

ממחשבה נכונה

להשקעה נבונה

ד"ר ערן נוטע

קוואלטי הנדסה פיננסית

2015

על המחבר:

ערן נוטע בוגר תואר ראשון B.A בכלכלה ומנהל עסקים בהצטיינות, אוניברסיטת חיפה.
תואר שני MSC באבטחת איכות ואמינות בהצטיינות (הפקולטה לתעשייה וניהול), הטכניון חיפה.
תואר שלישי D.B.A - (Doctor of Business Administration).

West Coast University (WCU). Dissertation: Evaluation of the International Standard for Inspection Bodies and comparison with Israeli's regulations for investment portfolio management.

בעל רישיון ניהול תיקי השקעות מטעם הרשות לניירות ערך.
פעיל בצורה מקצועית בשוק ההון משנת 1995. ממקימי השלוחה הצפונית של החברה המרכזית לני"ע שלימים נרכשה על ידי מגדל והפכה להיות מגדל שוקי הון. ערן נוטע הקים מספר בתי השקעות בארץ וניהל לאלפי לקוחות את תיקי ההשקעות שלהם לאורך השנים, הגה ופיתח מוצרי השקעה מהמיוחדים והמתחכמים בשוק ופיתח מתודולוגיות השקעה אשר הוכיחו עצמן לאורך השנים. כל זאת לצד חקירה מעמיקה וניתוח מתמיד של השווקים בארץ ובעולם.
ערן נוטע משמש היום מנכ"ל בחברת קוואלטי הנדסה פיננסית, הפעילה במספר תחומים עיקריים, יזמות והשקעה בנדל"ן, השקעות בשוק ההון, וניהול מספר שותפויות מוגבלות.
ערן נוטע חיי בחיפה נשוי ואב לשלושה ילדים.

תוכן העניינים:

5	מבוא
6	מה תעשה הבורסה ב 23 השנים הבאות?
9	זה הכול פסיכולוגיה!
11	האיש שחזה את משבר המניות בשנת 2008 צופה מפולת בעתיד! - להאמין או לא להאמין?
13	השקעה לטווח ארוך מהי?
15	מכפיל הכסף (Money Multiplier) בעירת איכרים קטנה
17	חיזוי השוק על פי פרמטרים מאקרו כלכליים
19	מכפיל רווח ממוצע היסטורי של מדד מניות, כאינדיקציה לתמחור שוק המניות
21	השקעות מונחות אינסטינקטים
22	המשקיע הנבון
24	האם מניות עם מדיניות חלוקת דיבידנד, יקרות?
27	"מיצוץ ערך קבוע" במדד ת"א 25
30	מכפיל מכירות וג'יימס אושונסי
33	מניות כבדות ואיטיות או מניות טכנולוגיה זוהרות?
37	מדד מניות במשקל שווה (EW) וגישת השקעות הערך!
40	החזיר שורד
41	למה בתי השקעות בישראל אינם משקיעי ערך?
45	יעילות של מדד משקל שווה (EW) במדדים מוטי טכנולוגיה וצמיחה
50	השקעות על בסיס תשואת הדיבידנד
52	פיזור או ריכוז?
54	נדל"ן בארה"ב דרך שוק ההון
58	תכירו את מר שוק
59	כה אמרו ה"גורואים" של וול-סטריט- נקודות היסטוריות
62	תעתועי המוח ומר שוק
64	לא לכל תנודה בשוק יש הסבר
66	האתגרים העומדים מול מנהל קרנות נאמנות

68	נגזרים פיננסים ככלי עזר למשקיע הערך
70	אלופי הערך
74	סיכון מול סיכוי אצל משקיע ערך- לא מה שמלמדים באוניברסיטה
77	מה בין בנג'מין גראהם ובין כלכלה התנהגותית?
79	הקשר בין מכפיל רווח לתשואת הדיבידנד
81	שיעור הצמיחה החזוי לחברות על פי מחירן בשוק
84	מכפיל הון- כמודל לבחירת מניות
86	מכפיל רווח מנצח את הדאו
88	הקשר בין מכפיל הרווח לבין ריבית חסרת סיכון
91	תמחור הסיכון
95	מודל ארבעת הפקטורים
97	בחירת תיק על פי מודל ארבעת הפקטורים
99	סוף דבר
	מאמרים שפורסמו בתקשורת
101	S&P משקל שווה הניב 6% יותר מהמדד רגיל, בלי סיכון עודף רב (גלובס)
102	על חד גדיא ושוק ההון: האם תיווצר בישראל בועת נדל"ן? (גלובס)
104	טור אביבי לאחרי החגים: על הקשר בין זיתים, וורן באפט והשקעות ערך (טלנירי)
105	האם אבד הכלח על מדיניות השקעה במניות לטווח ארוך? (גלובס)
106	זה הזמן לדה־רגולציה בבורסה (דה מרקר)
108	האם "המודל הדינמי" הוא הפתרון למי שלא מסוגל להשקיע לטווח ארוך? (פאנדר)
112	או או... איך שגלגל מסתובב לו (קפה דה מרקר)

מבוא

לאורך כל שנותיי המקצועיות כמנהל חדרי מסחר, מנהל השקעות וכמנכ"ל של בתי השקעות, נוכחתי לגלות כי בניגוד למודלים הכלכליים הטהורים הנוהגים להתייחס למשקיע כרציונאלי, בפועל אנשים נוטים לפעול באופן מוטעה. אנשים מנסים לנחש באופן עקבי מה יהיה בשוק ופועלים לפי ניחוש זה, מתבססים על שיטות שלא הוכיחו עצמן מעולם, ומקבלים אין סוף החלטות מוטעות השלופות מהבטן. כמנהל השקעות תמיד טענתי שתפקידי הראשון הוא לשמור על הלקוח מפני עצמו. שהרי אם הלקוח עצמו ינהל את כספו ישנה סבירות גדולה שהוא יחרוג ממדיניות ההשקעות שהוא קבע לעצמו מראש. הסבירות שהלקוח יגדיל את הסיכון בתיק השקעותיו לאחר גל עליות, יקטין את חשיפתו למניות דווקא אחרי ירידות חדות או יתפתה להיחשף למכשירים ממונפים ומסוכנים היא גבוהה.

נחשפתי לתכונות אלו בכל תפקיד שמילאתי בשוק ההון בקרב הלקוחות ואפילו בקרב העובדים. לקוחות שנתנו את כספם לניהול, נהגו לשנות את מדיניות ההשקעות לעיתים קרובות, כמובן שבדרך כלל שינויים אלו היו בעיתויי הכי לא נכון. אנשים נהגו לבדוק כל הזמן את תיק ההשקעות שלהם בתדירות חסרת כל היגיון. כל הדברים האלו יחדיו הביאו אותי לאורך השנים להמשיך ללמוד ולהעמיק בתחום בכדי למצוא את הדרך הנכונה לפעול, דרך מוכחת רציונאלית ונטולת רגשות, כדי להצליח להשיג תשואות טובות.

למידה רבת שנים זו הביאה אותי לחקור כמות גדולה של מודלים כלכליים וקריאת מאמרים בתחום כלכלה התנהגותית. הבנתי שאם אלמד על חסרונותינו אנו, בני האנוש, אולי אדע להתמודד איתם בצורה מושכלת ונבונה.

