי	4.54%	5.68%	1.14%	6.51%
הדס ארזים ההשתלמות - כללי	4.45%	5.65%	1.20%	7.75%
אקסלנס עדי כללי	4.16%	5.54%	1.38%	6.80%
אקסלנס ההשתלמות	4.13%	5.51%	1.38%	7.83%
הלמן-אלדובי יביהית ההשתלמות	4.33%	5.29%	0.96%	7.48%
אפסילון קרן ההשתלמות מסלול כללי	4.03%	5.19%	1.16%	10.04%
איפקס קרן ההשתלמות	3.92%	5.18%	1.26%	7.65%
מגדל פלטינום להשתלמות כללי	3.64%	4.96%	1.32%	7.95%
הראל דיקון	3.03%	4.81%	1.78%	7.84%
שוהם ההשתלמות	3.16%	4.68%	1.52%	10.42%
פסגות כורת כללי	3.56%	4.62%	1.06%	9.02%
מעוז	3.29%	4.54%	1.25%	11.93%
הפניקס ההשתלמות-כללי	3.14%	4.32%	1.18%	9.10%
הלמן-אלדובי ההשתלמות	2.52%	3.83%	1.31%	9.72%
אוצר	2.00%	3.24%	1.24%	2.88%
חציון	5.12%	6.38%	1.18%	7.45%
תיק פשוט - אג"ח צמוד ומדד ת"א 100	7.63%	8.63%	1.00%	3.27%

ידע והבנה בשוק ההון. ואולם החוסך בדוגמה שלהלן אינו משקיע מתוחכם, למעט הבנתו שכדאי לפזר את ההשקעה בין מניות לאג"ח. לאור זאת, הוא מחליט להשקיע את כסי-פו בחלקים שווים – מחצית במדד ת"א 100 ומחצית במדד אג"ח ממשלתיות צמוד לטווח בינוני וארוך.

מכיוון שיש מבחר רחב של תעודות סל שעוקבות אחר שני מדדים אלה, מדיניות השי-קעה כזאת היא פשוטה לביצוע. התשואה של תיק תיאורטי זה בשש השנים האחרונות היתה 8.6% – גבוהה מהתשואה של כל קרנות ההשי-תלמות בסיווג הכללי, למעט דש אקונומיסט. חוסכים לא יכולים לקבל את תשואות המדדים, מכיוון שיש לשלם דמי ניהול הן של תעודות הסל שעוקבות אחר המדדים והן של בתי ההשקעות. דמי הניהול של תעודות הסל נעים בין 0% בתעודות סל שעוקבות אחר מדד ת"א 100, ל-0.4% בתעודות סל שעוק-בות אחר מדרי אג"ח ממשלתיות. דמי הניהול של קרנות ההשתלמות בניהול אישי נתונים למשא ומתן, 0.5%-0.7%.

לאור זאת, הנחתי סוך דמי הניהול שיי-שלם החוסך שבוחר בקרן ההשתלמות בניהול אישי לא יהיה יותר מ-1%. וכך, התשואה השנתית נטו (בניכוי דמי הניהול) של קרן ההשתלמות בניהול אישי שמחלקת את סכום ההשקעה בחלקים שווים בין מדד ת"א 100 למדד אג"ח ממשלתיות צמוד, היתה 7.6%. גם תשואה זו היתה גבוהה מהתשואה המקב-י-לה של כל קרנות ההשתלמות בסיווג הכללי, למעט קרן דש אקונומיסט.

מתברר שניהול עצמי שמבוסס על חלר-קת התיק בחלקים שווים בין מניות לאג"ח ממשלתיות צמודות, היה מניב תשואה גבוהה יותר מתשואתן של רוב קרנות ההשתלמות המנוהלות.

גם ניהול הסיכון באופן עצמאי עדיף על רוב הקרנות המנוהלות. סטיית התקן של התיק הפשוט שתואר כאן היתה 3.3% – נמוך כה מסטיות התקן של כל קרנות ההשתלמות הכלליות, למעט אוצר.

לאור זאת, נשאלת השאלה: מדוע מגביל משרד האוצר את האפשרות לניהול אישי של מסלולי החיסכון לטווח ארוך. בעוד שבארה"ב ובמדינות מפותחות נוספות IRA היא שיטת הניהול המועדפת לניהול כל כספי פנסיה, אצלנו היא מוגבלת לקרנות ההשתלמות ולקרי-פות גמל נזילות, או במעמד עצמאי.

במקום לנסות להגביל בחקיקה את דמי הניהול בקופות הגמל ובקרנות הפנסיה, יכול האוצר להתיר לחוסכים בישראל לנהל את כל כספי הפנסיה בעצמם, ובכך לחסוך בדמי הניהול. הניתוח שהצגתי ממחיש כי התשואות של החיסכון הפנסיוני כנראה לא ייפגעו מצעד כזה.

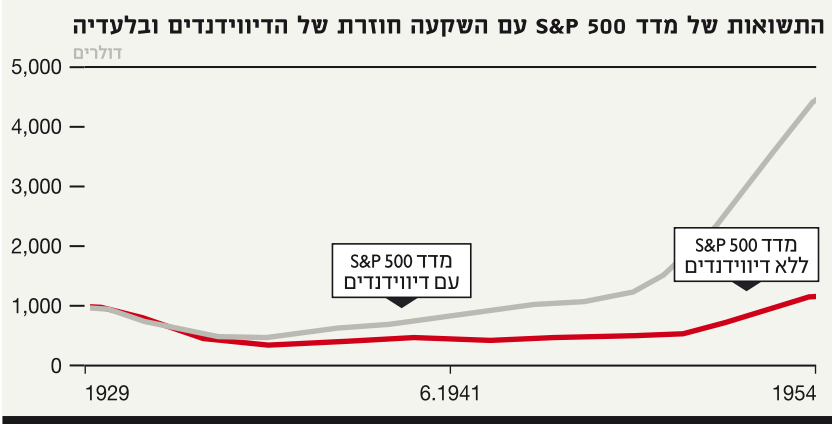
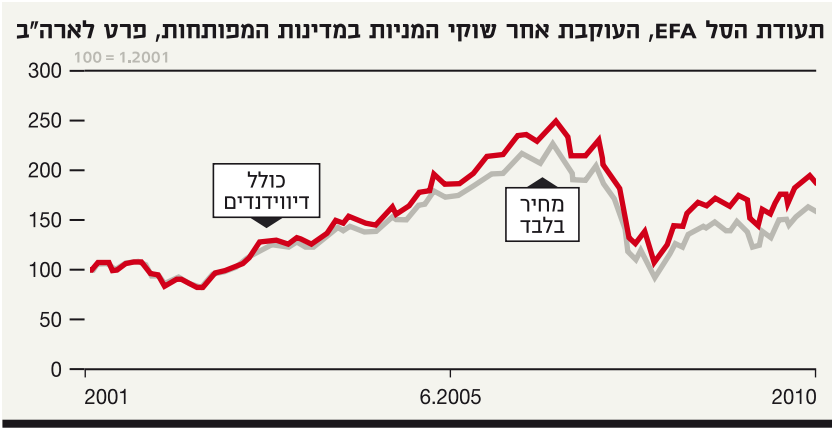


מחקר שווקים
אלי מלכי

מחקר שווקים
אלי מלכי

רוצים להגדיל את התשואה?

בעשור האחרון חוו המשקיעים בשוקי המניות שני משברים גדולים, בתחילת העשור ובסופו. מתברר שגם בתקופה זו, השקעה חוזרת של דיוידנדים הוכיחה את עצמה כמאיץ משמעותי לתשואות **◀ אלי מלכי**



תקופת השפל הגדול נחשי בת עד היום לתקופה הגרר עה ביותר עבור המשקיעים בשוק ההון. רק בנובמבר 1954, 25 שנה לאחר תחילת המשבר, חזר מרד ראו ג'ונס לרמתו בספטמבר 1929. מי שהשקיע בשוק המניות האמריקאי לפני המשבר היה צריך לחכות רבע מאה רק כדי להחזיר את ערך הקרן שלו.

לאור זאת, מפתיע לגלות שגם בתקופת השפל הגדול השקעה במניות לטווח ארוך היתה עדיפה על השקעה באג"ח ממשלתיות. את התובנה הזאת מציג ג'רמי סיגל, פרופ' לכלכלה מאוניברסיטת וורטון, בספרו "The Future for Investors". בחינתם של מחירי המניות מגלה תמונה חלקית בלבד, מסביר סיגל, מכיוון שהיא אינה מביאה בחי שבון את ההשקעה החוזרת של הדיווידנדים ששולמו למשקיעים בתקופה זו. ניתוח מלא של השקעה במניות, שכולל השקעה חוזרת של הדיווידנדים, מגלה תמונה אחרת לגמרי.

1,000 דולר שהושקעו במרד S&P 500 בספטמבר 1929 הגיבו עד 1939 רק 40% גם אחרי 20 שנה, עדיין היה שווי ההשקעה כ-50% מערכה המקורי. רק בסוף 1954 עלה ערך ההשקעה בחזרה ל-1,100 דולר. התשואה השי נחית הממוצעת של מרד S&P 500 כאותן 25 שנה היתה פחות מ-0.5%, ובוודאי לא הצדיקה את הסיכון שכרוך בהשקעה במניות.

אותם 1,000 דולר שהושקעו באג"ח של ממשלת ארה"ב היו שווים 2,500 דולר לאחר 25 שנה. קרי: תשואה שנתית ממוצעת של 3.7%. כמוכן שכדי לקבל את התשואה הזאת, היה על המשקיע לחוות מראש את המשבר ולהעביר את השקעתו בזמן ממניות לאג"ח.

מה היה קורה להשקעה של 1,000 דולר ב-S&P 500 אילו היה המשקיע ממתין בסבל נות לחזרת המרד לערכו טרם המשבר, וממשיך להשקיע בחזרה את הדיווידנדים ששולמו לו? מתברר שלאחר 25 שנה הוא היה מחזיר את כל ההפסד שלו, וערך השקעתו היה עולה ל-4,400 דולר, עם תשואה שנתית הממוצעת של כ-6% – הרבה מעבר לתשואה שהיה מקבל אילו הצי ליח לעבור בזמן להשקעה באג"ח.

כיצד מוסברת תופעה זו? האם החברות לא קיצצו בתשלומי הדיווידנדים במה

לך השפל הגדול? החברות אכן קיצצו את הדיווידנדים באופן ניכר. ב-1934 היה סך הדיווידנדר ששילמו החברות הכלולות ב-S&P 500 קטן בכ-50% מערכו לפני המשבר. ואולם מחירי המניות ירדו הרבה יותר ועי רך המרד בתחילת שנות ה-30 היה נמוך בכ-80% מערכו לפני המשבר.

יתרה מזאת, תשלומי הדיווידנדים חזרו לרמתם שלפני המשבר כבר ב-1949, כחמש שנים לפני שהתרחשה העלייה המקבילה בעי רך המרד. כתוצאה מכך, תשואת הדיווידנדר הממוצעת של ב-S&P 500 בתקופת השפל הגדול היתה כ-6%, לעומת כ-3% ב-1929.

באופן שנראה כמעט פרדוקסלי, מניות שמשלמות דיווידנדים, מניבות למשקיעים תשואה עורפת דווקא כשהשוק יורד. בעשור האחרון חוו המשקיעים בשוקי המניות שני משברים גדולים, בתחילת העשור ובסופו. מתברר שגם בתקופה זו, השקעה חוזרת של דיווידנדים הוכיחה את עצמה כמאיץ משמעי תי לתשואות.

1,000 דולר שהיו מושקעים בתחילת אפי ריל 2001 בתעודת הסל SPY, שעוקבת אחר מדד S&P 500, היו שווים 1,040 דולר בסוף מארס 2011. התשואה השנתית הממוצעת שנבעה מרווח ההון היתה 0.4%. לעומת זאת, השקעה חוזרת של הדיווידנדים במרד היתה מביאה את ערך ההשקעה ל-1,240 דולר, שמי שמעה תשואה שנתית ממוצעת של 2.1%.

באופן דומה, ערכם של 1,000 דולר שהיו מושקעים בתעודת הסל EFA, שעוקבת אחר שוקי המניות במדינות המפותחות ללא ארה"ב, בתחילת ספטמבר 2001, היה תופח עד סוף מארס 2011 ל-1,590 דולר. השקעה חוזרת של הדיווידנדים היה מניב 1,880 דולר. התשואה השנתית הממוצעת שנבעה מרווח ההון היתה 4.9%, והשקעה חוזרת של הדיווידנדים היתה מעלה את התשואה השנתית ל-6.8%.

כיצד ניתן לבצע השקעה חוזרת של דיווידנדים?

מי שמקפיד לעקוב אחר תיק ההשקי עות שלו, יכול לבצע השקעה חוזרת של הדיווידנדים מיד עם קבלתם, אם כי המהי לך עשוי להיות קשה לביצוע למשקיע הקי טון ראשית, היא דורשת מעקב צמוד אחר תשלומי הדיווידנדים שמתבצעים לחשבון העו"ש בניירות ערך ישראלים ולהשבון דוי לרי בניירות זרים. שנית, בתיקים קטנים הדיווידנדים משולמים בסכומים קטנים, והשי קעתם החוזרת יקרה עקב עמלות המינימום שגובים הבנקים.

אפשרות נוספת היא לרכוש תעודות סל

שעוקבות אחר מדרי מניות ומבצעות השקעה חוזרת באופן אוטומטי. כך אין צורך לעקוב אחר תשלומי הדיווידנדים והמשקיע חוסך את העמלות שכרוכות בהשקעה החוזרת. יתרון נוי סף הוא שתשלום המס על הדיווידנדר נדחה עד למימוש ההשקעה.

למעשה, כל תעודת סל שעוקבת אחר מדרי מניות ישראליים מבצעת השקעה חוזרת באופן אוטומטי של הדיווידנדים. הסיבה לכך היא שמדרי המניות שמפרסמת בורסת תל אביב הם מדרי תשואה כוללת, כלומר ערך המרד כבר כולל בתוכו את השקעת הדיווידנדים. לעומת זאת, מדרי מניות בחו"ל הם לרוב מדרי מחיר, ותעודות וקרנות סל שעוקבות אחרים משלי מות למשקיעים דיווידנדר במוזמן. עם זאת, יש תעודות סל שעוקבות אחר מדרי מניות בחו"ל ומבצעות השקעה חוזרת של דיווידנדים.

בית ההשקעות הישראלי הכולט בתחום זה הוא פסגות, שמציע תעודות סל שעוקבות אחר מדרי דיווידנדים (עולמי, קנדה, גרמניה, אוסי טרליה, סקנדינוויה, יפן, סין וברזיל) ותעודות סל שעוקבות אחר מדרי שווי שוק כמו MSCI עולמי, ראסל 2000, S&P 500 ודאקס. גם בית ההשקעות תכלית מציע תעודות סל שעוקי בות אחר מרד מניות עולמי, S&P 500, ומדרי המניות בהודו ובברזיל, ושמשיקות בחזרה את הדיווידנדים. בתי השקעות נוספים שהנפיי קו תעודות סל מסוג זה הם: הראל, קסם, מכט ואינדקס.