הספר "מחשבה נכונה להשקעה נכונה", הינו קובץ מאמרים אשר נכתבו על ידי חלקם מסכמים מאמרים וגישות שפותחו על ידי טובי הכלכלנים, המשקיעים והפסיכולוגים בעולם, וחלקם הם סיכום של בדיקות ומחקרים אמפיריים שבוצעו על ידי.

אוסף מאמרים זה, מלמד בצורה ברורה כי הדרך להשקעה נכונה תלויה במספר גורמים עיקריים, הצמדות לדרך השקעה נכונה וברורה שהצליחה לאורך שנים, דרך מובנת שאינה משלבת כל רגש באופן קבלת החלטות. הבנה שאנו המשקיעים איננו נביאים ואיננו יודעים לחזות את העתיד, וגם אם הצלחנו בניבוי זה בעבר אין זה אומר שנצליח גם בעתיד ולכן יש להיצמד לפרמטרים פיננסיים בלבד. גורם נוסף חשוב המהווה את המכשול הגדול ביותר, הוא הרצון להרוויח מהר וללא כל סבלנות.

אני מקווה שאתם הקוראים תעשירו את ידיעותיכם בזכות ספר זה ותיהנו מקריאתו.

מה תעשה הבורסה ב 23 השנים הבאות?

מדד המעו"ף הושק לפני 23 שנים, בתחילת שנת 1992 ברמה של 100 נקודות. במשך 23 שנות קיומו עלה מדד המעו"ף לרמות של 1450 נקודות, תשואה מצטברת של 1350%. תשואה פנומנאלית לכל הדעות וגבוהה יותר מהתשואות שהושגו בשווקי ארה"ב, שעלו בשנים אלו פי 5 לערך.

השאלה שנשאלת: למה במדינת ישראל התשואה הייתה חזקה יותר מארה"ב והאם מצב זה יתקיים גם בהסתכלות קדימה ל 23 השנים הבאות?.

ה 23 שנים האחרונות שעברו על מדינת ישראל היו מלוות באין סוף אירועים פוליטיים וביטחוניים בתוך גבולות המדינה ובסביבתה- המזרח התיכון.

מדינת ישראל עברה מספר מלחמות גם בגבול הצפוני וגם מלחמות מבצעים ואירועים ביטחוניים שהתרחשו בגבולות הקו הירוק ועזה.

מספר מפולות ומשברים כלכליים היו בתקופה זו, המשברים הגדולים ביותר התרחשו בשנת 2000 משבר בועת ההיי-טק ובשנת 2008 משבר הסב פריים בארה"ב, אשר גררו את השווקים בעולם ובארץ לירידות חדות של כ 50%. בתקופה זו התחלפו ממשלות, ראש ממשלה נירצח (רבין) ראש ממשלה אחר קיבל אירוע מוחי (שרון), המדינות השכנות שלנו עברו טלטלות ואירועים מדיניים שהביאו לנפילת שליטים ומרידות. כל אירוע אקסוגני כזה הביא בתקופה מסוימת לגל ירידות בשווקים ולפסימיות בקרב המשקיעים, אך עדיין בשורה התחתונה המדד נתן תשואה חלומית.

התשובה לשאלה זו טמונה במשק הישראלי. צריך לזכור שמדובר במשק קטן משק, שלמרות הבעיות הסביבתיות והביטחוניות, הינו משק שצומח ושעיקר הצמיחה באה מכיוון גידול באוכלוסיה. מעבר לגידול באוכלוסיה חלו שינויים גם באופי התעשייה והייצור בארץ שנבעו משינויים והתפתחויות טכנולוגיות ובעיקר משינויים מאקרו עולמיים. השיפור הטכנולוגי הביא לגידול בכמות החברות עתירות טכנולוגיה ולקיטון בתעשיות עתירות כוח אדם אשר מרכזי הייצור שלהן עברו למזרח הרחוק.

הדבר הבולט ביותר שניתן לשים עליו אצבע ולומר שהוא השתנה בצורה מהותית לאורך השנים, והוא בהחלט גורם דומיננטי המשפיע על המבנה הכלכלי במדינה, זה השינוי המהותי בכמות האוכלוסייה שחייה בארץ.

משנת 1992 ועד היום חל גידול של כ- 66% בכמות האוכלוסייה שחייה בישראל. האוכלוסייה גדלה מרמות של חמישה מליון איש לשמונה מליון ושלוש מאות אלף איש החיים היום בישראל. גידול באוכלוסיה משנה את פני המפה הכלכלית של מדינה, הצריכה משתנה, יש צורך בבניית

שכונות, ערים ותשתיות, הרחבת כבישים ובניית כבישים חדשים, הגדלה ובנייה של בתי ספר ומוסדות השכלה, בתי חולים, הגדלה של תחנות כוח ובנייה של תחנות כוח נוספות, יותר חנויות, יותר מוצרים, יותר מכוניות, בעצם הכול משתנה- והמדינה צריכה להשתנות על מנת לספק את הצרכים של האוכלוסייה הגדלה.

ובכן אין ספק כי הגידול באוכלוסייה מהווה את הגורם הדומיננטי בהתפתחות כלכלת ישראל ועל כן בכדי לענות על השאלה מה יהיה פה ב 23 השנים הבאות צריך להבין ולנתח את השינויים שיהיו באוכלוסיית ישראל בשנים אלו.

פרופ' דוד פסיג המתמחה בחיזוי מגמות טכנולוגיות, חברתיות וחינוכיות, מאוניברסיטת בר אילן מנתח ומתאר בספרו " 2048 " את השינויים שיחולו במדינת ישראל וסביבתה עד שנת 2048 ואיך תיראה מדינת ישראל במחצית המאה ה 21.

בספר מתאר פרופ' פסיג את השינויים שיחולו במדינה גם בהיבט הביטחוני והמדיני, אם כי לנושא זה אני לא מתייחס.

א. ההיסטוריה הוכיחה לא פעם שקשה היה לחזות את התפרצותן של מלחמות (דוגמת מלחמת יום הכיפורים).

ב. על פי התנהגות השווקים ב 23 השנים האחרונות ראינו שמלחמות מקומיות אשר אינן מהוות איום קיומי על מדינת ישראל אינן משפיעות על השווקים לאורך זמן.

ולכן אתמקד בדמוגרפיה של מדינת ישראל ע"פ פרופ' פסיג.

מכל המדינות המערביות והמפותחות, לישראל האוכלוסייה הצעירה הגדולה ביותר. מאפיין שני של דמוגרפיית מדינת ישראל מתבטא בשיעור הפרייון הכולל לאישה, אשר נאמד במספרים מהגבוהים במדינות העולם, ובכלל זה מדינות באזור הסכסוך הישראלי ומעבר לו. גם בקרב האוכלוסייה הפלסטינית שיעור הפרייון עומד על 2.08 במוצע לאישה ודומים פחות או יותר לאלה של האוכלוסייה הירדנית.

באופן כללי, כ- 45% מכלל האוכלוסייה הישראלית, ללא הבדל דת ומין, מרוכזת מגיל 0 עד 25. ברוב המדינות המערביות והמתועשות קבוצות הגיל הגדולות יותר הן הקבוצות הבוגרות. מדינת ישראל היא המדינה המערבית והמתועשת היחידה שפזורה האוכלוסייה שלה יוצא דופן כל כך. שיעור הפרייון הכולל בישראל, לפי הנתונים שהלשכה לסטטיסטיקה מפרסמת, נמצא במגמת עלייה. בשנת 2007 שיעור הפרייון הגיע לרמה של 2.90, בשנת 2005 שיעור הפרייון עמד על 2.84 ובשנת 2006 עמד על 2.88. כמו כן ישנה עלייה מתמדת בשיעור הפרייון בקרב הנשים היהודיות לצד ירידה בשיעור הפרייון בקרב נשים מקבוצות הדת האחרות. פקטור נוסף בגידול האוכלוסייה היא העלייה המתמדת בתוחלת החיים.

התפתחויות דמוגרפיות אלו מביאות את פרופ' פסיג להערכה כי מדינת ישראל לפי החלופה

הבינונית תמנה בשנת 2050 כ-15 מליון נפש, מתוכם כ-12 מליון יהודים. מניסיון העבר תמיד התבדו החלופות הנמוכות והבינוניות, לפחות בכל הקשור לשיבת ציון, והחלופות הגבוהות התבררו כממשיות מאוד. אם ניקח למשל תסריט פרוע שבו האנטישמיות החדשה מקבלת מימדים מבעיתים, והיא דוחפת גלי עלייה גדולים ב-40 השנים הבאות, לא יהיה מופרך כלל להניח שסך כלל האוכלוסייה תגיע ל-18 מליון נפש שמתוכם 15 מליון יהודים. המשמעות של הנתונים הללו היא שלקראת 2048 תמנה האוכלוסייה של מדינת ישראל 15-20 מיליון איש. זו תהיה אוכלוסייה צפופה המורכבת מכמות גדולה של צעירים.

מתוך כל הנאמר ניתן להבין כי ע"פ הערכות, אוכלוסיית ישראל תגדל ביותר מ-100% בשלושים השנים הבאות. גידול זה באוכלוסייה מחייב את המדינה להיערך מראש לשינויים, ומחייב כמובן פיתוח של המדינה בקצב מהיר ורחב מאוד.

אין לי ספק שאם גידול באוכלוסייה של כ-3.3 מליון איש בעשרים השנים האחרונות הביאה לצמיחה כלכלית ועלייה במחירי הדיור והנדל"ן בארץ, המגמה הזאת תמשיך ותקבל תאוצה אף חזקה יותר אם יחול גידול של מעל 8 מליון איש בשלושים השנים הבאות.

זה הכול פסיכולוגיה!

לא פעם שומעים מפעילים בשוק ההון את המשפט: "כי הכול זה פסיכולוגיה של המשקיעים", שהרי אין דרך אחרת להסביר תנודות שוק יומיות ושינויים בשווי של חברות בעשרות או במאות מיליוני דולרים ביום, ללא כל התפתחות חיובית או שלילית אשר ארעה בחברה.

תחום הפסיכולוגיה של משקיעים הינו תחום שהתפתח ומהווה בסיס למחקרים רבים בעשרים השנה האחרונות, כשפורצי הדרך בתחום הינם: פרופ' דניאל כהנמן חתן פרס נובל בכלכלה בשנת 2002 ופרופ' עמוס טרבסקי ז"ל, מפתחי תורת הכלכלה ההתנהגותית- ענף של פסיכולוגיה חברתית המתאר התנהגות אנושית בקבלת החלטות תחת סיכון (אי-ודאות).

על פי מחקריהם של כהנמן וטרבסקי ישנן שתי תכונות עיקריות המאפיינות משקיעים וגורמות להן לתחושה של אשליה של שליטה, אופטימיות וכישורים מוגזמים שהם נוטים ליחס לעצמם. כך למשל נשאלו המשתתפים במחקריהם של כהנמן וטרבסקי על מה סיכוייהם וסיכוי שכניהם לחלות במחלת הסרטן, או שיהפכו לאלכוהוליסטים. החלק המכריע של הנשאלים היה אופטימי הרבה יותר ביחס לעצמם בהשוואה לסיכויים שיש לשכניהם לחלות או להתמכר למשקאות אלכוהוליים. הכישורים המוגזמים שאנשים נוטים לייחס לעצמם השתקפו היטב כאשר הנשאלים התבקשו לדרג את איכות הנהיגה שלהם. 80%-90% מהם ענו כי הם משתייכים לעשירון השני בטיבו בקרב הנהגים.

האופטימיות וכישורי היתר אשר משקיעים נוטים לייחס לעצמם מובילים לאימוצה של תכונה מסוכנת- אשליה של שליטה במצב.

ממחקריו של כהנמן מסוף שנות ה-90 עולה כי מרבית המשקיעים שחקר היו משוכנעים כי רמות השערים שהיו אז בשוק האמריקאי היו מנופחים ושסופה של הבועה להתפוצץ. אם זאת, החלק המכריע של משקיעים אלו סבר כי יצליח להימלט בזמן ולעבור בשלום את המפולת, מסקנה שהיא כמובן מופרכת.

על פי מחקריו של כהנמן דווקא אלו שהצליחו לנתח בצורה הטובה ביותר את דרגת השליטה שלהם על ההתרחשויות, היו אלו אשר סבלו באותה תקופה מדיכאון קליני (יציבות וחוסן נפשי אם כן אינה תכונה המיטיבה עם משקיעים).

אחד מתלמידיו של כהנמן ביצע מחקר בקרב עשרת אלפים משקיעים פרטיים מוול סטריט. המחקר בחן מקרים בהם משקיעים מכרו מניות וזמן קצר לאחר מכן רכשו מניות אחרות במקומן. העובדה כי בוצעה רכישת מניות אחרות במועד סמוך למועד מכירת המניות מעידה על כך כי משקיעים אלו לא היו זקוקים לכספים נזילים אלא ביצעו פעולות אלו מתוך הבנה כי הפעולה מהווה צעד כלכלי נכון. מתוצאות המחקר עלה כי המניות שנמכרו מתיק ההשקעות הניבו תשואה

טובה יותר מהמניות שנרכשו בתקופה זו (במהלך שנתיים המניות שנמכרו השיגו תשואה ממוצעת של 3.4% יותר מתשואת המניות שנרכשו). אך למרות תוצאות אלו חלק גדול מהמשקיעים היו שבעי רצון מהמהלך שהם ביצעו, תוך התבססות על כך שהמניה שנרכשה השיגה עבורם תשואה חיובית, ותוך התעלמות מההפסד התיאורטי שנגרם להם.

תופעה נוספת שעלתה ממחקריו של כהנמן נוגעת בחוסר ההיגיון של המשקיעים כאשר המניות שנרכשו אינן מוכיחות את עצמן. המשקיעים נוהגים למכור מניות רק במידה והם הרוויחו עליהן, ופעמים רבות סופגים הפסדים, ונמנעים מלבצע מעבר למניות אחרות אטרקטיביות יותר.