למרות החשיבות של השקעה חוזרת של דיווידנדים, יש לה היסיון מבחינת תקנות המס על ניירות ערך זרים. דיווידנדר שמשלמת חברה מחו"ל לתושב ישראל חייב בניכוי מס במקור במדינה שבה נסחר הנגיר. לפיכך, תעודת סל שעוקבת אחר מרד מניות מחו"ל משלמת למי שקיעים רק את הדיווידנדר נטו שהיא מקבלת. כשהדיווידנדר משולם למשקיעים במוזמן, ניוכה מס בישראל רק אם שיעור המס שנוכה

באופן שנראה כמעט פרדוקסלי, מניות דיווידנדים, מניבות למשקיעים תשואה עורפת דווקא כשהשוק יורד

השקיעו את הדיווידנדים

בחו"ל נמוך משיעור המס בישראל (20%), כך שהמס המצטבר יגיע ל-20%. כך למשל, שיעור המס בארה"ב שמגורי כה במקור על תשלומי דיווידנדים הוא 25%, ולכן בישראל לא מנוכה מס כלל. ואולם, אם הדיווידנדים נטו (לאחר ניכוי המס בחו"ל) מרי שקעים בחזרה, כשהמשקיע יממש את השקעתו

משקיעות בעצמן

תעודה	איזור גיאוגרפי	המדד	חשיפה למטבע
פסגות סל דיווידנדר עולמי	עולמי	Jones STOXX Dow Global	דולר
פסגות סל סטאר עולמי	עולמי	S&P Global Stars	דולר
תכלית MSCI AC World	עולמי	MSCI עולמי	13 מטבעות מדד
פסגות סל נאסד"ק	ארה"ב	100 NASDAQ	דולר
פסגות סל ראסל 2000	ארה"ב	2000 RUSSELL	דולר
הראל סל S&P 500	ארה"ב	S&P 500	דולר
פסגות סל S&P 500	ארה"ב	S&P 500	דולר
הראל סל נאסד"ק 100	ארה"ב	נאסד"ק 100	דולר
תכלית S&P 500 שקלי	ארה"ב	SPX	שקל
פסגות סל דיווידנדר קנדה	קנדה	DJ Select Dividend קנדה	דולר קנדי
פסגות סל דיווידנדר גרמניה	גרמניה	DJ Select Dividend גרמניה	יורו
קסם דקס	גרמניה	גרמניה DAX	יורו
פסגות סל דקס שקלי	גרמניה	גרמניה DAX	שקל
פסגות סל דיווידנדר סקנדינביה	סקנדינביה	DJ Select Dividend סקנדינוויה	יורו
פסגות סל דיווידנדר אוסטרליה	אוסטרליה	DJ Select Dividend אוסטרליה	דולר אוסטרלי
מבט אוסטרליה	אוסטרליה	S&P 200/ASX	דולר אוסטרלי
פסגות סל דיווידנדר אסיה	אסיה	DJ Select Dividend אסיה	דולר
פסגות סל דיווידנדר יפן	יפן	DJ Select Dividend יפן	ין
פסגות סל סין	סין	FTSE-Xinhua China 25	דולר הונג קונג
הראל סל סין	סין	הנג סנג	דולר הונג קונג
תכלית הודו REINVEST	הודו	S&P CNX Nifty	רופי
אינדקס הודו רופי	הודו	S&P CNX Nifty	רופי
מבט הודו	הודו	S&P CNX Nifty	רופי
הראל סל הודו	הודו	S&P CNX Nifty	רופי
קסם ברזיל	ברזיל	iBovespa	ריאל
פסגות סל ברזיל	ברזיל	Brazil Bovespa Stock Index	ריאל
תכלית ברזיל	ברזיל	IBOV - Bovespa Index	ריאל

לרתום את שוק ההון למטרות

מוצר חדשני בבריטניה ובארה"ב מאפשר גיוס הון למטרות חברתיות שעשויות לחסוך למדינה הוצאות ניכרות. איך זה עובד ולמה להשקיע במוצר כזה? **אלי מלכי**

«שוק ההון, ובמיוחד הבורסה לניירות ערך, נתפשים אצל פועלים חברתיים כמייצגים בולטים של הקפיטליזם הדורסני. לאור זאת, מפתיע לגלות שאחת משיטות המימון החדשניות והמבטיחות ביותר לפתיחון בעיות חברתיות מתבססת דווקא על שוק ההון.

מקורה של השיטה בבריטניה, והיא משרבת השקעה פרטית, פילנתרופיה ומימון ממשלתי, כדי לתמוך בתוכניות חברתיות חדשניות בעלות פוטנציאל השפעה גדול. במרכז השיטה עומד מכשיר פיננסי חדש, שנקרא "אג"ח חברתיות" (SIB – Social Impact Bond).

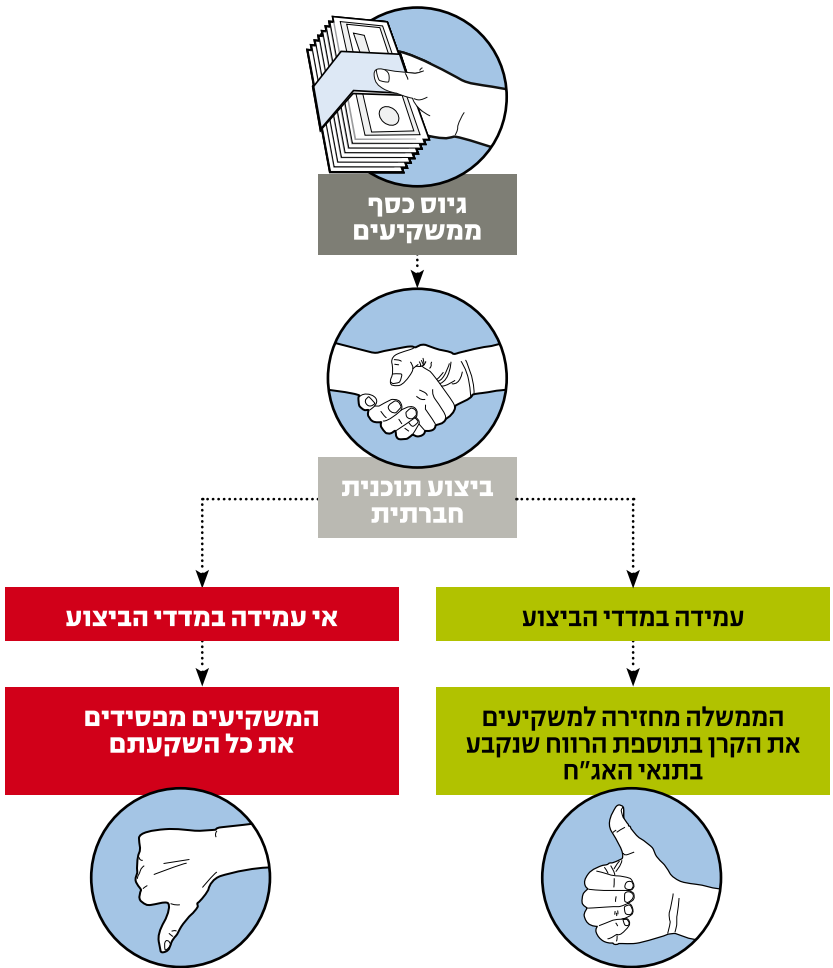
התמריץ לפיתוחן של אג"ח חברתיות הוא התובנה שמניעתה של בעיה לפני שהיא מתעוררת יעילה הרבה יותר מהטייפול בה לאחר שהיא נוצרה. העלייה הניכרת בתוחלת החיים ב-80 השנים האחרונות נובעת בעיקרה מפעילויות של מניעה (כמו תברואה, היגיינה וחיסונים), ולא דווקא מהשיפור ברמת הרפואה. למרות התובנה הזאת, המימון הציבורי של שירותים חברתיים נמצא במלכוד של חוסר יעילות. הממשלה נוהגת לטפל בבעיות רק לאחר שהן מתעוררות, וכמעט שאין מקורות מימון ממשלתיים לבחינת תוכניות התערבות חדשניות שעוד לא הוכיחו את עצמן, ושמטרתן למנוע את הבעיות לפני היווצרותן. מצד אחד, דווקא התערבות בשלב המניעה עשויה להביא לחיסכון ניכר בעלויות הטיפול העתידיות. קיים אמנם סיכון גבוה בתוכניות חברתיות חדשניות, מכיוון שמדל ההתערבות עדיין לא הוכיח את עצמו ועלול להיכשל. עם זאת, הסיכוי – קרי החיסכון הצפוי בעלויות – הוא גדול מאוד. כשקיים יחס ישר בין סיכון לתשואה, מתבקש מנגנון פיננסי שבאמצעותו יועבר הסיכון מהממשלה – שאינה רוצה לקחת אותו – למשקיעים פרטיים, שמוכנים להסתכן עבור האפשרות לתשואה גבוהה. את הכפפה הרימה קרן החברתית בריטית בשם Social Finance, שפיתחה את המודל הפיננסי של אג"ח חברתיות.

חווה משולש: ממשלה, משקיעים וספקי שירות

המונח "איגרת חוב" מעט מטעה, מכיוון ש-SIB אינו מבטיח למשקיעים החוזר קרן וריבית בכפוף ליכולת החוזר של הלווה, אלא מתנה את החוזר בהצלחת התוכנית החברתית. האיגרת החברתית מבוססת על

קפיטליזם בשירות הסוציאליזם

מנגנון ההשקעה של אג"ח חברתיות



- חווה משולש בין הממשלה, המשקיעים (שיכולים להיות גם קרנות פילנתרופיות, גם תורמים וגם משקיעים פרטיים) וספקי השירות (בדרך כלל עמותות, אבל גם עסקים חברתיים), על פי העקרונות הבאים:
 - ספקי השירות מציעים תוכנית חברתית בעלת פוטנציאל ליצירת חיסכון ניכר בעלויות הטיפול בעתיד (למשל, מניעה של שימוש בסמים בקרב בני נוער).
 - נקבעים מדדי תוצאה כמותיים ברורים, שבאמצעותם ניתן לקבוע אם התוכנית אכן השיגה את מטרתה.
 - הממשלה מתחייבת כי אם יושגו מדדי התוצאה במסגרת זמן מסוכמת, היא תחזיר למשקיעים את סכום ההשקעה בתוספת רווח.
 - אם התוכנית לא עומדת במבחני התוצאה, המשקיעים מפסידים את כל ההשקעה והממשלה אינה מחויבת לשלם דבר.

חברתיות

שיעורי החזרה לכלא של המשתתפים, בהשוואה לקבוצת ביקורת של אסירים משהו ררים שאינם משתתפים בתוכנית. בסך הכל מתוכננים להשתתף בתוכנית 3,000 אסירים משוחררים, כשירידה של 10% בשיעור החזרה לכלא של 1,000 אסירים, או לחילופין ירידה של 7.5% בשיעור החזרה לכלא של 3,000 אסירים, תזכה את המשקיעים בהחזר על ההשקעה. אם התוכנית תצליח להשיג את מדדי הביצוע ביותר מהבנצ'מרק הנדרש, שיעור התשואה למשקיעים אף יגדל.

מימון תוכניות חברתיות בארה"ב

הניסיון להשתמש בכלים של שוק ההון למימון תוכניות חברתיות מעורר עניין גם מצדו השני של האוקיינוס. בתקציב הפדרלי ל-2012 שהציג נשיא ארה"ב, ברק אובמה, נכללה הקצאה של 100 מיליון דולר שמיועדת להנפקת אג"ח חברתיות. הנפקת האג"ח אמורה לממן שבע תוכניות חברתיות בתחומים של השמה מקצועית, חינוך, עבריינות נוער וילדים עם מוגבלויות. הממשל מקווה כי אג"ח חברתיות יאפשרו הזרמת כסף ממשקיעים פרטיים למימון תוכניות חברתיות, ובכך יקלו על המצוקה התקציבית.

למרות העניין הרב שמעוררות אג"ח חברתיות, יש לא מעט הסתייגויות מהן. ראשית, יש חשש שאג"ח חברתיות יביאו להתמקדות בתוכניות חברתיות שבהן מדידת ההצלחה פשוטה יחסית, על חשבון תוכניות מורכבות יותר שאינן ניתנות למדידה באמצעות מדד יחיד. תחומים שבהם יש גורמים רבים להצלחה (בחינוך, למשל), וקשה לבודד את ההשפעה של תוכנית ספציפית, לא יוכלו לקבל מימון מאפיק זה. חשש שלישי הוא שהצורך להציג מדדים כמותיים מוגדרים יביא להתמקדות במדדים פשוטים, שלא בהכרח מייצגת את השינוי החברתי המבוקש.

חשש שלישי הוא שהצורך להציג מדדים כמותיים מוגדרים יביא להתמקדות במדדים פשוטים, שלא בהכרח מייצגת את השינוי החברתי המבוקש. חשש שלישי הוא שהצורך להציג מדדים כמותיים מוגדרים יביא להתמקדות במדדים פשוטים, שלא בהכרח מייצגת את השינוי החברתי המבוקש. חשש שלישי הוא שהצורך להציג מדדים כמותיים מוגדרים יביא להתמקדות במדדים פשוטים, שלא בהכרח מייצגת את השינוי החברתי המבוקש.



יש חשש כי אג"ח חברתיות יביאו להתמקדות בתוכניות שבהן מדידת ההצלחה פשוטה יחסית, על חשבון תוכניות מורכבות יותר שאינן ניתנות למדידה באמצעות מדד יחיד. תחום החינוך למשל

הסביר בראיון ל"וול סטריט ג'ורנל" מדוע הקרן בחרה להשקיע באג"ח חברתיות: "ראשית, אנחנו מצפים לקבל את כספנו חזרה, וכך נוכל להשתמש בו שוב. שנית, אם המודל של אג"ח חברתיות יעבור, הוא ימשיך גם משקיעים פרטיים, ובכך יגדיל את היקף הכספים שעומד לרשות התוכנית החברתיות".

העניין הרב שמעוררות אג"ח חברתיות בבריטניה ובארה"ב לא פסח על ישראל. סר רונאלד כהן, מייסד חברת ההשקעות איפי קס, מכהן גם כחבר הנהלה בקרן Social Finance וניסה לעניין גורמים בממשלת ישראל ברעיון של אג"ח חברתיות. בשלב זה לא התקבלה בעניין החלטה. באופן עקיב, רונלי, אין מניעה שאג"ח חברתיות ייסחרו בבורסה ויאפשרו גם למשקיע הקטן לשלב תמיכה בתוכניות חברתיות עם פוטנציאל לרווח בצדה.

התובנה היא יועץ כלכלי ועורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ני"ע או יעוץ השקעות

ביקושים עולים בתחום תשתיות

תחום: פיתוח, ייצור ושיווק מוצרים טכניים מחומרים פלסטיים **שנת הנפקה:** 1997 **משרדי הנהלה:** קיבוץ מעגן מיכאל **מנכ"ל:** טובה פחנר-חנקין **מספר עובדים:** 1,265 **הכנסות ב-2010:** 883 מיליון שקל **רווח תפעולי ב-2010:** 95 מיליון שקל **רווח נקי ב-2010:** 70 מיליון שקל **שווי שוק:** 740 מיליון שקל **מחיר מניה:** 7.6 שקלים



טובה פחנר-חנקין

«העלייה המתמשכת ברמת החיים במדינות העולם השלישי ותהליך העיור שהן עוברות, מובילים את הביקוש לבשר "תעשייתי". הנהגה הישר מכך הוא ענף גידול העופות, שצריכתם צפויה לגדול. בהשוואה לגידולי בקר או חזיר, גידול עופות נחשב יעיל ביותר מבחינה כלכלית, בשההשקעה בקילוגרם של עוף נמוכה משמעותית מההשקעה בקילוגרם בשר בקר או חזיר. הנהגים העקיפים מכך הם יצרני הציוד לענף הלולים, ובפרט יצרני מערכות האבסה והשקיה לעופות, שעמם נמנית חברת פלסאון הישראלית, שבבעלות קיבוץ מעגן מיכאל (69%). 20% מההכנסות של פלסאון מגיעות מתחום הלולים, וב-2010 הם הסתכמו בכ-200 מיליון שקל. בתחום הזה, פועלת פלסאון בעיקר בברזיל, הנחשבת ליצואנית הגדולה בעולם של בשר עופות. בכל שנה נבנים בברזיל כ-5,000 לולים חדשים בעלות של מיליון שקל ללול, וחלק מהכסף מופנה למערכות שמספקת פלסאון.

גם הוידה המרכזית שבה פעילה פלסאון, זוכה לביקושים חולכים וגדלים. פלסאון מתמחה בפיתוח, ייצור ושיווק מוצרים טכניים מחומרים פלסטיים המיועדים לצינורות מים וביוב. ב-2010, כ-75% מההכנסות של פלסאון הגיעו מפעילות זו שתרמה לה כ-632 מיליון שקל. התיישנות תשתיות של מי שתייה ומי ביוב ותתיירות המים בעולם, מניעות תהליך רחב בעולם שבו מחלפת צנרת המתכת בצנרת פלסטית, הכוללת מחברים מתוחכמים ועשויה מחומרים איכותיים יותר. פלסאון היא אחת הנהגות מכך.

לצד הפוטנציאל הגדול, מתמודדת פלסאון בשנים האחרונות עם שני גורמים שנוגסים ברווחיה: עליית מחירים של חומרי הגלם, בעיקר הפוליפרופילן, חומר פלסטי מתקדם שעליו פלסאון מבססת את סדרת המוצרים שלה; ושחיקת המטבעות הזרים מול השקל. כחברה יצואנית, פלסאון חשופה להיחלשות הנמשכת בשערי הדולר והיורו. 90% מההכנסות של פלסאון הן במטבע חוץ, בעוד בצד ההוצאות, רק 65% מההוצאות הן במטבע חוץ. פלסאון בחרה שלא לגרר את עצמה, לא להשיפה למט"ח ולא להשיפה למחירי חומרי הגלם. במקום זאת, היא מתמודדת עם המצב באמצעות תהליכי התייעלות והעלאת מחירי המוצרים שלה.