גם בנושא טווחי ההשקעה במניות חוסר ההיגיון של המשקיעים בא לידי ביטוי. מחקרים רבים מוכיחים כי השקעה במניות לתקופה הקצרה משנה אחת הינה השקעה מסוכנת שסיכויי ההפסד בה גבוהים, ואילו השקעה ארוכת טווח במניות מעלה את ההסתברות לרווח (השקעה במניות לתקופה של 20 שנה הניבה ב 80 השנים האחרונות רווחים גבוהים לפי מחקרים שנעשו על שווקי המניות בארה"ב). למרות מידע זה הידוע בקרב המשקיעים ישנה נטייה להשקיע במניות לטווחי זמן קצרים, ודווקא חסכוניות ארוכי טווח להשקיע באפיקים סולידיים. תופעה נוספת שבאה לידי ביטוי בתכנון פיננסי לקוי היא בתופעה נפוצה של חיסכון באפיקים סולידיים ובמקביל נטילת הלוואות בריביות גבוהות יותר מאשר ריבית החיסכון.

ממחקריו של כהנמן עולה נקודה נוספת של משקיעים הנוטים להאשים אחרים בהפסדיהם. המשקיעים מרגישים בדיעבד כי הם ידעו על הצפוי להתרחש ומחפשים אשמים להפסדיהם. לרוב הם אינם מוצאים את האשם בהם עצמם, אלא ביועץ ההשקעות שלהם.

מחקריו של כהנמן מוכיחים כי רב הפעילים בשוק ההון הטוענים כי "הכול זה פסיכולוגיה של משקיעים" אכן צודקים.

האיש שחזה את משבר המניות בשנת 2008 צופה מפולת בעתיד! - להאמין או לא

להאמין?

לעיתים קרובות אנו קוראים או שומעים בתקשורת הערכות של אנליסטים מאקרואיסטים ומנהלי כספים לגבי שוק המניות ותחזיות עתידיות שלהם לגבי מדדי המניות. לא פעם הקרדיט שניתן לאותו חזאי היא הצלחתו בניבוי מפולת כזו או אחרת לאורך ההיסטוריה המקצועית שלו.

הכותרת שמופיעה היא בדרך כלל בסגנון אדון X חושב שהשוקים צריכים לרדת כך וכך אחוזים, X חזה את המפולת שהייתה בשנת 2000 או 2008 וכו'.

נשאלת השאלה האם אדם שהצליח בעבר לחזות מפולת בשוקי המניות מגדילה את הסיכוי ומהימנות החיזוי שלו לגבי מפולות עתידיות. יתכן כי לאורך ההיסטוריה המקצועית שלו הוא חזה עוד כמה מפולות של שווקים אשר לא התרחשו כלל ובאחת ההערכות הפסימיות שלו הוא הצליח לקלוע לסיטואציה שהתרחשה.

בנושא זה ישנה התייחסות מעניינת בספרו של ד"ר נסים ניקולס טאלב, "תעתועי האקראיות הופעתו של הברבור השחור בשוקי ההון (ובחיים)".

טאלב ממחיש את הנושא בדוגמא מספרית אשר אציג אותה כאן.

נניח כד ובו 100 כדורים, 45 שחורים, 55 אדומים. המטרה לתת לקבוצת מנהלי כספים המונה 10000 איש לשלוף כדור בכל סיבוב ולהחזיר אותו לכד, היחס בין הכדורים האדומים לשחורים נשאר קבוע. אם אדם הוציא כדור שחור הוא הרוויח 10000 דולר ואם הוא הוציא כדור אדום, הוא מפסיד 10000 דולר. כלומר המנהל צפוי אפוא להרוויח 10000 דולר בהסתברות של 45 אחוזים ולהפסיד 10000 בהסתברות של 55 אחוזים. בממוצע המנהל יפסיד 1000 דולר בכל סיבוב, אבל זה רק בממוצע. המשחק מתקיים פעם בשנה.

על פי הנחות משחק זה, נצפה למצוא בסוף השנה הראשונה 4500 מנהלים עם רווח (45 אחוזים מהקבוצה), בסוף השנה השנייה יהיו 2025 מנהלים עם רווח מצטבר של 20 אלף דולר - 45 אחוזים מה 4500 המנהלים שהצליחו בשנה הראשונה. בסוף השנה השלישית יהיו 911 איש עם רווח מצטבר של 30 אלף דולר, בסוף השנה הרביעית יהיו 410 מנהלים שגרפו רווח מצטבר של 40 אלף דולר ובסוף השנה החמישית יהיו 184 איש עם רווח מצטבר של 50 אלף דולר וכן הלאה. לאחר עשור של משחק יישארו כ- 3 מנהלים שהצליחו לאורך כל עשר שנות המשחק וגרפו רווח מצטבר של 100 אלף דולר.

אותם מצליחנים מהווים 0.03% מקבוצת המדגם הראשונית ובעצם גרפו את הרווחים הגדולים ואת הצלחתם בזכות המזל בלבד! ובכל זאת בוול סטריט, לפי טאלב, הם יחשבו כוכבים, יראינו

אותם לעיתונות יקשיבו להם, יזמינו אותם לכנסים, יגדילו את ההון המנוהל על ידם וכל זאת בשל תעתועי הסטטיסטיקה בלבד. הם לא יותר מוכשרים משאר משתתפי המדגם ובטח שאין להם יכולות ניבוי כלשהי לגבי צבע הכדור שהם יצליחו להוציא בסיבוב הבא, ובכל זאת בכל פעם הם יישאלו ויתנו תחזיות לגבי צבע הכדור הבא אותו הם הולכים להוציא.

הנקודה שטאלב העלה מבהירה את תעתועי האקראיות הקיימים בעולם שבו רמת אי הוודאות גדולה ובאה להאיר את הנקודה הבסיסית שלא כל מי שנותן הערכות וחיזוי קדימה על שוק ההון יצדק בגלל שהוא צדק בעבר! גם אם הוא צדק מספר פעמים בעבר.

צריך להבין על מה הוא מבסס את התחזיות שלו ולהבין את הרציונאל שעובד בשיטת הניתוח שלו.

השקעה לטווח ארוך מהי?

מדד המעוף (מדד ת"א 25) הינו מדד הדגל של הבורסה לניירות ערך בתל אביב, המייצג את השינוי המצרפי במחיריהן של 25 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר הנסחרות בה. המדד הושק בתאריך 1 לינואר 1992 לפני כ-23 שנים, בשער ראשוני של 100 נקודות. נכון לתאריך 31.12.2014 מדד המעוף עמד על 1465 נקודות, תשואה מצטברת של כ-1365%.

המשמעות היא כי משקיע שהשקיע לדוגמא בשנת 1992 100,000 ₪ הרוויח על השקעתו יותר מפי 13.65 כלומר רווח של מעל 1,365,000 ש"ח.

אותו משקיע בעצם הניב תשואה פנומנאלית על כספו בזכות דבר אחד יחיד שהוא מאופיין בו,

התכונה החשובה מכל למשקיע והיא **הסבלנות**.