פלסאון נסחרת כיום בשווי שוק של 740 מיליון שקל, המעניק לחברה מכפיל רווח של 11.5. ב-2010 חילקה פלסאון דייווידנד מצטבר של 47 מיליון שקל, המבטא תשואת דייווידנד שנתית של כ-6%.

נועם בר

מזרימה גם דיווידנדים



הירידות בשווקים ממריצות אותך למכור? תחשוב שוב

למשקיעים יש נטיה לנסות לתזמן את השוק ובתקופות גאות הם עדיין מצליחים בכך. אבל אבל כאשר מגיע המשבר הם מתחילים לעשות טעויות וכל הרווחים שנצברו מתנדפים

חברות לא אמריקאיות זכו בתשואה שנתית ממוצעת של 2.64%, לעומת 3.15% של הקרנות. גם בקרנות האג"ח נרשם פער ניכר - 4% למשקיעים לעומת 5.33% לקרנות. בין 2000 ל-2009 הניבו כל קרנות הנאמנות שנסחרו בארה"ב תשואה שנתית ממוצעת של 3.18%, אבל המשקיעים נאלצו להסתפק ב-1.69%.

מדוע המשקיעים מפגרים אחרי השוק?

כלכלני מורנינגסטאר טוענים כי הסיבה לפערי התשואה היא החלטות גרועות שמקבלים המשקיעים בנוגע לתזמון השוק. משקיעים נוטים לרכוש קרנות נאמנות כשהשוק עולה ולמכור אותן כשהשוק יורד. המחקר של החברה ממחיש את התוצאות של התנהגות זו. בין 2000 ל-2009 נגס הניסיון לתזמן את השוק כ-1.5% בשנה מהתשואה שיכלו לקבל המשקיעים אילו היו עוזבים את השקעתם לנפשה.

הסבר נוסף לפיגור המשקיעים אחר השוק מתקבל באמצעות מדרג שפיתחה חברת הייעוץ דלבר, שבודק את מידת ההצלחה של המשקיעים לתזמן את השוק. המדרג, שנקרא "יחס הניחוש הנכון" (Guess Right Ratio), משווה את תזרימי המזומנים של הרכישות והפדיונות של קרנות נאמנות ביחס לתשואות שהניבו הקרנות בשנה שלאחר מכן. אם, למשל, בשנה מסוימת יש יותר קניות מפדיונות

מה באמת קורה למשקיעים בקרנות נאמנות? חברת המחקר מורנינגסטאר ערכה חישוב של התשואה בפועל שקיבלו המשקיעים בקרנות נאמנות בארה"ב. החישוב נעשה באמצעות תזרימי מזומנים של קניות ופדיונות בכל קרן, שבאמצעותם ניתן לחשב את שיעור התשואה שקיבלו המשקיעים באותה קרן. הממצאים ממחישים תופעה מטרידה: תשואות המשקיעים נמוכות באופן עקבי מהתשואות שמניבות הקרנות.

במשך השנים שבין תחילת 2005 לסוף 2009 היתה התשואה השנתית הממוצעת של כל קרנות הנאמנות בארה"ב שמתמחות במניות של חברות בארה"ב 0.91%. לעומת זאת, התשואה שגרפו המשקיעים באותן קרנות היתה 0.64%. בקבוצת הקרנות שמתמחות בחברות שאינן אמריקאיות היה פער התשואה גדול יותר: הקרנות זכו בתשואה שנתית ממוצעת של 5.23% ואילו המשקיעים קיבלו 3.27%. גם הקרנות שמתמחות באג"ח הניבו למשקיעים תשואה נמוכה במקצת מתשואת הקרנות. כל הקרנות שנסחרו בארה"ב בתקופה זו הניבו תשואה שנתית ממוצעת של 2.38%, לעומת 1.66% בלבד של המשקיעים.

תופעה זו עלתה גם מבדיקה של תקופה ארוכה יותר, של 10 שנים (2000-2009). בקרנות שמתמחות במניות בארה"ב קיבלו המשקיעים תשואה שנתית ממוצעת של 0.22%, לעומת 1.59% של הקרנות. המשקיעים בקרנות שמתמחות במניות של

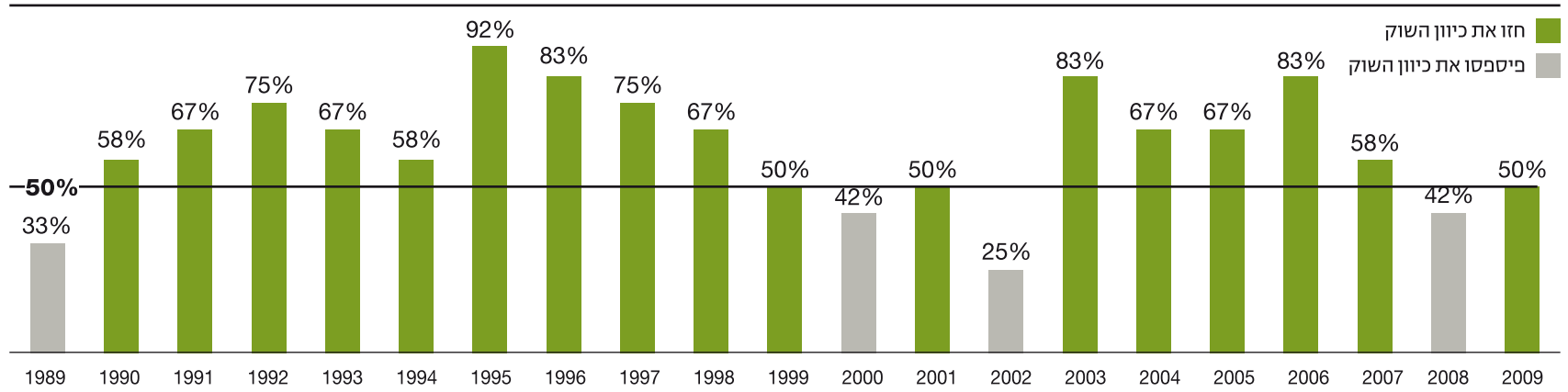
תשואותיהן של קרנות הנאמנות הן מקור לניתוחים רבים ופרשנויות. יהיו אשר יהיו הניתוחים, הם לרוב מתבססים על הנחה סמויה שהמשקיעים בקרנות הנאמנות מקבלים את התשואות שהניבו הקרנות. ואולם התשואה שמקבל המשקיע תלויה גם בעיתוי שבו הוא רוכש את הקרן ומורכר אותה.

אם משקיע מוכר את החזקתו בקרן רגע לפני שהיא עולה, הוא יקבל תשואה נמוכה יותר מתשואת הקרן, ובמקרה ההפוך - אם הוא מוכר את החזקתו לפני שהקרן יורדת, הוא יקבל תשואה גבוהה יותר.



ב-1989 היו המשקיעים עדיין תחת הרושם של נפילת שוק המניות באוקטובר 1987, ולא צפו את ההתאוששות. כך קרה גם לאחר משבר הדוט.קום ב-2002 ובמשבר העולמי של 2008

לא יודעים איך לצאת ממשבר מדד "יחס הניחוש הנכון" של חברת דלבר*



*מדד גבוה מ-50% משמעו יותר רכישות מפדיונות בשנה שקדמה לשוק עולה, או יותר פדיונות מרכישות בשנה שקדמה לשוק יורד. כלומר, כשהמדד גבוה מ-50% המשקיעים הצליחו לנחש את כיוונו של השוק בשנה שלאחר מכן, וכשהוא נמוך מ-50% הם טעו

נהנית מירידת מחיר הכותנה

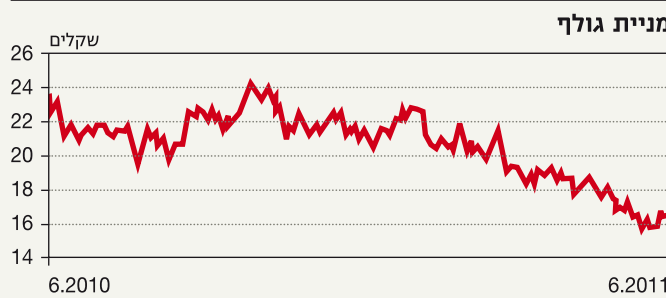
תחום: אופנה **שנת הנפקה:** 2006 **מיקום ההנהלה:** צומת כיתן, תל אביב **מנכ"ל:** אילנה קאופמן **שוק:** 663 מיליארד שקל **הכנסות בארבעת הרבעונים האחרונים:** 642 מיליון שקל **רווח תפעולי בארבעת הרבעונים האחרונים:** 79 מיליון שקל **רווח נקי בארבעת הרבעונים האחרונים:** 60 מיליון שקל **דיוידנד שחולק מתחילת 2010:** 140 מיליון שקל **מחיר מניה:** 16.5 שקל



אילנה קאופמן

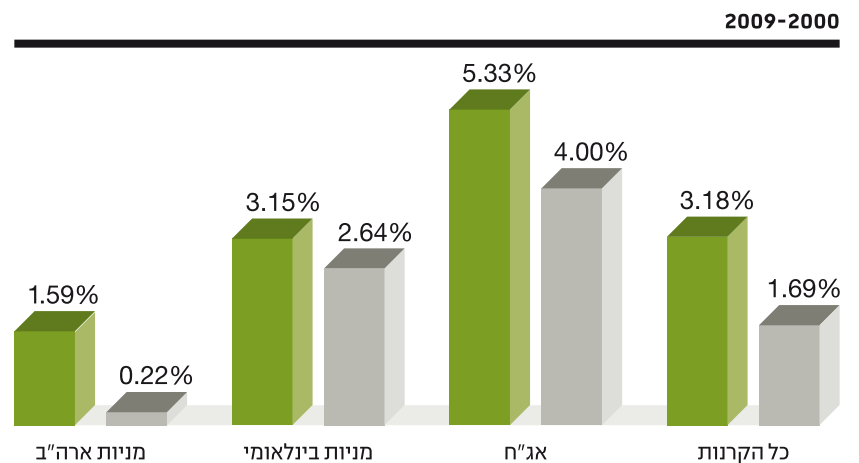
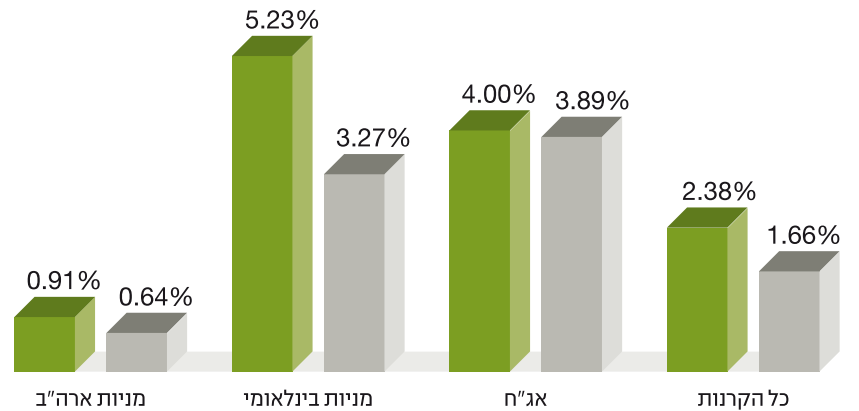
מניית רשת האופנה גולף הצליחה להכות את מדרג ת"א 100 בשנים האחרונות. מאז הנפקתה במארכס 2006 ועד השיא שרשמה באוקטובר 2010, היא קפצה ב-220% לעומת 45% במדד ת"א 100, לצד צמיחה בפעילות הרשת. אבל בחודשים האחרונים מחיר המניה מתחיל לגמגם, והיא נפלה מאז בכ-33%. חלק מכך מוסבר גם בזינוק במחירי הכותנה בשנה האחרונה, בתחרות, בעיכול הפעילות של בלו בירד, רשת אופנת הספורט שנרכשה בסוף 2010, ובתוצאות חלשות יחסית בתקופה האחרונה. עד המשבר האחרון צמחה החברה בקצב שנתי ממוצע של 6% ב-2008-2003. גולף פועלת בשני תחומים מרכזיים: אופנת ההלבשה, המהווה כ-50% מהיקף פעילות החברה, ואופנת הבית, הכוללת מוצרי טקסטיל לבית, כמו מצעים, מגבות ושמיכות. הרשת מונה 258 סניפים. למרות שהיא חברה שמרנית הנמנעת מהרפתקאות רכישה והתרחבות בחו"ל, החליטה הנהלת גולף בסוף 2010 לבצע רכישה בודדת, ראשונה זה תקופה ארוכה, ורכשה את רשת בלו בירד תמורת כ-12 מיליון שקל. לרשת 25 סניפים, ומחזור הפעילות השנתי שלה ב-2010 היה כ-45 מיליון שקל, אך היא לא היתה רווחית. בלו בירד נקנתה מהבעלים הקודמים כשהיא במצב הידרדרות וכמעט ללא מלאים, ובשל כך ברבעון הראשון המכירות בה לא היו גבוהות, בעוד שאת ההוצאות הקבועות על אחזקת הסניפים גולף המשיכה לספוג. בינתיים, מאז הרכישה, פעלה גולף לשקם את החברה ולחדש את המלאים ברשת, ככה שצפוי להיות שיפור ניכר בתוצאות במחצית השנה השנייה. בנוסף, בגולף בוחנים אפשרות להרחיב את פעילות בלו בירד גם לתחומי ספורט אחרים, כך שרכישתה אמורה להיות מנוע צמיחה לגולף. גורם נוסף שפגע בתוצאות גולף הוא מחיר הכותנה, שעלה מתחילת 2010 ועד סוף הרבעון הראשון של 2011 ב-185%. הכותנה משמשת חומר גלם מרכזי בפעילותה של גולף. אמנם גולף גילגלה חלק מעליית המחיר על הצרכנים, אך התייקרות כזו פוגעת הן בהכנסות והן בשיעורי הרווח. בינתיים, בחודשים האחרונים, ירד מחיר הכותנה ב-15% - מגמה שאם תימשך, צפויה לעזור לפעילות החברה בעתיד, בעיקר בקולקציות השנה הבאה. לגולף מאזן חזק ללא חוב לבנקים ובעלי אג"ח, עם הון עצמי המהווה 78% מהמאזן. החברה נוהגת לחלק דיווידנדים בהיקף נדיב, פעם עד פעמיים בשנה. בשנים 2008-2010 חילקה גולף דיווידנד שנתי, שנע בטווח של 80-100 מיליון שקל. אם היא תמשיך כך, גם השנה היא אמורה לנפק תשואת דיווידנד של כ-12%-16%. גולף נסחרת במכפיל סביר של 11, לעומת מכפיל 7 בפוקס. נתן שבע

צניחה של 33% בשמונה חודשים



נותרו מאחור

התשואות הממוצעות של קרנות בארה"ב ב-2005-2009, לפי מגזרים



ובשנה שלאחר מכן התשואה הממוצעת של הקרנות היתה חיובית, המשמעות היא שהמשקיעים ניחשו נכון את כיוון השוק. לעומת זאת, אם בשנה שלאחר מכן התשואה היתה שלילית, המשקיעים שגו בנחשם את כיוון השוק. כמובן שהמדד של דלבר אינו מדויק לחלוטין, מכיוון שיש רכישות ופריזות שאינם נובעים דווקא מניסיון לתזמן את השוק. מסתבר כי ב-1989-2009 היה המדד גבוה מ-50% ברוב השנים (14 מתוך 21), כלומר המשקיעים הצליחו לנחש את כיוונו העתידי של השוק. למעשה, היו רק ארבע שנים (1989, 1999, 2002 ו-2008) שבהן המדד היה נמוך מ-50%.

המסקנות למשקיעים

המסקנה העיקרית היא שניהול השקעות נכון מתבסס על אסטרטגיה שתואמת את צרכי המשקיע, ולא על ניסיונות טקטיים לתזמן את השוק. קביעת אסטרטגיה כזו והתמדה בה בכל מצב של השוק יכולה להגן עלינו מפני המבנה הפסיכולוגי שלנו, שמכשיל אותנו. פועל יוצא של אסטרטגיה לניהול השקעות הוא קביעת מנגנון אוטומטי של איוון חוזר של התיק. מנגנון זה מבטיח כי בתקופות של ירידות בשווקים, משקיעים ירכשו מניות (במקום להיכנע לפחד ולמכור אותן), ובכך יצליחו להגדיל את התשואה שלהם אף מעבר לתשואת השוק.

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

ואולם העיתוי של שנים אלה אינו מקרי. הוא תואם בדיוק את תקופות המשבר בשוקי ההון העולמיים, שבהן השוק ירד בחריפות. ב-1989 היו המשקיעים עדיין תחת הרושם של נפילת שוק המניות באוקטובר 1987, ולא צפו את ההתאוששות שהתחילה לאחר מכן. ב-2002 המשקיעים לא צפו את התאוששות השוק ממשבר מניות הטכנולוגי גיה, וב-2008 הם לא צפו את ההתאוששות מהמשבר הכלכלי.

המסקנה מהממצאים היא שפער התשואות של המשקיעים ביחס לשוק הוא תוצאה של התנהגותם בתקופות משבר. משקיעים רבים מצליחים לתזמן את השוק בתקופות נורמליות וליצור לעצמם עורף תשואה ביחס לשוק. בתקופות משבר, לעומת זאת, ההחלטות מתקב-

האם תשואות העבר מנבאות

אנו רגילים לקבל החלטות השקעה בעזרת אינטואיציה והסתמכות על תוצאות עבר, אבל בדיקה פשוטה של תשואות הקרנות בישראל בשנים האחרונות מוכיחה באופן חד משמעי שהשיטה הזו לרוב מובילה להחלטות שגויות ❖ **אלי מלכי**

אקראית, היה לו סיכוי של 1 ל-2 לבחור קרן שתניב תשואה גבוהה מהחציון, וסיכוי של 1 ל-4 לבחור קרן שתהיה ברבעון העליון של התשואות בשלוש השנים הבאות. מה היו תוצאות הבחירה אילו היה המ- שקיע שלנו בוחר קרן מתוך קבוצת הקרנות שהיו ברבעון העליון של התשואות בתקופה שבין 1 ביוני 2005 ל-31 במאי 2008? מסתבר שרק שתיים מתוך תשע הקרנות בקבוצה זו הניבו תשואה גבוהה מהחציון בש- לוש השנים שלאחר מכן (1 ביוני 2008 עד 31 במאי 2011) – כלומר הסיכוי לבחירה מוצל- חת היה נמוך מ-1 ל-2. במקביל, רק קרן אחת (פסגות 4A מניות ישראל) היתה ברבעון הע- ליון של התשואות – כלומר, הסיכוי לבחיר- רה מוצלחת היה נמוך מ-1 ל-4. ברור אפוא שבחירת קרן נאמנות בדרך אקראית היתה עדיפה ביחס לבחירה לפי תשואות גבוהות

רנות הרלוונטיות על פתקים, להכניס את כל הפתקים לתוך קופסה אטומה ולהוציא באופן אקראי פתק עם שם של קרן מתוך הקופסה. דרך חלופית היא לבחור קרן נאמנות שני- מצאת ברבעון העליון של התשואות – כלור- מר, היא כלולה בקבוצה של 25% מהקרנות שהניבו את התשואות הגבוהות ביותר בעבר. באופן אינטואיטיבי, הדרך השנייה נראית עדיפה, אבל אנחנו רוצים להעמיד את האי-נ- טואיציה שלנו למבחן. נניח שב-1 ביוני 2008 המשקיע שלנו חיפש קרן נאמנות שמתמחה בשוק המניות הישראלי, כשטווח ההשקעה שלו היה לשלוש שנים. לשם כך הוא בחר את כל קרנות הנא- מנות שתחומי ההתמחות שלהם היו מרד ת"א 100 ומניות בארץ כללי, ושהיו קיימות שלוש שנים לפחות (בסך הכל היו 38 קרנות כא- לה). אילו היה המשקיע בוחר את הקרן בצורה

מרבית המשקיעים מסתמכים על תשואות העבר כמרכיב עיקרי בבחירת אפיק ההש- קעה המועדף עליהם. גם יועצי ההשקעות והיועצים הפנסיוניים מבססים בדרך כלל את המלצותיהם על תשואות העבר. באופן אינטואיטיבי, ההסתמכות על תשואות העבר נראית הגיונית: מנהל השקעות שהי צליח להביא תשואות גבוהות בעבר, הוא כנראה מוכשר – ולכן סביר להניח שיצליח לעשות זאת גם בעתיד. ואולם, המציאות, בפרט בשוק ההון, לא תמיד פועלת בהתאם לאינטואיציה שלנו – כפי שיומחש בדוג- מאות הבאות. נניח שמשקיע רוצה לבחור קרן נאמנות שתניב תשואה גבוהה בעתיד. דרך אחת לעשות זאת היא לבחור את הקרן בצורה מקרית. כך למשל, אפשר לכתוב את השמות של כל הק-

התשואות של קרנות נאמנות המתמחות במניות

הקרן	1 ביוני 2008 עד 31 במאי 2008	1 ביוני 2008 עד 31 במאי 2011
הראל פיא ת"א 100	8.6%	1.7%
דיקלה ת"א 100	8.7%	3.8%
כוון ישראל	9.0%	-0.4%
אי.בי.אי מניות	9.2%	10.7%
אקסלנס ממוקדת ת"א 100	9.8%	7.1%
כלל ת"א 100	10.1%	4.7%
פסגות ת"א 100	10.6%	5.2%
מנורה ת"א 100 אגרסיבית	10.8%	-3.3%
כלל מסלול מניות	11.3%	1.9%
רוטשילד ישראל	11.4%	5.5%
אפסילון 36	11.7%	3.0%
פסגות מניות ישראל	11.9%	10.4%
אלטשולר סופה מניות	12.2%	5.4%
אקסלנס מבחר ת"א 100	12.4%	3.9%
אי.בי.אי ת"א 100	12.8%	0.1%
מיטב מניות תא 100 פלוס	13.2%	-4.0%
אקסלנס ת"א 100	14.4%	1.8%
רוטשילד מניות ת"א 100	14.8%	3.2%
אקסלנס מניות 30	16.2%	2.8%
חציון	8.6%	3.9%

הקרן	1 ביוני 2008 עד 31 במאי 2008	1 ביוני 2008 עד 31 במאי 2011
מנורה מניות	-2.2%	16.3%
מגדל מניות מיקוד 30	0.6%	7.6%
הראל פיא מניות	0.8%	8.2%
אלומות מניות כללי	1.3%	2.3%
איילון מניות	3.5%	-2.3%
מנורה TOP IL STOCKS	3.9%	-0.7%
כלל מניות ערך-דיווידנד	4.3%	5.0%
אנליסט מניות	5.2%	4.8%
דש מניות פרימיום	5.3%	5.8%
אתגר מניות	6.8%	8.5%
תמיר פישמן מניות	7.0%	-3.8%
מיטב מניות	7.2%	5.2%
מיטב ת"א 100	7.3%	0.1%
מנורה ת"א 100	7.9%	6.3%
דש מניות	8.1%	13.1%
אנליסט ת"א 100	8.1%	-0.4%
די.בי.אם אחז בעלי עניין	8.2%	1.2%
אפיקים מניות	8.4%	2.8%
מיטב פוקוס 10 מניות	8.5%	7.8%

תשואה נמוכה מהחציון / תשואה גבוהה מהחציון



המכירות עלו על הציפיות

תחום: בנייה למגורים ונדל"ן מניב **שנת הנפקה:** 1964 **מיקום ההנהלה:** תל אביב **מנכ"ל:** יעקב סיסו (ממלא מקום המנכ"ל) **שווי שוק:** 800 מיליון שקל **הכנסות בארבעת הרבעונים האחרונים:** 1.3 מיליארד שקל **הפסד תפעולי בארבעת הרבעונים האחרונים:** 144.7 מיליון שקל **הפסד נקי בארבעת הרבעונים האחרונים:** 648 מיליון שקל **הפסד למניה בארבעת הרבעונים האחרונים:** 18.82 שקל **מחיר מניה:** 22.2 שקל (22 בספטמבר)



תצלום: אילן טואר

חברת אזורים, שבשליטת בוימלגרין קפיטל של שיעיה בוימלגרין, עוסקת בבנייה למגורים ובנדל"ן מניב בישראל, בארה"ב ובהודו. בשנה האחרונה נקלעה בוימלגרין קפיטל למצוקה פיננסית, שבעקבותיה נאלצה להגיע להסדר פריסת חובות עם בעלי האג"ח תמורת דילול אחזקותיו של הבעלים וזיכיונים נוספים. בתקופה זו ניסו אנשי עסקים שונים, ובהם שלמה שמלצר ויגאל דמרי, לרכוש את אזורים. ואולם אי אפשר היה להשלים את העסקה ללא הסכמתו של בנק מזרחי טפחות, שלו משועבדות 64% ממניות החברה כנגד הלוואה שהעניק לבוימלגרין לרכישת אזורים.

אזורים מיישמת בימים אלה תוכנית הבראה בסיוע פרופ' יצחק סוארי. באחרונה הוחלפה הנהלת החברה, כשירם טורבוניץ' מונה לתפקיד היו"ר ויעקב סיסו מונה לממלא מקום המנכ"ל. מאבקי השליטה ושינויי ההנהלה תרמו לכך שמניית אזורים זינקה מאז תחילת השנה ב-306% והחברה נסחרת לפי שווי שוק של 800 מיליון שקל. שווי זה גבוה בכ-91% מהונה העצמי, שהסתכם בסוף יוני ב-405.5 מיליון שקל (כ-6% מהיקף המאזן). למרות הזינוק במניה, בשוק ההון סבורים כי קיים עדיין פוטנציאל לעליות נוספות – וכראיה לכך מנהלת חברת הביטוח והפיננסים מגדל מגעים להשקעה באזורים תמורת הקצאת מניות.

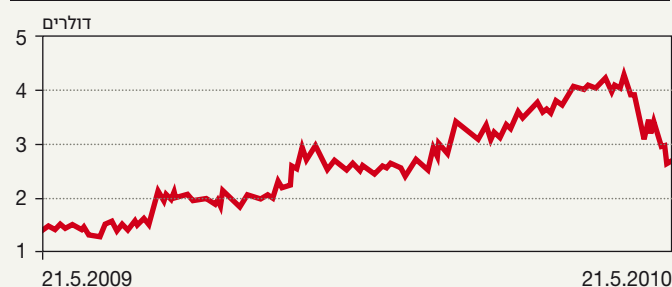
התוצאות של אזורים ברבעון השני של השנה הושפעו מן הרכישות הממונפות שבוצעו בעתוי אומלל, וכללו את רכישת קבוצת לגנא מיעקב אנגל וכן 12 בתי מלון בישראל מכלל תיירות של אי.די.בי. באחרונה מכרה אזורים את המלונות לדור פתאל תמורת 970 מיליון שקל, אך רשמה הפסד של כ-80 מיליון שקל בגין הפסקת פעילות התיירות.

אזורים הפחיתה 25 מיליון שקל נוספים בגין ירידת ערך המוניטין של ההשקעה בלגנא, כך שער כה היא מחקה את מלוא ההשקעה בחברה בהיקף של יותר מ-500 מיליון שקל. המחיקות הסבו לאזורים הפסד של 201 מיליון שקל, לעומת רווח של כ-17 מיליון שקל ברבעון המקביל.

מצד שני, אזורים מכרה ברבעון השני 190 דירות בהיקף של 170 מיליון שקל. עקב הגידול בקצב מכירת הדירות עידכנו באזורים באפריל את תחזית המכירות – מ-505 דירות ל-640 עד סוף השנה שבחברה יתמקדו בין השאר במציאת פתרון לפרידה מלגנא הגוססת, כך שתוצאותיה הכספיות לא יכבידו על מינופה.

מיכאל רוכוורגר

התחזית ל-2010 עלו מניית אודיקודס



את העתיד?

מתוך 13 קרנות שהיו ברבעון העליון של התשואות בתקופה הראשונה, שש הניבו תשואות גבוהות מהחציון בתקופה השנייה - יחס נמוך במקצת מ-1 ל-2

הממצאים ממחישים שבקרנות ההשתל"ם מות ההסתמכות על תשואות גבוהות בעבר נתנה תוצאות מעורבות. מתוך 13 קרנות ההשתל"ם שהיו ברבעון העליון של התשואות בתקופה הראשונה, שש קרנות הניבו תשואות גבוהות מהחציון בתקופה השנייה – כלומר, הסיכוי לבחירה מוצלחת היה נמוך במקצת מ-1 ל-2. לעומת זאת, ארבע מתוך 13 הקרנות היו ברבעון העליון של התשואות בתקופה השנייה – כלומר, הסיכוי לבחירה מוצלחת היה גבוה במקצת מ-1 ל-4.

גם בקרנות ההשתל"ם לא היתה התכנסות לממוצע – בחירה מתוך קבוצת הקרנות שהיו ברבעון התחתון של התשואות בתקופה הראשונה, לא שיפרה את מצבו של המשקיע. מתוך 12 הקרנות בקבוצה זו, חמש הניבו תשואות גבוהות מהחציון, ורק אחת היתה ברבעון העליון של התשואות, בתקופה השנייה.

מהן המסקנות למשקיעים?

המסקנה הראשונה היא שברוב המקרים ההסתמכות על תשואות העבר אינה עוזרת למשקיעים בבחירת אפיקי השקעה. בחירה על פי תשואות עבר גבוהות לא נותנת כלל החלטה טובה יותר מבחירה אקראית, ובמקרים מסוימים אף מביאה לתוצאות גרועות יותר. החרג היחיד הוא קבוצת הקרנות שמתמחות במניות, שבה נצפתה התכנסות לממוצע, ולכן בחירה הפוכה – העדפה של קרנות עם תשואות עבר נמוכות עשויה לסייע למשקיעים.

המסקנה השנייה, ואולי החשובה יותר, היא שהאינטואיציה לא מסייעת לנו בבחירת מסלולי השקעה. זוהי מסקנה שקצת קשה לבלוע אותה, מכיוון שאנחנו רגילים להסתמך על האינטואיציה שלנו בקבלת החלטות עסקיות. אבל הנתונים היבשים מוכיחים באופן חד משמעי שההסתמכות על אינטואיציה לבחירת מסלולי השקעה עשויה להוביל אותנו להחלטות שגויות.

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

בעבר, מכיוון שהיא היתה משפרת את הסיכוי למצוא קרן בעלת תשואה גבוהה יותר. באופן שנראה כמעט פרדוקסלי, אילו המשקיע היה בוחר את הקרן שלו מתוך קבוצת הקרנות שהיו ברבעון התחתון של התשואות – כלומר, אותן 25% מהקרנות שהניבו את התשואות הנמוכות ביותר – מצבו היה טוב יותר. חמש מתוך עשר הקרנות שהיו ברבעון התחתון של התשואות בתקופה הראשונה, הניבו תשואה גבוהה מהחציון בתקופה השנייה. במקביל, ארבע מתוך עשר הקרנות האלה היו ברבעון העליון של התשואות גם בתקופה השנייה.

תופעה זו נקראת "התכנסות לממוצע" – קרנות שהיתה להן תשואה גבוהה יותר בעבר נוטות להניב תשואה נמוכה יותר בעתיד, ולהפך. האם תופעה זו היא ייחודית רק לקרנות שמתמחות במניות?

כדי לענות על שאלה זו, נבצע את אותה בדיקה על קרנות נאמנות שמתמחות באג"ח ישראליות. לצורך הבדיקה נבחנו התשואות של קבוצת הקרנות שהתמחו באג"ח כללי בישראל בתקופה שבין 1 ביוני 2005 עד 31 במאי 2008 (בסך הכל היו 47 קרנות שנכללו בקבוצה זו).

מסתבר שגם במקרה של קרנות שמתמחות באג"ח, ההסתמכות על תשואות גבוהות בעבר לא היתה מסייעת למשקיע. מתוך 12 הקרנות שהיו ברבעון העליון של התשואות בתקופה הראשונה, רק ארבע הניבו תשואה גבוהה מהחציון בתקופה השנייה – כלומר, הסיכוי לבחירה מוצלחת היה נמוך מ-1 ל-2. במקביל, שלוש קרנות מתוך ה-12 היו ברבעון העליון של התשואות בתקופה השנייה – כלומר, הסיכוי לבחירה מוצלחת היה בדיוק 1 ל-4. כלומר, ההסתמכות על תשואות גבוהות בעבר לא סיפקה תוצאות טובות יותר מאשר בחירה אקראית של הקרן.

בשונה מהקרנות שמתמחות במניות, בחירה מקבוצת הקרנות שהיתה ברבעון התחתון של התשואות בתקופה הראשונה, לא היתה משפרת את מצבו של המשקיע. מתוך 11 הקרנות שנכללו בקבוצה זו, רק שלוש הניבו תשואה גבוהה מהחציון, ורק אחת נכילה ברבעון העליון של התשואות בתקופה השנייה. כלומר, בקרנות האג"חיות לא היתה התכנסות לממוצע.