אם נחשב כמה משקיע זה הרוויח בזכות סבלנותו בממוצע שנתי הרי נחלק את הרווח ב-23 שנה ונקבל רווח שנתי ממוצע של 59347 ₪. כלומר על שקעה ראשונית של 100,000 ₪ הוא הרוויח כ-4945 ₪ בממוצע לחודש. נראה מופרך!.

השקעה פשוטה לטווח ארוך במדד מניות הניבה יותר מכל נכס אחר, יותר מנדל"ן יותר מזהב יותר מפק"מ יותר מתוכנית חסכון, יותר מהכול.

בתקופה הארוכה הזאת, בעולם כולו ובמדינת ישראל, היו אירועים קיצוניים ביותר, מלחמות, פיגועים, אסונות טבע, רצח של ראש ממשלה ושר, ממשלות נפלו והתחלפו, משברים כלכליים, הבורסות בעולם ובישראל נפלו מספר פעמים ב-10% עד 20% בחודש (היו גם מקרים של נפילות בשיעור של 10% ביום אחד בבורסה) היו שנים שבהם הבורסה לא עלתה כלל היו שנים שבהם הבורסה ירדה, ועדיין אותו משקיע סבלני הרוויח המון.

אז איך זה קרה? התשובה פשוטה: המשק צומח, מדינת ישראל היא מדינה צעירה שמתפתחת כל הזמן גם מבחינת גידול האוכלוסין, גם מבחינת בנייה וגם בתחום הטכנולוגי, ולכן חברות מרוויחות פה לאורך שנים וצומחות.

במהלך ה-23 שנים הנ"ל קרסה הבורסה שלוש פעמים בשיעור של כ-40% ואף יותר. כל פעם שזה קרה העיתונים זעקו, אנשים התאבדו, כלכלנים התראיינו לעיתונות ולטלביזיה, אנליסטים הורידו המלצות, כולם ראו שחורות אך בסופו של דבר הכלכלה ניצחה והמשקיע הסבלני החזיר את הפסדיו והמשיך להרוויח.

אם אותו משקיע היה משכלל במעט את כלי ההשקעה שלו ונימנע בדרך מהירידות במפולות, ולו במעט, במפולות היה מפסיד רק 25%, מצבו היה שונה לגמרי.

בסופו של דבר, המשקיע המתוחכם שמנע חלק מהפסדים במפולות, הרוויח מהשקעה ראשונית

של 100,000 ₪ כ- 3,400,000 ₪, ממוצע חודשי של 12318 ₪.
אז איך זה שרוב האנשים לא עשו זאת? אולי כי לא הייתה להם סבלנות?!

זה האני מאמין שלי! אני מאמין בהשקעות לטווח ארוך. מאמין בכלכלה ובצמיחה שלה. אני לא חושב שצריך להיכנס לפאניקה ולהתרגש מתנודות בשוק ולא מירידות של 5% או 10% או 15% בשוק. צריך אורך רוח, סבלנות של ברזל ולהבין כי מדובר בהשקעה תנודתית ושלא פעם ירידות נגרמות מתמחור מוטעה.

זו הדרך להרוויח וזו מבחינתי השקעה.

ב- 23 שנים האלו קראנו, שמענו וראינו משקיעים רבים שפעלו בדרכים שונות ומשונות, בשורה התחתונה לאחר 23 שנה רובם לא השיגו אפילו את תשואת המדד וחלקם הגדול אף הפסידו.

מכפיל הכסף (Money Multiplier) בעיירת איכרים קטנה

החל מהמאה ה-15 המערכת הבנקאית באירופה הנהיגה את שיטת הרזרבה החלקית, אשר מקובלת ומיושמת היום בכל המערכות הבנקאיות ברחבי העולם.

על פי שיטת הרזרבה החלקית (Fractional-reserve banking), הבנקים שומרים כרזרבה חלק קטן מהכספים המופקדים אצלם ואת יתרת הכספים מלווים ללווים. פועל יוצא משיטה זו הוא כי לבנקים אין את כל הרזרבות הנדרשות לספק ללווים את כספם במידה שחלקם הגדול ידרוש את כספו בו זמנית, מושג שניקרא "ריצה על הבנק".

צורת העבודה של המערכות הבנקאיות בשיטת הרזרבה החלקית מגדילה בפועל את היצע הכסף במשק, שהרי על פי שיטה זו רק חלק קטן מהכסף שמשמש את המשק הוא "בסיס הכסף" – אותו כסף שהודפס על ידי הבנק המרכזי בכל מדינה.

מכפיל הכסף הוא היחס שבין כמות הכסף בשל מדיניות הרזרבה החלקית ובין בסיס הכסף. או בפשטות ניתן לומר שמכפיל הכסף הוא השינוי בהיצע הכסף הכולל כתוצאה מפעילות המערכת הבנקאית.

מכפיל הכסף הינו סכום של סידרה הנדסית מתכנסת, בצורה כזאת שכל שקל אשר יועבר מהבנק המרכזי למשק יגדל באמצעות המערכת הבנקאית עד פי אחד חלקי יחס הרזרבה. אם לדוגמא יחס הרזרבה הוא 10% מכפיל הכסף יהיה $10\% = 1/10\%$. ולכן כל שקל אחד שיועבר מהבנק המרכזי למשק יגדל ל 10 שקלים על ידי המערכת הבנקאית.

לפני מספר ימים נפגשתי עם חבר לכוס קפה, ותוך כדי שיחה הוא סיפר לי סיפור מצחיק אשר מתאר את נושא מכפיל הכסף טוב יותר מכל ספר לימוד שקראתי בחיי.

מדובר על עיירת איכרים קטנה במקום נידח בארה"ב. יום אחד הגיע תייר לעיירה וניכנס למוטל הקטן היחיד בעיירה. פקיד הקבלה, שהוא גם בעל המוטל, שמח כשראה שסוף כל סוף הגיע אורח למלון והציע לאורח את החדר הטוב ביותר במוטל. התייר נתן לבעל המוטל 100 דולר, עלות לינה ללילה אחד, ואמר שהוא הולך לטייל קצת בעיירה ולהתרשם מהנוף.

בעל המלון רץ עם ה-100 דולר שזה עתה קיבל לחנות ממול ניגש למוכר ואמר לו, אתמול קניתי מספר מוצרים בחנות בסך של 100 דולר בהקפה, הינה אני משלם את חובי.

בעל החנות שמח לקבל את התשלום במזומן ומיהר למחלבה המקומית, לה הוא חייב 100 דולר עבור חלב שרכש לחנות. החלבן שמח לקבל את התשלום ומיהר לשלם אותן לאיכר מגדל החיטה בגינן חובו על חציר שרכש כמזון לפרות. האיכר שמח לקבל את המגיע לו ומיהר לשלם עם 100 דולר את חובו לספק הזרעים ממנו רוכש את זרעי החיטה. גם הוא שמח לקבל את 100 דולר ומיהר לחנות הבגדים שם קנה מכנסיים יפים מספר ימים לפני כן והבטיח למוכר כי ישלם את

חובו בהקדם, בעל חנות הבגדים ידוע כשובב לא קטן רץ לנערת הליווי, אותה נוהג לפגוש מדי פעם, כדי לשלם את חובו אליה. נערת הליווי מיהרה למוטל המקומי לשלם את חובה לבעל המוטל בגין חדר ששכרה לפני מספר ימים. בינתיים חזר התייר למוטל פנה לבעל המוטל ואמר לו, אני מצטער העיירה קטנה ומשעממת אנא החזר לי את 100 דולרים שנתתי לך, אני אמשיך הלאה לעיירה הבאה. החזיר בעל המוטל את 100 הדולרים לתייר שהמשיך בדרכו, וכל אנשי עיירה נשארו ללא חובות.