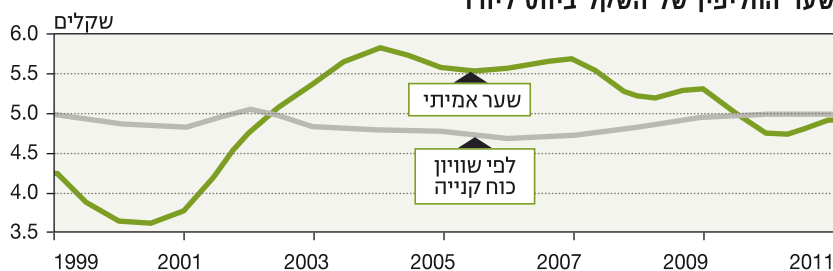
מה קורה באפיקי ההשקעה לטווח ארוך? כדי לענות על שאלה זו ערכתי בדיקה דומה לגבי 55 קרנות ההשתל"ם שנכללו במסלול הכללי, ושהיו פתוחות לכלל הציבור (לא כר"ל קרנות סקטוריות). ב-1 ביוני 2008, היו נתונים זמינים לגבי התשואות של קרנות ההשתל"ם בתקופה שבין 1 במאי 2005 עד 30 באפריל 2008. שוב בחנתי את קבוצת הקרנות שנכללו ברבעון העליון של התשואות בתקופה זו, ובדקתי את הסיכוי לקבל תשואה גבוהה בתקופה הבאה (מ-1 במאי 2008 עד 30 באפריל 2011).

מרוויחים יותר בבורסה, משלמים יותר במכולת

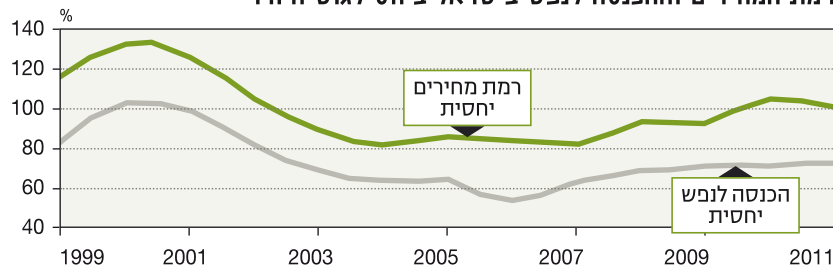
התחזקות השקל סייעה למשקיעים בישראל לקבל תשואה עודפת על פני ארה"ב ואירופה. את המחיר אנחנו משלמים במקום אחר - דרך העלייה ביוקר המחיה

ישראל יקרה מאירופה

שער החליפין של השקל ביחס ליורו



רמת המחירים וההכנסה לנפש בישראל ביחס לגוש היורו



יחס בין שער החליפין לפי שוויין כוח קנייה לשער החליפין האמיתי מבטא את רמת המחירים היחסית בין שתי המדינות

שיורע כל אחד שיצא לו לבקר במדינה מתפתחת.

כך, במדינות עם רמת הכנסה לנפש דומה, התיאוריה הכלכלית צופה שרמת המחירים היחסית תהיה 100%, או במילים אחרות - ששער החליפין בפועל יהיה שווה לשער החליפין של PPP. לעומת זאת, רמת המחירים של מדינה עם הכנסה לנפש נמוך כה ביחס למדינות עם הכנסה לנפש גבוהה צפויה להיות נמוכה מ-100%.

ישראל נהפכה ליקרה יותר מארה"ב

מהשוואה של התמ"ג לנפש בין ישראל לארה"ב, עולה כי רמת ההכנסה לנפש בישראל בעשור האחרון היא בטווח של 50%-60% מזו של ארה"ב. לאור זאת, היינו מצפים שישראל תהיה זולה מארה"ב, אך למעשה ישראל נהפכה דווקא ליקרה יותר. נזכיר שוב שהעלייה ברמת המחירים היחסית בישראל לא נבעה מעליית מחירים מקומית (האינפלציה המצטברת בעשור האחרון היתה כמעט זהה בשתי המדינות),

ההכנסה לנפש בישראל ביחס לארה"ב נעה בטווח של 50%-60% בעשור האחרון. לאור זאת, היינו מצפים שישראל תהיה זולה מארה"ב, אך למעשה היא נהפכה ליקרה יותר

האם יוקר המחיה בישראל מוצדק? שער החליפין של PPP נחשב מדד לרמת המחירים של שיווי משקל במדינות שבהן רמות ההכנסה לנפש דומות. במדינות שבהן רמת ההכנסה לנפש נמוכה יותר, התיאוריה הכלכלית צופה שהמטבע המקומי יהיה חלש יותר ביחס לשער החליפין של PPP - כלומר, מדינות אלה יהיו זולות יותר (כפי

מחאת הקוטג', שתפסה בור תרות בשבועות האחרונים, הביאה עמה גל של השוואות מחירים בין ישראל למדינות אחרות. ההשוואות מצביעות על כך שרמת המחירים אצלנו גבוהה יותר. מהן הסיבות לכך שיש ישראל היא מדינה יקרה כל כך? בדרך כלל מונפת אצבע מאשימה כלפי היעדר התיירות במשק. ואולם, מבלי לגרוע מהיבט זה, נושא זה, הגורם העיקרי ליוקר המחיה היחסי בישראל הוא התחזקותו של השקל בשנים האחרונות.

הבנק העולמי מפרסם מדי שנה שנים חישוב של שער החליפין של שוויין כוח הקנייה (Purchasing Power Parity - PPP), במסגרת תוכנית ההשוואה הבינלאומית Program שהוא מפעיל. שער חליפין של שוויין כוח קנייה הוא שמביא לכך שרמות המחירים בשתי מדינות נדונות יהיו שוות. היחס בין שער החליפין של PPP לשער החליפין האמיתי מבטא את רמת המחירים היחסית בין שתי המדינות. באחרונה התפרסמו הנתונים ל-2008.

נבחן את שער החליפין של PPP של השקל ביחס לדולר. בעשור האחרון ירד שער זה עד 2007, ובשנים שלאחר מכן הוא עלה בחזרה לרמתו הקודמת. שער החליפין של PPP בשנת 2000 היה 3.97, ועד 2010 הוא עלה ל-3.96. המשמעות היא שהאינפלציה המצטברת בישראל בעשור האחרון היתה כמעט זהה לאינפלציה המצטברת בארה"ב. למרות הרושם שרק אצלנו הכל מתייקר, המחירים בישראל לא עלו בקצב מהיר יותר מהמחירים בארה"ב. עם זאת, שער החליפין בפועל היה תנודתי מאוד. עד 2008 הוא היה גבוה יותר משער החליפין של PPP, אך החל בשנה זו חלה התחזקות של השקל - ושער החליפין בפועל ירד מתחת לשער של PPP. כאמור, רמת המחירים בישראל ביחס לרמת המחירים המקבילה בארה"ב היא, למעשה, היחס בין שער החליפין של PPP לשער החליפין בפועל.

החל ב-2000 ועד 2008 היתה רמת המחירים בישראל כ-90% מרמת המחירים בארה"ב, ואז ב-2010 היא עברה אותה ליחס של 110% מהרמה המקבילה בארה"ב. במילים אחרות, ישראל יקרה בממוצע ב-10% מארה"ב.



מחקר שווקים
אלי מלכי

השת"פ עם גוגל הקפיץ את התוצאות

תחום: אינטרנט ותוכנה **שנת הנפקה:** 2007
מיקום ההנהלה: אור יהודה **מנכ"ל:** אלון כרמלי
מספר עובדים: 146 **שוי שוק:** 308 מיליון שקל
הכנסות בארבעת הרבעונים האחרונים: 127 מיליון שקל **רווח תפעולי בארבעת הרבעונים האחרונים:** 22.2 מיליון שקל
רווח נקי בארבעת הרבעונים האחרונים: 19 מיליון שקל **מחיר מניה:** 6.6 שקלים (נכון ל-20 ביולי)



אלון כרמלי

חברת בבילון מפורסמת בעולם בזכות תוכנות התרגום וישראל המילונים המקוונים שהיא מפעילה ומפתחת. החברה מספקת פתרונות תרגום ל-75 שפות ויותר מ-100 מיליון לקוחות ברחבי העולם משתמשים בשיירותיה. אלא שבבילון כיום היא הרבה יותר ממפתחת מילונים ועיקר הכנסותיה מגיע ממקום אחר. מכירת המילונים אחראית לכ-30% בלבד מההכנסות והיתר מגיע מתנועה גדולה של גולשים שהיא מייצרת למנוע החיפוש של גוגל באמצעות סרגל הכלים שלה.

הסרגל כולל תיבת חיפוש ומותקן בדפדפן הגולש בעת התקנת המייל. מרגע ההתקנה כל גלישה שתלווה בלחיצה על פרסומת או קישור ממומן תניב הכנסות לבבילון. לפי ההסכם בין בבילון לגוגל, הראשונה ניהנת מיותר מ-50% מההכנסה שנוצרת מקישורים ממומנים אלה.

בבילון הונפקה ב-2007 ומאז פינתה את המשקיעים. בתקופה זו חילקה החברה דיווידנדים בהיקף של 47 מיליון שקל ומחיר המניה הוכיח פל. מ-2006 קפצו הכנסותיה בכ-35% בממוצע לשנה - ל-118 מיליון שקל ב-2010. באחרונה אימצה החברה מדיניות חלוקת דיווידנד של לפי חזת 50% מהרווח הנקי.

השינוי במודל הפעילות מורגש גם במצבת כוח האדם של בבילון. אנשי תוכנה תפסו את מקומם של הבלשנים וחלק גדול משיפור ופיתוח המוצרים מתבצע באמצעות רכישות של מילונים משלימים כמוצרי מרף שאינם מפותחים בחברה.

מורל הפעילות החדש של החברה לא פגע בה כלל, להפך - הוא פתח לה כיווני צמיחה נוספים. אתר האינטרנט של בבילון נמנה כיום עם 100 האתרים המובילים בעולם ותוכנת התרגום שלה שברה שיא עם מספר ההורדות הגדול ביותר בתחום תוכנות התרגום, מה שהופך אותה לפופרית לרית ביותר בעולם.

אחד מכיווני הצמיחה הגדולים של בבילון הוא מדינות מזרח אירופה ומדינות העולם המתפתח. במדינות אלה שיעור המחברים לאינטרנט נמוך יחסית וקיים גידול נרחב במספרם. כך, המתחברים החדשים לאינטרנט נתקלים בקשיי שפה רבים, משום שאוב האוכלוסייה במדינות אלה אינו דובר שפות זרות, גם ברמה בסיסית. הפתרון המיידי עבורם הוא הורדת תוכנות התרגום של בבילון.

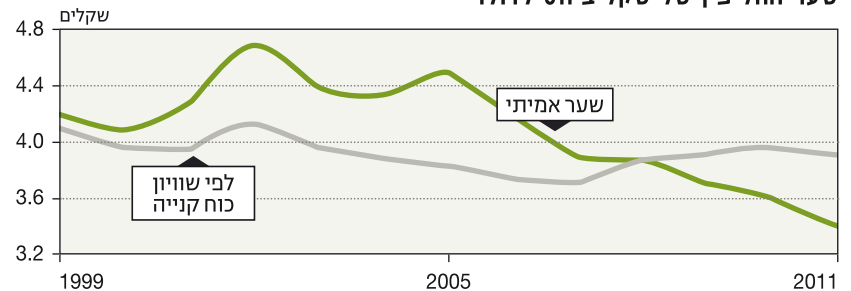
נועם בר

דינוק של 100% מאז ההנפקה

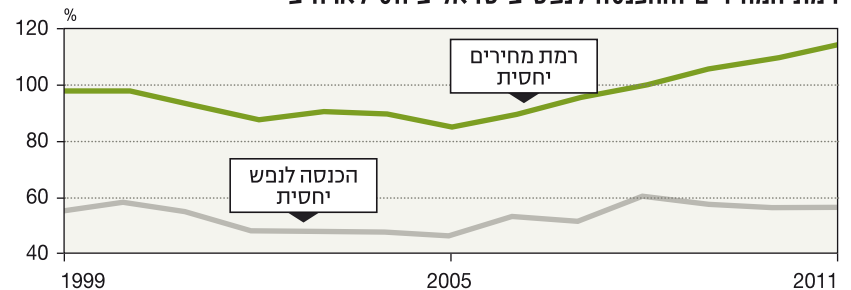


ישראל יקרה מארה"ב

שער החליפין של שקל ביחס לדולר*



רמת המחירים וההכנסה לנפש בישראל ביחס לארה"ב



*יחס בין שער החליפין לפי שוויין כוח קנייה לשער החליפין האמיתי מבטא את רמת המחירים היחסית בין שתי המדינות

נתונים אלה ממחישים כי רמת המחירים היחסית בישראל גבוהה מדי ביחס לרמת ההכנסה היחסית לנפש. הן בהשוואה לארה"ב והן בהשוואה לגוש היורו, אנו משלמים יותר ומרוויחים פחות.

קורבנות של יציבות

ואולם אין לנו את מי להאשים, מכיוון שהקפיצה ברמת המחירים היחסית היא בעיקרה תוצאה של התחזקות השקל, ולא של האינפלציה המקומית. למעשה, אנחנו קורבני היציבות היחסית שהפגין המשק הישראלי במשבר האחרון.

המשקיעים בישראל בוודאי אינם יכיר לים להתלונן על השקל החזק. כל אפיקי ההשקעה בישראל, הן האג"ח והן המניות, הניבו תשואות גבוהות יותר ממקביליהן בחו"ל בשנים האחרונות, כתוצאה מהתחזקותו של השקל. עם זאת, הכלכלה שבה ומוכיחה לנו שאין ארוחות חינם: מצד אחד קיבלנו תשואות גבוהות יחסית על החסכונות שלנו, ומצד שני אנו נאלצים לשלם יותר במכולת בהשוואה למדינות אחרות.

מכיוון שאנו נמצאים כיום בימים של חופש גדול, מן הראוי לציין תועלת נוספת שניתן להפיק מהתחזקותו של השקל: החופשות בחו"ל הוזלו ביחס לחופשות ביישראל. מנקודת ראות כלכלית בלבד, מבלי להיכנס לדיון ערכי היכן כדאי לבלות את הקיץ, חופשה בחו"ל, בנוסף להיותה זולה יחסית, מביאה גם להגדלת הביקוש למט"ח - ובכך מסייעת לבנק ישראל במאמציו להחליש את השקל.

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

אלא מהתחזקותו של השקל. מתברר שגם בהשוואה לגוש היורו האינפלציה בישראל בעשור האחרון לא היתה גבוהה במיוחד. שער החליפין של PPP ב-2010 הוא 4.99, לעומת 4.87 ב-2000. הפער באינפלציה המצטברת בין ישראל לאירופה הוא כ-2.5% על פני עשור שלם. גם ביחס ליורו, שער החליפין בפועל בדרך כלל סטה משער החליפין של PPP. הוא היה נמוך ממנו עד 2003, והחל בשנה זו היורו התחזק מאוד ביחס לשקל ויש ראל נהפכה לזולה יותר ביחס לגוש היורו. ב-2010 חל מהפך: השקל התחזק ביחס ליורו - ושער החליפין בפועל ירד מתחת לשער של PPP.

רמת המחירים בישראל ביחס לגוש היורו נעה בטווח של 80%-90% בין 2003 ל-2009, ואילו החל ב-2010 רמת המחירים בישראל גבוהה יותר. לעומת זאת, רמת ההכנסה לנפש בישראל נמוכה מבאירופה - ביחס של כ-70%.

הכלכלה שבה ומוכיחה לנו שאין ארוחות חינם: מצד אחד קיבלנו תשואות גבוהות יחסית על החסכונות שלנו, ומצד שני אנו נאלצים לשלם יותר במכולת בהשוואה למדינות מפותחות אחרות

מתמקדת ביד2 ובסחר האלקטרוני

תחום: אינטרנט ותקשורת **שנת הנפקה:** 1994 **מיקום ההנהלה:** תל אביב **מנכ"ל:** אילן ישועה **מספר עובדים:** 360 **שווי שוק:** 130 מיליון שקל **הכנסות בארבעת**

הרבעונים האחרונים: 190 מיליון שקל **רווח תפעולי בארבעת הרבעונים האחרונים:** 11.1 מיליון שקל **רווח נקי בארבעת הרבעונים האחרונים:** 4.8 מיליון שקל **מחיר מניה:** 2.8 שקלים (נכון ל-21 ביולי)



תצלום: אילן ישועה

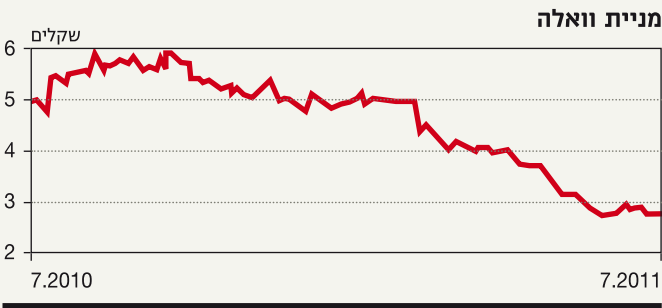
« חמש השנים האחרונות לא היטיבו עם המשקיעים בוואלה, פורטל האינטרנט הגדול בישראל. המניה התרסקה בתקופה זו בכ-50% והרווח הנקי הצטמצם ב-64% – מ-25.5 מיליון שקל ב-2006 ל-9.2 מיליון שקל ב-2010. זאת למרות גידול של 80% בהכנסות ל-180 מיליון שקל ב-2010. בשנים אלה ביצעה וואלה כמה רכישות לא מוצלחות. ההחלטה לרכוש 70% מהרשת החברתית הישראלית מקושרים ב-2008-2009, לפי שווי של 12.5 מיליון שקל, לא הוכיחה את עצמה. הרשת החברתית העולמית פייסבוק של האפילה עליה והפכה אותה לכמעט בלתי רלוונטית. גם פורטל הבילויים לילה שרכשה באותו זמן הודיע באחרונה על סגירה. חלק מרכזי בפעילותו של הפורטל היה צילום של מבלים ישראלים במסיבות ובמועדונים והעלאת התמונות לפורטל. אלא שגם במקרה הזה השתלטה פייסבוק על התחום. רוב הכנסותיה של וואלה מקורן בתנועה בפורטל – מה שמתורגם להכנסות מפרסומות. ככל שיש יותר גולשים, נמכרות יותר פרסומות במחירים גבוהים יותר. המצב הזה מחייב את וואלה לבצע השקעות גדולות ולערוך תדיר את המערכות שלה ואת התוכן באתרים, כדי שיהיו אטרקטיביים. אחת ההשקעות הגדולות שביצעה וואלה באחרונה היא רכישת 75% מאתר

יד2 תמורת 117 מיליון שקל. יד2 אמר להגדיל את תנועת הגולשים בפורטל, אך בו בזמן הוא נהנה מהכנסות שמוזרימים אליו בעלי מקצוע המשלמים על הופעה באתר לצד. יד2 נהנה מהכנסות של יותר מ-40 מיליון שקל בשנה, מהוות כ-20% מהכנסות וואלה, ומרווה נקי שנתי של כ-10 מיליון שקל. מקום נוסף שבו וואלה עוברת שינוי הוא זירת הסחר האלקטרוני, האחראים לכשליש מהכנסותיה. עד היום העדיפה החברה לשמש מתווך עבור ספקים. באחרונה היא החליטה להתחיל למכור את המוצרים באופן ישיר, כשהיא בעלת המלאי, תוך הגדלת הרווח מהמכירות.

ההשקעות במערכות ובתכנים מכבידות על תוצאות החברה ברבעונים האחרונים, אך הן מצביעות על היכולת של וואלה להתערכך ולהתאים את עצמה לסביבת האינטרנט המשתנה ומהוות תשתית שיכולה לקחת את החברה צעד קדימה בשנים הבאות. מעיד על כך גידול חר של 62% בצבר ההזמנות להיקף של 66 מיליון שקל, שממנו נהנתה החברה ברבעון הראשון של 2011. מודובר בהתחייבויות רב-שנתיות של מפרסמים שצפויות להשפיע בעתיד על שירות ההכנסות והרווח שתציג החברה. וואלה נסחרת כיום במכפיל רווח גבוה של 27 על רווחיה בארבעת הרבעונים האחרונים.

נועם בר

ההכנסות עלו - המניה התרסקה



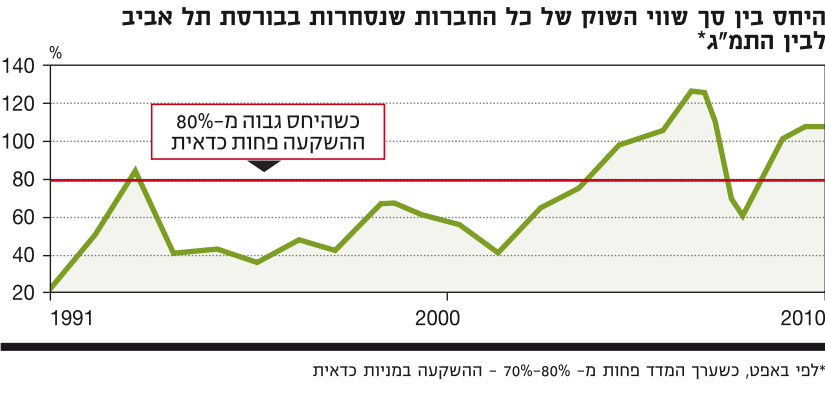
הבחירה בין המדדים היא שרירותית ומתבססת בעיקר על שכנוע עצמי. ההכרה בחוסר היכולת שלנו לנחש את הכיוון העתידי של שוק המניות מביאה בהכרח למסקנה שאין טעם לנסות ולתזמן אותו

ההגינות מחייבת לומר שאיננו יודים עם – הבחירה בין המדדים נעשית באופן שרירותי ומתבססת בעיקר על שכנוע עצמי. ההכרה בחוסר היכולת שלנו לנחש את הכיוון העתידי של שוקי המניות מביאה בהכרח למסקנה שאין טעם לנסות ולתזמן אותם.

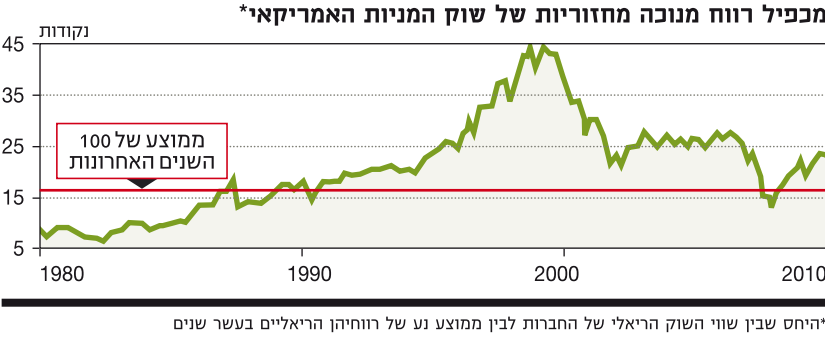
לאור זאת, האלטרנטיבה שעומדת במבחן ההיגיון היא לבנות תיק שמבוסס על שיקול אסטרטגי – כלומר, תיק גלובלי ומי פוזר עם הקצאת נכסים שמשקפת את העדפות הסיכון שלנו – ולהחזיק אותו לאורך זמן.

הכותב הוא יועץ כלכלי ועורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ניירות ערך או ייעוץ השקעות

מדד באפט: בורסת תל אביב יקרה מדי



מדד שילר: המניות בארה"ב יקרות מדי



שווקים מתעוררים מ-18.8 באוקטובר 2007 ל-13.2 ביוני 2011.

ערכיהם של מכפילי הרווח הממוצעים של רוב מדרי המניות, שידרו במידה ניכרת, נראים רווקא סבירים – ולפיהם שוקי המניות בעולם אינם יקרים במיוחד.

השוואה בין שיעורי הירידה במכפילי הרווח הממוצעים לבין שיעורי הירידה המי קבילים במדרי המניות מגלה תמונה מעניינת. בארה"ב היה שיעור הירידה במכפיל הרווח הממוצע כמעט זהה לשיעורה של הירידה במדר המניות. המשמעות היא שלא חל שינוי ברווחיותן של החברות, כלומר הירידה במכפיל הרווח נובעת כולה מירידה במחירי המניות.

בשווקים המפותחים ללא ארה"ב, לעומת זאת, ירד מכפיל הרווח הממוצע בפרחות מאשר מדר המניות. כלומר, הירידה במכפיל הרווח נבעה לא רק מירידת מחירי המניות, אלא גם מירידה ברווחיות של החברות. בשווקים המתעוררים לעומת זאת, הירידה במכפיל הרווח היתה גבוהה בהרבה מאשר הירידה במדר המניות. המשמעות היא שהירידה במכפיל נבעה משילוב של ירידה במחירי המניות ומעלייה ברווחיות של החברות.

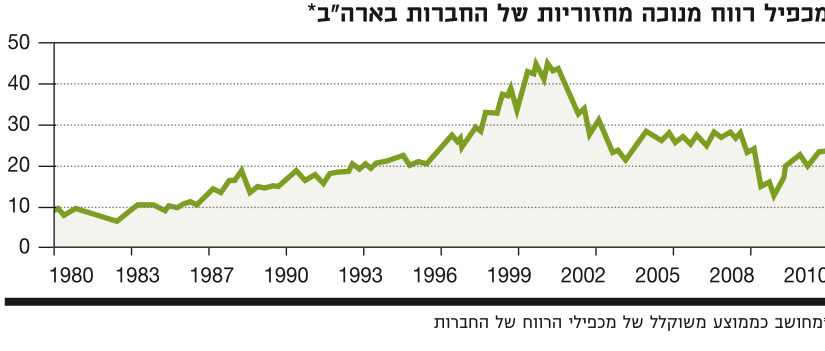
המסקנות למשקיעים

האם כדאי לפעול לפי המדדים שהציעו שילר ובאפט ולצאת משוק המניות, או להיסתמך על מכפילי הרווח הממוצעים ורווקא להגדיל את ההחזקה במניות (עם משקל יתר לשווקים המתעוררים)?

לאן מצביעים מכפילי הרווח?

ממכפיל הרווח מנוכה המחזוריות של מדד S&P 500 שמפרסם רוברט שילר, ועד מדד היחס בין שווי השוק של החברות הנסחרות בבורסה האמריקאית לבין התמ"ג, שמציע וורן באפט – אין מדד שיכול למלא את מקומו של השיקול האסטרטגי! **אלי מלכי**

המחירים בארה"ב סבירים?



עות הערך, שטען כי היא עדיפה על מכפיל הרווח הרגיל, גם לגבי חברה אחת. ערכו של מכפיל הרווח של שילר כיום הוא כ-20 ונמצא קרוב מאוד לרמה שבה היה בסוף 2007, ערב המשבר הפיננסי. בפרספקטיבה היסטורית, ערכו של מכפיל הרווח מנוכה מחזוריות כיום הוא גבוה ביחס לממוצע של 100 השנים האחרונות – כ-16. לפיכך, לפי האינדיקטור שמציע שילר, שוק המניות האמריקאי אינו אטרקטיבי להשקעה.

לאיזה מדד להאמין?

מדר נוסף, שהוצע על ידי גורו ההשקעות וורן באפט, הוא היחס בין טך שווי השוק של כל החברות שנסחרות בבורסה האמריקאית לבין התמ"ג. באפט אומר כי כאשר ערכו של מדר זה מגיע ל-70%-80%, ההשקעה במניות נהפכת לכדאית. כיום שווי השוק של כל המניות שנסחרות בארה"ב הוא כ-95% מהתמ"ג האמריקאי – ולכן, גם לפי המדר של באפט, שוק המניות האמריקאי נראה יקר מדי.

בין 1991 ועד 2004 היה היחס בין שווי השוק של כל המניות שנסחרו בישראל לבין התמ"ג שלה פחות מ-80%, ואילו ב-2005-

« מכפיל הרווח – היחס בין שווי השוק של החברה לבין הרווח הנקי שלה – הוא אחד המדדים השימושיים והוותיקים ביותר לבחינת כדאיות ההשקעה במניות. פרי שנים רבים משתמשים במכפיל הרווח של מדר השוק (היחס בין שווי השוק של כל החברות שנכללות במדר לבין הרווח הנקי הכולל שלהן) לצורך הערכה של כדאיות ההשקעה בשוק המניות בכלל.

ואולם כתוצאה מדרך החישוב שלו, מכפיל הרווח של מדר השוק נוטה להגיע לערכים גבוהים מאוד רווקא בתקופות משבר, שבהן חברות רבות רושמות הפסדים. כתוצאה מכך, יש פרשנים המסתייגים ממדר זה בטענה שהוא אינו אינדיקטור אמין לרמת המחירים בשוק.

רוברט שילר, פרופ' לכלכלה מאוניברסיטת ייל, מפרסם מכפיל רווח מנוכה מחזוריות (Cyclically Adjusted P/E) של מדר S&P 500 – CAPE – המכפיל של שילר מחושב כיחס שבין שווי השוק הריאלי (מתואם לאינפלציה) של החברות במדר לבין ממוצע נע של רווחיהן הריאליים (גם הם מתואמים לאינפלציה) בתקופה של עשר שנים. שיטת חישוב זו הוצגה לראשונה על ידי כנג'מין גרהם, אבי תורת השק

בארה"ב היה שיעור הירידה במכפיל הרווח הממוצע כמעט זהה לשיעור הירידה במדד המניות - כלומר, לא חל שינוי ברווחיות אלא רק ירידה במחירי המניות

מכפילי רווח ממוצעים של מדדי המניות העיקריים בעולם

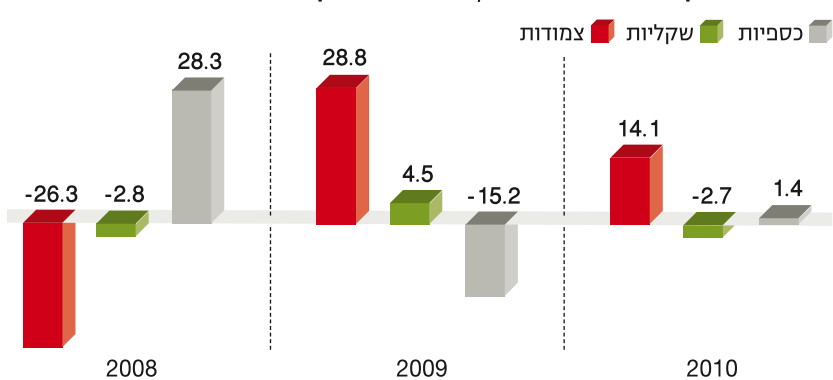
מדד	קוד	מכפיל רווח באוקטובר 2007	מכפיל רווח ביוני 2011	במכפיל הרווח השינוי	התשואה המצטברת	השינוי ברווח
ארה"ב – S&P 500	SPY	17.0	15.6	-8.2%	-7.9%	0.4%
MSCI מדינות מפותחות (ללא ארה"ב)	EFA	15.2	13.0	-14.5%	-21.6%	-8.3%
MSCI שווקים מתעוררים	EEM	18.8	13.2	-29.8%	-8.6%	30.2%

חוכמת ההמון עלולה להביא להפסדים

אפיקי ההשקעה שאליהם זורמים רוב הכספים בדרך כלל יניבו תשואות נחותות מאלה שמשיגים האפיקים שאינם נהנים מפופולריות גבוהה

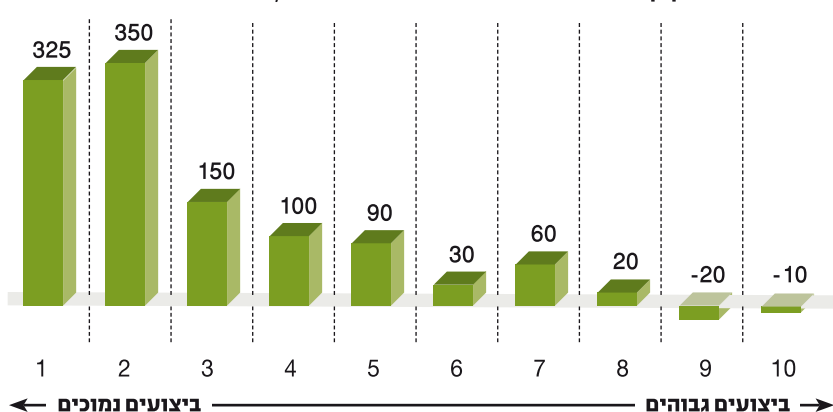
קרנות האג"ח - חניון לזמן קצר

גיוס נטו של קרנות אג"ח בישראל, במיליארדי שקלים



שנה אחת טובה - והמשקיעים נוהרים

הגיוס נטו של קרן אג"ח ביחס לאיכות הביצועים שלה, במיליוני דולרים



דולר שנה לאחר מכן.