שטר אחד של 100 דולר ומכפיל הכסף הניעו את כלכלת העיירה כולה!

חיזוי השוק על פי פרמטרים מאקרו כלכליים

בחודש מאי 2013 השתתפתי בכנס על שוק ההון. הפאנל כלל אותי ומספר אנליסטים של מאקרו כלכלה. מדד המעוף אז עמד על 1200 נקודות. חברי הפאנל, על פי נתוני מאקרו היו מאוד מוטרדים ממה שהולך להיות בשוק, במיוחד מהעובדה כי הסבירות שיכניסו את ישראל למדד ה- MSCI האירופאי הוא קטן מאוד. כשהגיע תורי לדבר נתתי את הדוגמא הבאה:

נניח שני משקים, משק א' ומשק ב' וכל משק פועל כלכלית ובעל נתונים מאקרו משלו. להלן הנתונים.

נתוני מאקרו	משק א'	משק ב'
צמיחת התמ"ג הריאלי באחוזים	7.5	-0.8
צמיחת התמ"ג הריאלי לנפש באחוזים	4.7	-2.8
תוצר מקומי גולמי ריאלי לנפש בש"ח	74436	70049
הוצאות ציבוריות (אחוז מהתמ"ג)	52	55.5
הגרעון בתקציב כאחוז מהתוצר	0.7	3.9
שיעור האבטלה (באחוזים)	8.8	10.3
שינוי ריאלי ביצוא (ללא יהלומים וחברות הזנק)	21.8	-6.9
היקף השקעות זרות (במליוני דולרים)	11759	3561

סה"כ על פי נתוני המאקרו שהוצגו ברור כי משק א' הוא משק צומח עם גרעון תקציבי נמוך אבטלה נמוכה ובתור משקיעים היינו מרגישים מאוד בנוח להשקיע במשק עם נתונים כאלו ביחס למשק ב'.

ובכן הנתונים שהוצגו אינם סתם מספרים דמיוניים. נתוני משק א' הינם נתוני המאקרו של כלכלת ישראל בשנת 2000, כל מי שראה את הנתונים הנ"ל והשקיע על סמך נתונים אלו במדד המעוף מצא את עצמו עם הפסד של כ-50% תוך שנתיים. נתוני משק ב' משקפים את נתוני המאקרו של

כלכלת ישראל בשנת 2002, כל מי שהדיר את רגליו משוק המניות בישראל בגלל נתוני מאקרו אלו הפסיד גל עליות במדד המעוף מרמות של 300 נקודות עד ל-1450 נקודות שאנו נמצאים היום.

הנקודה שדוגמא זו באה להדגיש היא שקשה מאוד לחזות את התנהגות שוק המניות. ה- Ex ante שלנו הוא ה- Ex post של השוק, כלומר הצפי וההערכות שלנו לגבי שוק המניות המתקבלות ע"פ נתונים מאקרו כלכליים, הם נתונים שהשוק כבר חזה בעבר וכבר תמחר אותם. מעבר לכך לא פעם נתוני המאקרו משתנים בגלל התנהגות שוק ההון, כלומר הירידות שהתרחשו בו הביאו לאחר מכן לתוצאות מאקרו מאכזבות. ישנם לא מעט מחקרים אקדמיים אשר בחנו את התנהגות השוק ביחס לפעילות הריאלית במשק. גם מחקרים אלו העלו כי שוק המניות מקדים את השוק הריאלי בערך בשישה חודשים. על כן, כפי שאמר אבי תורת האנליזה הפיננסית בנג'מין גראהם, אל תנסו לחזות מה יהיה בשוק אלא השקיעו משאבים בלמצוא השקעה טובה ומוצלחת.

מכפיל רווח ממוצע היסטורי של מדד מניות, כאינדיקציה לתמחור שוק המניות

מכפיל הרווח (Price-Earning ratio) הינו יחס הנובע מחלוקת שווי השוק של החברה ברווח השנתי של החברה. (מכפיל רווח = רווח שנתי של החברה (E) / שווי השוק של החברה (P)). משמעותו של המכפיל הוא תקופת הזמן שבה המשקיעים מחזירים לעצמם את השקעתם במניה, בהנחה שרמת הרווחיות של החברה לא משתנה. אם שווי השוק של החברה בבורסה הוא 1 מליון דולר, והרווח השנתי של החברה הוא 100 אלף דולר, המכפיל יהיה 10 (100 אלף/1 מליון). כלומר, על פי הנתונים כיום, ההשקעה תוחזר למשקיע בתוך 10 שנים.

המכפיל מהווה כלי השוואתי לבדיקת כדאיות השקעה בחברה, כאשר מדובר בחברות מאותו ענף בלבד. אין כל ערך להשוואת מכפילים של חברות הפועלות בענפים שונים, שכן אופי פעילותן שונה. גם כשמדובר בחברות באותו ענף, יש להתייחס למכפיל בהסתייגות, שכן מכפיל הוא כלי תוצאתי של רווח ושווי השוק של החברה בבורסה, וישנם גורמים שונים המשפיעים על רווח החברה ועל שער המניה בבורסה. בחברה חדשה ודינמית הרווח עשוי לעלות בשנים הראשונות בצורה תלולה לעומת רווח קבוע בחברה ותיקה. כלומר במכפיל הרווח הפשוט לא מתבטא אלמנט הצמיחה של החברה.

מכפיל רווח ממוצע היסטורי של מדד מניות הינו המכפיל הממוצע של כל החברות הבונות את המדד, וממוצע של אותן מכפיל לאורך השנים. כך למשל המכפיל הממוצע של מדד ה-S&P 500 לאורך השנים על פי נתונים היסטוריים הינו 14.5. לאורך השנים ראינו מכפילים של מדד ה-S&P 500 הנעים בין 5 ל 27 ובשנת 1999 ראינו גם מכפיל של 36 במדד זה. בממוצע רב שנתי כפי שציינתי המכפיל הממוצע הינו 14.5.

לא פעם נעשית השוואה של המכפיל הנוכחי של המדד למכפיל ההיסטורי שלו ועולה הטענה כי השוק יקר, מאחר והמכפיל היום גבוה מהמכפיל ההיסטורי של אותו מדד. טענה זו היא טענה **מוטעית**. היא דומה ברציונל לטענה שהריבית ההיסטורית במשק בממוצע רב שנתי היא 5% והיום הריבית היא רק 1%, ולכן הריבית צריכה לעלות.