למרות הדעה המקובלת שביצועיהן של קרנות נאמנות צריכים להיבחן בטווח זמן ארוך של כמה שנים, מסתבר שהמשקיעים (וכנראה גם היועצים שלהם) קיבלו החלטות דווקא על סמך התשואות בטווח הקצר. הנ"תונים ממחישים שמשקיעים בקרנות אג"ח בארה"ב החליפו בין הקרנות על פי התשואות שלהן בשנה האחרונה. האם התחלופה התכופה בין קרנות הנאמנות הביאה תועלת למשקיעים? כדי לבחון את השאלה הזאת השווה בלנשט את הביצועים של קרנות האג"ח ביחס לגיוס נטו שלהן. אם ההחלטות של המשקיעים לעבור בין הקר-

קרנות נאמנות שמתמחות באג"ח נהפכו לאפיק השקיעה פופולרי בשנים האחרונות. במהלך 2010 גייסו קרנות הנאמנות כ-16 מיליארד שקל, כשמתוכם כ-12.8 מיליארד שקל (80%) גויסו לקרנות האג"ח. התנודתיות הרבה של שוק המניות הבריחה את המשקיעים לאפיקים הסולידיים יותר.

אולם מסתבר שקרנות האג"ח אינן משיגות את המשקיעים כאפיק השקעה לטווח ארוך, אלא כאפיק ספקולטיבי לכל דבר. זוהי תמונת המצב שעולה מהסתכלות על הגיוס נטו של קרנות האג"ח בשלושת השנים האחרונות.

ב-2008 המשקיעים ברחו בהמוניהם מהקרנות שהתמחו באג"ח צמודות, שספגו פדיונות נטו של כ-26.3 מיליארד שקל, ועברו לקרנות הכספיות שגייסו כ-28.3 מיליארד שקל. ב-2009 התהפכה המגמה: הקרנות הכספיות ספגו פדיונות נטו של כ-15.2 מיליארד שקל, ואילו הקרנות שמתמחות באג"ח צמודות גייסו בחזרה 28.8 מיליארד שקל. ב-2010 נמשכה המגמה של גיוס נטו לקרנות שמתמחות באג"ח צמודות, הפעם על חשבון הקרנות השקליות.

מדוע מחליפים המשקיעים את קרנות האג"ח בתכיפות גדולה כל כך? מתברר כי תופעה זו של החלפה תכופה של קרנות נאמנות אינה ייחודית רק למשקיעים הישראליים. דיוויד בלנשט, מנהל המחקר בחברת Unified Trust שעוסקת ביעוץ פנסיוני, מציג ממצאים דומים מארה"ב שגם שופכים אור על הסיבה לתופעה זו.

בלנשט בדק את גיוסי הכספים של כל קרנות הנאמנות בארה"ב שהתמחו באג"ח לטווח זמן בינוני בתקופה שבין 1996-2009. הוא ערך השוואה בין הגיוס נטו הממוצע של קרן לביצועים שלה בשנה שקדמה לגיוס. ביצועי הקרן הוגדרו כעודף התשואה שהיא השיגה ביחס לתשואה הממוצעת של כל הקרנות. ההשוואה גילתה כי קיים קשר מובהק בין גיוס הכספים נטו של הקרן לביצועים שלה בשנה שקדמה לגיוס. הקרנות בעלות הביצועים הגבוהים, שנכללו בעשירון הראשון והשני, גייסו בממוצע יותר מ-300 מיליון דולר בשנה שלאחר מכן. לעומתן, הקרנות עם הביצועים הנמוכים, שנכללו בעשירון התשיעי והעשירי, ספגו פדיון נטו ממוצע של 10-20 מיליון

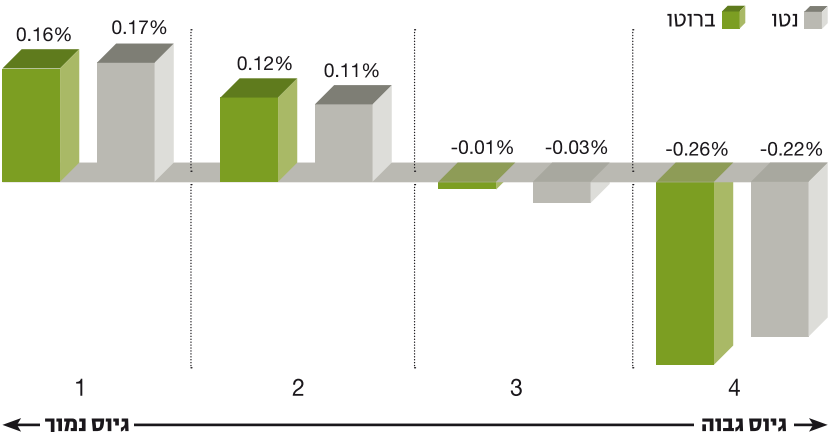


מחקר שווקים
אלי מלכי

למרות הדעה המקובלת כי יש לבחון את ביצועיהן של קרנות בטווח ארוך, מתברר שהמשקיעים בקרנות אג"ח בארה"ב החליפו קרנות על סמך שנה אחת בלבד

מצטיינות בגיוסים ואז כושלות בביצועים

עודף תשואה ממוצע של קרנות אג"ח בארה"ב ביחס להיקף הגיוס נטו בשנה הקודמת



ציידיים ונאלצנו לחפש הזדמנויות ציד כדי לשרוד.

טענה זו מקבלת חיזוק משני כיוונים. בתי ההשקעות מכוונים את מאמצי השיווק שלהם בריוק לנקודות התורפה הפסיכולוגיות שלנו, באמצעות מודעות כמו: "קרן נאמנות X השיגה תשואה דריספרתית במהלך השנה האחרונה". במקביל, יועצי ההשקעות בבנקים מתקשרים באופן תכוף ללקוחותיהם וממליצים להם לבצע שינויים בכתיקי ההשקעות שלהם בהתאם לשינויים שחלו באחרונה בסביבה הכלכלית והעסקית. ואולם מסתבר שדווקא בהחלטות שקשורות להשקעה, ההתניה הפסיכולוגית הלהיב לשינויים פועלת לרעתנו וגורמת לנו לקבל החלטות שגויות.

המחקר של בלנשט שהוצג כאן מצביע על כמה תובנות שיכולות להועיל למשקיעים:

- קרנות נאמנות הן מסלול השקעה לטווח ארוך, והחלטות לגבי ההשקעה בהן צריכות להתקבל על סמך נתונים של כמה שנים, ובעקבותיהן על סמך ההתאמה של הקרן להקצאת ההכספים שרצויה לנו.
- כלל אצבע לבחירת קרן נאמנות הוא לצמצם את החשיפה שלנו לפרסומות של בתי ההשקעות, שמציעים לנו בכל שבוע לעבור לקרן אחרת שהפגינה ביצועים גבוהים. הנתונים האמפיריים ממחישים שהשקעה לפי פרסומות מביאה נזק למשקיעים.
- לרוע המזל, גם יועצי ההשקעות אינם חסינים בפני מאמצי השיווק של בתי ההשקעות. לכן, כשיועץ ההשקעות מתקשר אליכם ומציע לכם לקנות קרן מסוימת, חשוב לברר מהי הסיבה להמלצה. אם היא נובעת מתשואות הקרן בשנה האחרונה, כדאי לסיים את השיחה בנימוס.
- בשוק ההון חוכמת ההמון אינה עובדת. אפיקי ההשקעה שאליהם זורמים רוב הכספים, בדרך כלל ייתנו תשואות נחותות ביחס לאפיקים שאינם נהנים מפופולריות.
- הכותב הוא יועץ כלכלי ועורך האתר INBEST.ORG לראות בכתוב המלצה לרכישה של נ"ע או ייעוץ השקעות

אם ההחלטות של
המשקיעים לעבור בין
הקרנות היו מוצדקות,
היינו מצפים למצוא
עודך תשואה אצל
הקרנות שגייסו יותר
מהאחרות. ואולם
מתברר שהמציאות
היתה הפוכה

כלל אצבע לבחירת
קרן נאמנות הוא
לצמצם את החשיפה
שלנו לפרסומות של
בתי ההשקעות,
שמציעים לנו בכל
שבוע לעבור לקרן
אחרת שהפגינה
ביצועים גבוהים

המסקנות למשקיעים

אחד הקשיים שאתם צריך להתמודד
 ככל משקיע בשוק ההון הוא הצורך לפעול
 בבניגוד לאינטואיציות שלו. אנחנו מורג-
 לים להגיב על השינויים במציאות שמש-
 את הציבור, ולחפש כל הזמן הזדמנויות לנצל
 את השינויים האלה לטובתנו. יש הטוע-
 נים שהצורך לחפש הזדמנויות מוטמע בנו
 עוד מהתקופה הפרה-היסטורית שבה היינו

נות היו מוצדקות, היינו מצפים למצוא עודף תשואה אצל הקרנות שגייסו יותר מהאחרות. ואולם מתברר שהמציאות היתה הפוכה ב-180 מעלות: לקרנות האג"ח שגייסו את רוב הכסף היה עודף תשואה שלילי, ואילו לקרנות שלא גייסו (או אפילו סבלו מפ"דיונות) היה עודף תשואה חיובי. כלומר, המ"עבר התכוף של המשקיעים בין קרנות האג"ח לא רק שלא הביא להם תועלת, אלא אף גרם להם להפסדים.



פסגות
בנייה ותחזוקה של מבנים בישראל

***6899**
לדעת ← לבחור

פסגות (04) מודל קצמבתי לחג שחרת קר מנסחבתי
5111364

החשבון לרשות - ודוק! מנסחבתי אמת ויחידות ומוסדל וקנסבתי* בנסחבתי שרתק מנסחבתי - מנסחבתי מנסחבתי ודוק! לחבט אנסחבתי לרשות על אג"ח מנסחבתי קנסבתי*
בשיעור חלב ינסחבתי על 140% מנסחבתי ודוק! על בנסחבתי ודוק! ודוק! אנסחבתי שרתק על אג"ח מנסחבתי קנסבתי* שרתק מנסחבתי שרתק ודוק! בשיעור חלב ינסחבתי על 40% על 40%, אך חלב אמת מנסחבתי לרשות קר

מודל קצמבתי = מנסחבתי ודוק!

מנסחבתי מנסחבתי מנסחבתי - מנסחבתי / www.pangot.co.il / מנסחבתי מנסחבתי מנסחבתי / מנסחבתי מנסחבתי מנסחבתי / מנסחבתי מנסחבתי מנסחבתי

העם דורש להוריד את דמי הניהול

דמי הניהול הגבוהים בקרנות רבות מקזזים את הצלחת המנהלים לאתר הזדמנויות השקעה. הדרך הטובה ביותר להפחיתם היא המודל שהוריד את מחירי הקוטג' שבה כל עודף התשואה שנובע מהניהול האקטיבי משולם כשכר למנהלים, אינה יוצרת שום ערך למשקיעים בה.

המסקנות למשקיעים

השאלה המטרידה היא מדוע מסכימים המשקיעים לשלם דמי ניהול גבוהים כל כך ולקבל תמורה נמוכה כל כך. המשקיע הטיפוסי בוחר את תשואות העבר של הקרן ומקבל החלטה לפיהן, אף שניתוחים אמפיריים רבים מוכיחים כי אין קשר בין תשואות העבר לתשואות העתיד. העתיד. משקיעים מקדישים הרבה פחות זמן לשאלה כמה הם משלמים עבור השירות ומה בדיוק הם מקבלים בתמורה.

ניהול השקעות מורכב משני שלבים: האחד הוא הקצאת נכסים בין מסלולי השקעה, והשני הוא בחירת הנכסים הספציפיים שמרכיבים כל מסלול. בהחלט לגיטימי לגבות תשלום עבור כל שלב, אך צריך להיות היגיון כלכלי בגובה התשלום. מדוע קרן נאמנות שמנהליה אינם צריכים לעסוק בהקצאת נכסים, אלא רק באיתור ובחירת מניות, גובה דמי ניהול גבוהים במידה רבה מקרן השתלמות שמנהליה צריכים לעסוק בשני התחומים במקביל?

כדי להמחיש כיצד התמקדות בדמי הניהול ולא בתשואות העבר יכולה לסייע למשקיעים, בדקתי את התשואה עקב הניהול האקטיבי שקיבלו המשקיעים ביחס לדמי הניהול. לשם כך חילקתי את הקרנות שמתמחות במניות ישראליות לשלוש קבוצות: דמי ניהול נמוכים (2.0%-2.6%), דמי ניהול בינוניים (2.8%-2.9%) ודמי ניהול גבוהים (3.0%-3.8%). בכל קבוצה בדקתי כמה קרנות הניבו תשואה חיובית (נטו) עקב הניהול האקטיבי. מתברר כי בקבוצת הקרנות שגבתה את דמי הניהול הנמוכים ביותר היה שיעור גבוה ביותר (60%) של קרנות שהיניבו תשואה חיובית עקב הניהול האקטיבי.

שוק קרנות הנאמנות בישראל הוא תחרותי, ולכן המפתח להורדת המחירים הוא בידי הצרכנים. הורדת מחיריהם של מוצרי החלב המחיש את כוחם של הצרכנים להשפיע על המחירים בענפים הרבה פחות תחרותיים. מומלץ למשקיעים להפעיל את אותם הכללים של צרכנות נבונה גם לגבי מוצרים פיננסיים ולהימנע מריכישת מוצרים שהם יקרים ללא הצדקה.

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

כדי לבחון את יכולתו של מנהל הקרן לאתר הזדמנויות השקעה, חילקתי את תשואות הקרן לשני מרכיבים: התשואה שנובעת מהאסטרטגיה של הקרן והתשואה שנובעת מהניהול האקטיבי שלה. כאמור, התרומה של אסטרטגיית השקעה במניות ישראליות היתה בתקופה הנדונה 6.2%, ואילו התשואה שמעבר לכך נובעת מיכולתו של מנהל הקרן לאתר הזדמנויות השקעה.

מנהלי הקרנות שהתשואה הכוללת שלהן היתה גבוהה מהתשואה שנובעת מהאסטרטגיה יצרו ערך ללקוחותיהם באמצעות בחירה מוצ'חת של מניות, בעוד שבמקרה ההפוך בחירת מניות לא מוצלחת פגעה בתשואה שהיה הלקוח יכול לקבל עקב האסטרטגיה. התשואה השני תית נטו (לאחר ניכוי דמי הניהול) עקב הניהול האקטיבי היא בין 11.4% ל-6%, והתשואה החציונית היתה בקירוב 0. מתברר שרק כמחצית מ-33 הקרנות שמשקיעות במניות ישראליות (16 קרנות) הצליחו להניב ערך למשקיעים באמצעות ניהול אקטיבי.

בחינה של התשואה עקב ניהול אקטיבי לפני הניכוי של דמי הניהול מראה שרוב מנהלי הקרנות דווקא הצליחו בבחירת מניות. התשואה השנתית ברוטו (לפני דמי ניהול) עקב הניהול האקטיבי היא בין 9.1% ל-9.1%, והתשואה החציונית היתה 2.9%. ב-20 קרנות מתוך 33 שבקבוצה (כ-61%) היתה התשואה עקב ניהול אקטיבי חיובית לפני שנוכו דמי הניהול.

במקרה שלפנינו אין למעשה עלות לאסטרטגיית ההשקעה, מכיוון שדמי הניהול על תעודות סל שעוקבות אחר מדד ת"א 100 הם אפס. כלומר, צריך לייחס את מלוא דמי הניהול שגובות הקרנות לניהול האקטיבי - קרי לבחירת המניות הספציפיות.

דמי הניהול שגבו הקרנות שמתמחות במניות ישראליות היה בין 2% ל-3.8% ודמי הניהול החציוניים היו 2.8%. התמונה המתקבלת היא שבקרן טיפוסית שמתמחה במניות ישראליות דמי הניהול "אוכלים" את כל התשואה העודפת שנובעת מהצלחת מנהלי הקרן לאתר הזדמנויות השקעה, בעוד שהלקוח אינו מקבל שום חלק מתשואה זו.

מצב זה מזכיר במקצת סיפור סטירי שכתב אפרים קישון, שמספר על מכונה חדשה ומשוכללת להכנת צ'יפס. המכונה יודעת לקלף, לחתוך ולטגן תפוחי אדמה, אבל הייחוד שלה הוא שבסוף היא גם אוכלת את הצ'יפס. בדומה למכונת הצ'יפס של קישון, גם קרן נאמנות,

"בשוק ההון יש כל הזמן הזדמנויות, צריך רק לדעת למצוא אותן", טוען תשדיר פרסומת ומפנה את המאזין לאחד מבתי ההשקעות. עיסוקם העיקרי של רוב מנהלי ההשקעות בישראל הוא איתור הזדמנויות השקעה שניתן לנצלן כדי להרוויח. ואולם, לפי הגישה המקובלת בעולם, התשואה של תיק השקעות נובעת ברובה דווקא מאסטרטגיית ההשקעה שבוחר המשקיע, שבאה לידי ביטוי בחקיקת הנכסים. לאור התמקדותם של מנהלי ההשקעות הישראלים בטקטיקה (ניצול הזדמנויות) ולא באסטרטגיה (הקצאת נכסים), מעניין לבדוק עד כמה הם מצליחים לאתר הזדמנויות השקעה.

לשם כך, בחנתי את קרנות הנאמנות שמסוגלות להתמחות מניות בארץ כללי. לכל קרנות האלה יש אסטרטגיית השקעה זהה - מניות של חברות ישראליות שנסחרות בבורסת תל אביב - והן נבדלות זו מזו רק ביכולתן לאתר את החברות שמהוות לדעת מנהליהן הזדמנויות השקעה. יתרה מזאת, קרנות אלה אינן מוגבלות למדד מניות ספציפי, ולכן יש למנהליהן גמישות מירבית בבחירת המניות שמרכיבות את הקרן. בתל אביב נסחרות 33 קרנות כאלה שלהן נתוני תשואה לשלוש השנים האחרונות (1 באוקטובר 2008 עד 30 בספטמבר 2011).

למרות הירידות בשוק המניות בתקופה האחרונה, ההשקעה במניות ישראליות בשלוש השנים האחרונות השתלמה למשקיעים. תעודת סל שעוקבת אחר מדד ת"א 100 הניבה תשואה שנתית ממוצעת של 6.2% בתקופה זו. בקבוצת הקרנות שמתמחה במניות ישראליות נעו התשואות השנתיות בין 5.9% (קרן KZI מניות של מיטב) ל-12.5% (קרן מנורה מניות), והתשואה החציונית היתה 6%.

כשדמי הניהול גבוהים - התשואה נמוכה

שיעור קרנות הנאמנות שבהן הניהול האקטיבי הניב תשואה חיובית*

שיעור דמי הניהול	מספר קרנות בקטגוריה	קרנות עם תשואה חיובית של ניהול אקטיבי	שיעור ההצלחה
2.0%-2.6%	10	6	60%
2.8%-2.9%	13	5	38%
2.8%-2.9%	10	5	50%
סך הכל	33	16	48%

*קרנות נאמנות עם התמחות מניות בארץ כללי



מחקר שווקים
אלי מלכי

המצב בקרנות מזכיר סיפור סטירי של אפרים קישון על מכונה משוכללת להכנת צ'יפס שיוצרת לקלף, לחתוך ולטגן תפוחי אדמה, אבל בסוף היא גם אוכלת את הצ'יפס



בעל הבית פותח דלתות בחו"ל

תחום: השכרת כלי רכב וליסינג שנת
הנפקה: 1993 **מיקום ההנהלה:** בני ברק
מנכ"ל: יואב הורביץ **מספר עובדים:** 810
שווי שוק: 400 מיליון שקל
הכנסות בארבעת הרבעונים האחרונים:
1.6 מיליארד שקל **רווח תפעולי בארבעת הרבעונים האחרונים:** 142 מיליון שקל
רווח נקי בארבעת הרבעונים האחרונים: 38 מיליון שקל **מחיר מניה:** 26 שקל



יואב הורביץ

300 אלף מכוניות הליסינג שמקבלים העובדים בחברות בישראל הם כ-12% מסך כלי הרכב הפרטיים שנעים בכבישי ישראל. התיירות של מאות שקלים בשווי השימוש ברכב לצרכי מס החל ב-2011 כמעט שלא השפיעה על היקפי הליסינג בישראל, והעובדים מתקשים לוותר על הפריבילגיה של רכב צמוד ממקום העבודה. חברת הליסינג היחידה שנסחרת בבורסה היא קידון רכב (לשעבר דן רכב). זו אחת מחברות הליסינג התפעולי הגדולות בישראל, עם צי ממוצע של 24.6 אלף כלי רכב וכ-1,700 לקוחות עסקיים. ב-2010 הסתכמו ההזמנות למכוניות ליסינג חדשות של קידון רכב ביותר מ-700. החברה מחזיקה בישראל במוטג האירופי אויס, שמאפשר לה להשתמש בשיטות העבודה ובמכרות המחשוב להשכרת רכב של אויס. בתחילת השנה רכשה קבוצת קידון את השליטה בקידון רכב, וכעת היא מחזיקה בה 68%. כניסתה של החברה לקבוצת קידון, המחזיקה בעסקים שונים בישראל ובעולם, עשויה לחזק אותה ולפתוח בפניה אפשרויות נוספות לצמיחה בכיוונים חדשים ומשלימים. צעד ראשון בכיוון נעשה לפני כמה חודשים כשקידון רכב רכשה פעילות סינגטית לתחומה - מחצית מחברת אוטו איטליה, בעלת הזיכיון ליבוא מכוניו מזארטי ופרארי לישראל, תמורת 10 מיליון שקל. קודם לכן רכשה החברה את זכיינית אויס באוקראינה. בקידון רכב החלו בשנה האחרונה בתהליך של טיוב תיק הלקוחות ושיפור צי הליסינג. צי קטן יותר ואיכותי המשמש לקוחות איכותיים דורש פחות תחזוקה והוא רווחי יותר. כחלק מהתהליך מוכרים בקידון אלפי כלי רכב מהצי, שמייצרים מזומנים ומגדילים את תזרים החברה. ב-2010 מכרה החברה יותר מ-9,000 כלי רכב מצי הליסינג. בשל גודל הצי, בקידון רכב מעדיפים שלא לבטח את כל הצי, מה שחוסך לחברה עלויות ומדרבן אותה להגדיל את הפיקוח על עבודת השמאים במקרים של תאונות. במקביל, לקידון רכב פעילות של השכרת מכוניות, המכוונת לתיירים, ללקוחות פרטיים ולחברות ביטוח הנדרשות להעמיד למבוטחים כלי רכב חלופיים. ב-2010 החזיקה החברה בצי השכרה של 6,350 מכוניות. מניית קידון רכב סובלת מסחריות נמוכה - מחזור יומי ממוצע של כ-100 אלף שקל. כיום נסחרת המניה מתחת להון העצמי שלה, המשקף לחברה מכפיל הון של 0.8 ומכפיל רווח של 11.3.

נועם בר

נסחרת מתחת להון העצמי

מניית קידון



דמי הניהול לא שווים את הניהול

דמי הניהול והתשואות של קרנות נאמנות עם התמחות מניות בארץ כללי

הקרן	דמי ניהול	תשואה מ-1.10.2008 עד 30.9.2011	תשואה עקב אקטיבי (נטו)	תשואה עקב ניהול אקטיבי (ברוטו)
אילון מניות	2.8%	1.1%	6.2%	-2.1%
פסגות מניות ישראל	2.6%	9.3%	6.2%	5.7%
יובנק מניות כללי	2.6%	4.9%	6.2%	1.5%
אפטילון 364	3.5%	3.9%	6.2%	1.4%
אוריון מניות ישראל	2.5%	2.9%	6.2%	-0.6%
תמיר פישמן	2.9%	-2.1%	6.2%	-5.1%
רוטשילד ישראל	2.8%	7.0%	6.2%	3.7%
כלל מניות	2.4%	8.1%	6.2%	4.4%
אוליסט מניות	3.8%	6.9%	6.2%	4.6%
אלומות מניות כללי	3.2%	2.7%	6.2%	-0.1%
מנורה	2.8%	12.5%	6.2%	9.1%
אור ת"א	3.4%	2.0%	6.2%	-0.5%
הראל ביא	2.8%	6.2%	6.2%	2.9%
אקסיומה מולטיבינאר	2.8%	6.5%	6.2%	3.2%
MORE מניות קרן נאמנות	2.8%	9.0%	6.2%	5.6%
KZI מניות	2.5%	-5.9%	6.2%	-9.1%
דש מניות פרימיום	3.5%	6.0%	6.2%	3.5%
פיטנגו	2.8%	-3.1%	6.2%	-6.1%
אקסלנס מניות 03	2.8%	2.6%	6.2%	-0.6%
מגדל	2.9%	2.8%	6.2%	-0.3%
דש	3.0%	12.2%	6.2%	9.0%
כוון ישראל	2.8%	2.4%	6.2%	-0.8%
ילין	2.5%	8.9%	6.2%	5.2%
מנורה מבטחים יהלום	2.5%	8.4%	6.2%	4.7%
אקסלנס מניות פרימיום	2.9%	-3.0%	6.2%	-5.9%
אפיקים מניות	2.0%	5.6%	6.2%	1.4%
אי.בי.אי מניות	2.3%	11.4%	6.2%	7.4%
מגדל מניות מיקוד 03	2.5%	7.8%	6.2%	4.2%
מיטב	3.5%	7.8%	6.2%	5.2%
אלטשולר סופה	3.4%	10.6%	6.2%	7.9%
מאור-לוסקי	3.2%	1.7%	6.2%	-1.0%
כלל מניות ערך דיווידנד	3.0%	8.4%	6.2%	5.3%
מנורה TOP IL STOCKS	2.9%	1.9%	6.2%	-1.1%
חציון	2.8%	6.0%	6.2%	-0.2%
מקסימום	3.8%	12.5%	6.0%	9.1%
מינימום	2.0%	-5.9%	-11.4%	-9.1%

מי שחוסך ל-30 שנה צריך למלא את התיק במניות

מודל פשוט של חיסכון לפנסיה המבוסס על נתוני עבר בבורסות העולם מראה שבחיסכון לטווח ארוך מרכיב גדול של מניות בתיק הוא הכרח. בישראל, למרבה הצער, מרכיב המניות נמוך מ-30% | **אלי מלכי**

וב האנשים משקיעים זמן ואנרגיה בחיפוש אחר בית השקעות שינהל את חסכונותיהם. הרבה פחות מחשבה הם מקדישים, אם בכלל, להרכב החיסכון שלהם. זו שגיאה נפוצה, משום שלווחות בית ההשקעות יש הרבה פחות השפעה על התשואה והסיכון מאשר לקביעת הרכב החיסכון – החלטה שנמצאת בידיים של כל חוסך.

בחינה של הרכב החיסכון של הציבור הישראלי מראה ששתי ההשקעות פועלים בדרך כלל כשירט העדר: רוב מכשירי החיסכון המקובלים לטווח בינוני וארוך מורכבים מ-20%-30% מניות והשאר אג"ח. זהו הרכב הנפוץ ביותר בקרב קרנות ההשקעות תלמות, קופות הגמל וקרנות הפנסיה. לאור חשיבותו הרבה של הרכב החיסכון לקביעת התשואה העתידית, חשוב לשאול: האם תיק השקעות שבו 25% מניות ו-75% אג"ח הוא אכן אופטימלי? כרי לענות על שאלה זו בניתי מודל שמאפיין לחוסכים לקבוע את הרכב החיסכון הרצוי על פי טווח ההשקעה והעדפות הסיכון שלהם. המודל מבוסס על מחקר של פרופ' חווייר אסטרדה מבית הספר לניהול באוניברסיטת ברצלונה. אסטרדה

בתי ההשקעות פועלים לרוב בשיטת העדר: כמעט כל מכשירי החיסכון לטווח בינוני וארוך מורכבים מ-20%-30% מניות והשאר אג"ח. לאור חשיבות הרכב החיסכון, חשוב לשאול: האם זהו אכן תיק השקעות אופטימלי?

מערכת שמוקמת בימים אלה ותאפשר העברת מידע וכספים בשוק החיסכון הפנסיוני בין כל הגופים המוסדיים הפועלים בו.

אנשים חוסכים כיום בכמה גופים ובכמה תוכניות, בהתאם לתזוזות בין מקומות עבודה, ולעתים מאבדים מגע עם חלק מהכספים שחסכו. המסלוקה הפנסיונית, שתתחיל לפעול בשנה הקרובה, תאפשר לחוסכים לאתר את הכספים שלהם בהקשת תעודת זהות וסיסמא, בתהליך פשוט שלא היה קיים עד כה. המסלוקה תאפשר לאתר ביתר קלות גם כספי עיצובנות של מתים שבני משפחתם לא ידעו על קיומם.

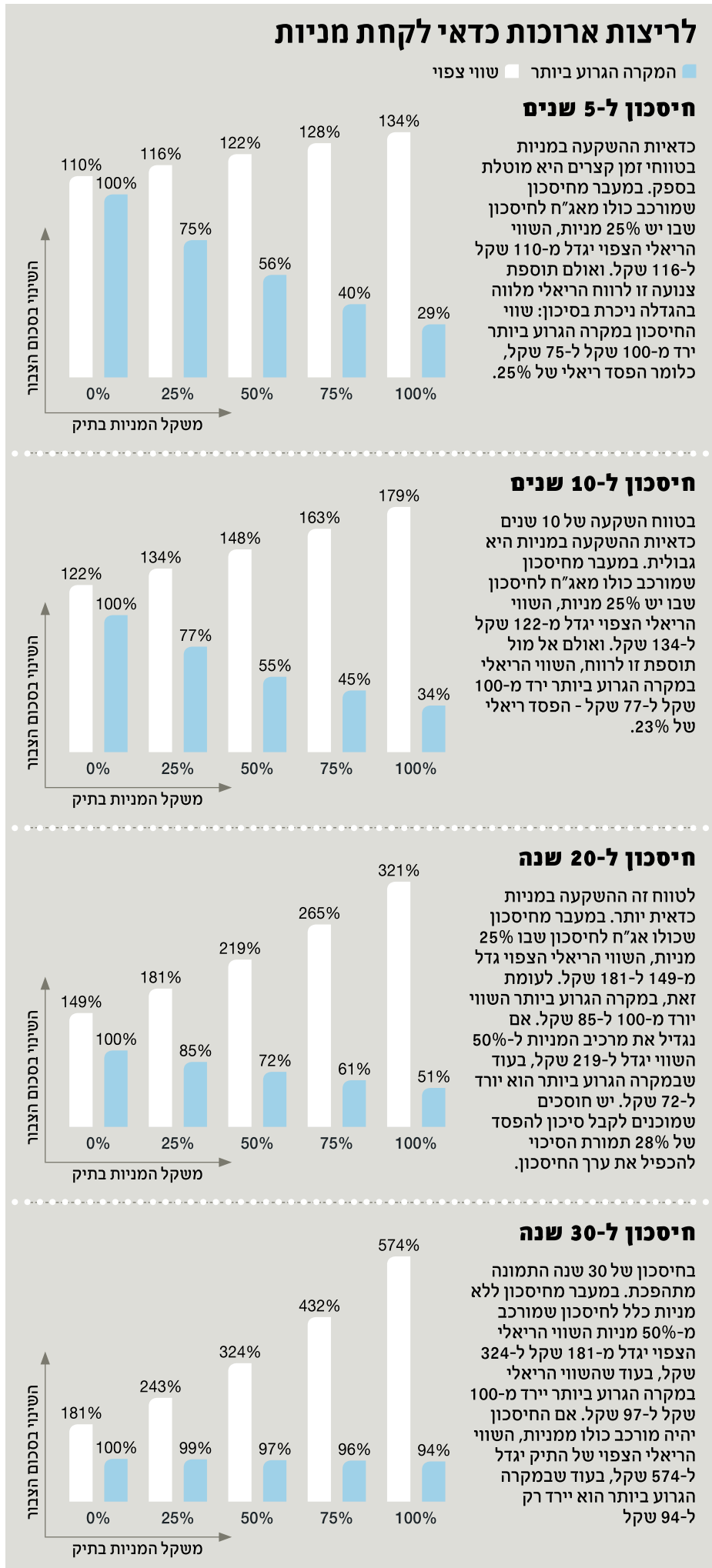
בר, באג"ח צמודות מדר ממשלתיות או קונצרניות בדירוג גבוה.

3. שיעורי התשואה הריאליים הצפויים הם כממוצע: 6% במניות ו-2% באג"ח צמודות.

4. התשואה הריאלית של אג"ח צמודות במקרה הגרוע ביותר היא 0%.

המודל מציג את השווי הריאלי הצפוי של 100 שקל שיושקעו בכל אחד מהתיקים, במקרה ה"ס" ביר" (לפי התשואות הצפויות) ולפי "המקרה הג"רוע ביותר", בהתאם לממצאים האמפיריים מהעבר. באופן זה ניתן לבחון את היחס בין הרווח הצפוי להפסד המרבי, בהתאם לטווח החיסכון שרצוי לחוסך.

הכותב הוא יועץ כלכלי ועורך אתר INBEST, המציע קופות גמל, קרנות השתלמות ותיקי השקעות בניהול בית ההשקעות הסי-אריזים



בחינת הרכב החיסכון של הציבור הישראלי מראה ששתי ההשקעות פועלים לרוב בשיטת העדר: רוב מכשירי החיסכון לטווח בינוני וארוך מורכב מ-20%-30% מניות והשאר אג"ח. לאור חשיבותו הרבה של הרכב החיסכון, חשוב לשאול: האם זהו אכן תיק השקעות אופטימלי?