צריך לזכור כי יחסי החזר השקעה ויחסי תשואה בשוק ההון תמיד צריכות להיעשות תוך התייחסות לעודף התשואה המתקבל מעבר לריבית חסרת הסיכון. גם מודל CAPM מדבר על תשואת השוק מעבר לריבית חסרת הסיכון.

ולכן קודם כל צריך להבין מה המכפיל רווח של הריבית חסרת הסיכון במשק באותו שנה. בעולם של ריבית חסרת סיכון של 10%. מכפיל הרווח הינו 10, כלומר על השקעה של 10 דולר נקבל ריבית שנתית של 1 דולר ובמשך 10 שנים נחזיר את ההשקעה. בעולם כזה של מכפיל רווח חסר סיכון של 10, ברור לחלוטין כי לא יתכן מכפיל 14.5 במדד מניות, וברור לחלוטין כי המכפיל של

אותו מדד צריך להיות נמוך בהרבה מ-10. הרי איזה היגיון יש לרכוש מניות עם מכפיל 14.5 אשר החזר ההשקעה על פי רווחיות החברות ייקח 14.5 שנים תוך נטילת סיכון, כאשר תוך 10 שנים ניתן להחזיר את ההשקעה בעולם ללא סיכון. לכן ברור כי מי שרוצה להשקיע בעולם של סיכון כמו מניות יחפש פיצויי על השקעתו במכפיל נמוך מ-10, קרי החזר השקעה מהיר יותר מ-10 שנים. כנ"ל בעולם של ריבית חסרת סיכון נמוכה מאוד, בעולם של ריבית חסרת סיכון של 1%, מכפיל הרווח חסר סיכון הינו 100, כלומר עם תשואה שנתית של 1% נחזיר את השקעתנו ב-100 שנים. גם פה מי שמחפש להשקיע בשוק המניות שהוא שוק מסוכן יחפש פיצוי על הסיכון בדמות תשואה. כמובן שהוא ירצה להחזיר את השקעתו מהר יותר ממכפיל חסר הסיכון, ובהחלט הגיוני במצב כזה לרכוש מניות תוך צפי להחזר השקעה של 20 או 25 שנים. אם כן גם במצב זה אין משמעות להשוואה מול המכפיל ההיסטורי של 14.5.

אחת הדרכים הנכונות להתמודד עם השוואה של מכפיל רווח נוכחי מול מכפיל ממוצע היסטורי היא השוואת המכפיל הנוכחי למכפיל ממוצע היסטורי של אותן שנים בהן הריבית במשק הייתה בסביבת הריבית הנוכחית. בדיקה כזאת בהחלט יכולה להצביע האם השוק במונחים יחסיים יקר או זול.

השקעות מונחות אינסטינקטים

גישת ההשקעות הביהוויוריסטיות אשר פותחה על ידי ג'יימס מונטייר, מנסה לזהות ולתקן שגיאות שנעשות ע"י משקיעים, שגיאות אשר נובעות מאופן הפעילות המוחית של המשקיעים. במאמרו מפרט ג'יימס מונטייר שבע טעויות שלדבריו מומחי השקעות ומנהלי כספים עושים פעם אחר פעם.

אחת מהטעויות בעלות המשקל הגבוה ביותר שמתייחס אליו מונטייר היא הישענות היתר על תחזיות תוך אשליה כי ידע רב נותן למשקיע יתרון. כמות הראיות על כך שבני האדם הינם חזאים גרועים היא עצומה. מנהלי קרנות נמצאים במרדף מתמיד אחרי חיפוש מידע נוסף. על פי מונטייר, מעבר לרמה מסוימת, המוח האנושי אינו מסוגל לעבד יותר את המידע באופן יעיל, ולכן קבלת ההחלטות תהיה זהה ללא קשר לגבי כמות המידע המצוי בידם.

טעות נוספת הינה בזבוז הזמן שמנהלי השקעות ומנהלי קרנות מבזבזים בפגישות עם הנהלות של חברות. מפגשים אלו הם מעט יותר ממפגש חברתי. המשקיעים והאנליסטים מחפשים אחר מידע שיאשר את מה שהם כבר מאמינים בו.

השגיאות נגרמות בעיקר מעודף ביטחון עצמי ומעודף אופטימיות, תכונות שהינן ביהוויוריסטיות, כך למשל בסקר שנערך בקרב מנהלי קרנות 75% מהנשאלים אמרו כי הם עושים את תפקידם באופן טוב מהמוצע.

תכונה נוספת היא הצורך ב"עיגון" - ישנו צורך להתקבע על מספרים ונתונים מתמטיים שלרוב אינן רלוונטיים על מנת להצדיק ולתמוך בפעולות והחלטות שונות. מונטייר טוען כי הסיבה שרוב בני האדם גרועים בהשקעות נובעת מהתכונה המושרשת בגנים של בני האדם ובעלת שורשים אבולוציוניים. שהרי מוחו של האדם והאינסטינקטים שלו באים להגן עליו בסביבה הטבעית ולא בעולם ההשקעות.

שבע הטעויות העיקריות ע"פ ג'יימס מונטייר:

1. קבלת החלטות המסתמכת על הערכות אנליסטים ואסטרטגים.
2. איסוף מידע מתוך אמונה כי מידע רב מאפשר קבלת החלטות טובות יותר.
3. מנהלי השקעות מבזבזים זמן יקר בפגישות עם הנהלות של חברות, פגישות שהינן חסרות תועלת.
4. אמונה כי אנחנו חכמים יותר ומוכשרים יותר מאחרים.
5. תווך השקעה קצר מידי וריבוי בפעולות וטרנזקציות של ני"ע.
6. נטייה להאמין לכל מה שקוראים.
7. קבלת מספר גדול של החלטות תוך זמן קצר או במקביל.

מונטייר מציין כי אנשים לא ששים לקבל את העובדה שהם טועים! הוא משווה את המשקיעים למכורים אשר ישנו את דרכם ואת התנהגותם רק כאשר יגיעו לקרקעית.

המשקיע הנבון

"המשקיע הנבון", ספר היסוד להשקעות ערך בבורסה, אשר נכתב על ידי אבי תורת השקעות הערך והאנליזה הפיננסית פרופ' בנג'מין גראהם. מורו של וורן באפט ומשקיעי ערך רבים אחרים. "המשקיע הנבון" הוא הספר הראשון המתאר למשקיעים פרטיים את המסגרת הרגשית ואת הכלים הניתוחיים הנחוצים להצלחה כלכלית. ומהווה את הספר הטוב ביותר שנכתב עד היום בתחום ההשקעות. גראהם עצמו הגיע לתובנותיו בדרך הקשה. הוא חווה על בשרו את כאב המפלה הכלכלית וחקר לאורך עשרות שנים את ההיסטוריה והפסיכולוגיה של השווקים. אין נתונים מדויקים לתשואותיו המוקדמות של גראהם, אך משנת 1936 ועד שפרש בשנת 1956, הרוויח התאגיד גראהם- ניומן שבבעלותו תשואה שנתית ממוצעת של 14.7% בבורסה שכלל צמיחתה הייתה 12.2%. אחד ההישגים ארוכי הטווח המרשימים ביותר בתולדות וול סטריט. הנקודות העיקריות אותן מציין בנג'מין גראהם בספר המשקיע הנבון:

1. אל תתרגשו מהתנודתיות- השוק הוא מטוטלת שנעה ללא הרף בין אופטימיות לא יציבה אשר מייקרת את מחירי המניות לפסימיות לא מוצדקת שמוזילה את ערכן. המשקיע הנבון הוא אדם מציאותי שמוכר לאופטימיים וקונה מהפסימיים. בטווח הארוך מחיר המניה והערך האמיתי שלה יתכנסו זה לתוך זה, גם אם בטווח הקצר ישנו פער בניהם. התנודות בשוק המניות הם כמו בנאדם טרדן אשר קופץ כל יום ומעדכן את המשקיע במחיר המניה שלו. יש להתעלם מההטרדה של השוק בצורת תנודתיות וצריך להיות חזק ושקול על מנת להבין שהריצה אחרי העדר אינה הדרך הנכונה.
2. נתחו את המניה בה אתם מעוניינים להשקיע- השקעה בטוחה היא השקעה בעלת "מרווח ביטחון". מרווח הביטחון נובע מהפער שבין השווי הערכי של חברה ובין מחיר המניה שלה. חברה הנסחרת במחיר נמוך מהשווי הפנימי שלה מספקת מרווח ביטחון והופך אותה להשקעה בטוחה. השקעה ללא ניתוח מעמיק אינה השקעה אלא ספקולציה. הניתוח

- צריך להיות מבוסס נתוני הווה ברורים. רק לאחר מכן ניתן גם לנסות להעריך נתונים עתידיים.
3. המשקיע צריך להימנע מהשקעות במניות פופולאריות ולהימנע מהשקעה בחברות בעלות מכפילי רווח גבוהים.
4. מניה אטרקטיבית הינה מניה שמכפיל הרווח שלה נמוך ב 40% מהמכפיל רווח הגבוה ביותר שלה בחמש השנים האחרונות. תשואת הדיבידנד שלה צריכה להיות כשני שלישים מתשואת אג"ח בדירוג AAA. מחיר המניה צריך להיות כשני שלישים משווי המאזני המוחשי של החברה.
5. ניתוח שוק אינו יעיל. יש לנתח חברות ספציפיות ולא להעריך מה יעשה שוק המניות כולו.
6. אין טעם לנבא את התנועות בניירות ערך, פעולה שכמעט בלתי אפשרית לגבי מניות ואינה אפשרית כלל באג"ח.
7. ההתייעצות עם יועץ השקעות היא פעולה נאיבית- להתייעץ עם יועץ איך להרוויח כסף?! מטרתו העיקרית של היועץ היא להגן על המשקיע מפני טעויות חמורות אך אינו אמור לסייע לו להכות את המדדים.
8. הצמדות למדדי המניות היא פעולה טובה ונכונה ותמנע מהמשקיע טעויות והיגררות לספקולציה.

האם מניות עם מדיניות חלוקת דיבידנד, יקרות?

אחת משיטות ההשקעה המקובלות ואהובות ע"י משקיעים רבים הינה השקעה בחברות עם מדיניות חלוקת דיבידנד. דיבידנד הינה חלוקת רווחי החברה או חלק מרווחי החברה לבעלי המניות.

הרעיון שעומד מאחורי הגישה אומר שאותן חברות גדולות אשר מרכיבות את המדד ובהן ישנה מדיניות חלוקת דיבידנד, הינן חברות איכותיות ורווחיות, ועל כן הן טובות יותר ממדד המניות עצמו. גישה נוספת דוגלת בהשקעה בחברות אשר נוהגות לחלק דיבידנד, ובשל הגידול ברווחיותן של החברות לאורך השנים ישנו גידול מתמיד בגובה הדיבידנד המחולק מדי שנה לבעלי המניות. גישה זו ידוע בשמה **Dividend Growth Investing**, או השקעה מבוססת צמיחת דיבידנד. מאחורי הגישה עומדות שתי הנחות יסוד בסיסיות.

1. החברות שנוהגות לחלק דיבידנד וחברות בהן ישנו גידול ברווחיותן ובגובה הדיבידנד המחולק, הינן חברות אשר צומחות מדי שנה ברמת הרווחיות שלהן ועל כן הינן חברות איכותיות צומחות ומנוהלות נכון.
2. אותם משקיעים המשקיעים על פי גישה זו מחזיקים תיק השקעות הבנוי מחברות טובות וצומחות ונהנים מתגמולים שוטפים. מעין תיק נכסים פסיבי המייצר תזרים שנתי שוטף.

חלקם של משקיעי הערך מתנגדים לשיטה זו ובניהם וורן באפט, על פי תפישתם חברה אשר מחלקת את הרווחים שלה בעצם מצהירה כי אינה יודעת מה לעשות עם העודפים ואינה יודעת לייצר תשואה עם עודפים אלו.

על מנת להבין האם גישה זו הוכיחה עצמה לאורך השנים בצעתי השוואת תשואות שהושגו במשך חמש השנים האחרונות בין מדד המניות ה S&P500 למדד S&P High Yield Dividend Aristocrats.

ההשוואה נעשתה בין תעודות הסל SPY העוקבת אחרי מדד ה S&P 500 ובין תעודת הסל SDY. SDY - תעודת הסל מכוונת להשגת תשואה המקבילה לערך ולתשואת של מדד S&P High Yield Dividend Aristocrats התעודה משתמשת באסטרטגיה השקעה פסיבית על מנת לעקוב אחרי תשואת המדד, הכוללת את מניותיהן של חברות אשר מציגות תשואת דיבידנד גבוהה לאורך זמן. המדד כולל את בנק אופ אמריקה, קונסולידייטד אדיסון וקומריקה.

תקופת ההשוואה נעשתה בין התאריכים 1.2.2010 ועד ל 1.2.2015 .

השוואה בסיסית של התנהגות תעודות סל אלו לאורך 5 השנים האחרונות מראה כי ה SDY

נתנה תשואה נחותה באופן ניכר לעומת תשואת ה SPY . אם כי השוואה זו מוטעית מהסיבה שאינה מתחשבת דיבידנדים שחולקו לאורך השנים.



בתאריך 1.2.2010 מחירה של יחידה אחת של SDY הייתה \$45.24 ומחיר יחידה אחת של ה SPY הייתה \$108.15. כלומר ב \$108.15 משקיע יכל לרכוש יחידה אחת של SPY או כאלטרנטיבה 2.39 יחידות של SDY.

בתאריך 1.2.2015 מחיר יחידה של ה SPY הייתה \$199.45 ומחירה של ה SDY עמדה על \$76.91, כלומר אותו משקיע שרכש 2.39 יחידות SDY החזיק בתאריך זה יחידות ששוויין - \$183.6.

פרוט חלוקת דיבידנדים לאורך השנים:

<u>DATE</u>	<u>SDY</u>	<u>SPY</u>
Dec 19, 2014	2.457	1.135
Sep 19, 2014	0.45	0.939
Jun 20, 2014	0.441	0.937
Mar 21, 2014	0.388	0.825
Dec 20, 2013	1.695	0.98
Sep 20, 2013	0.402	0.838
Jun 21, 2013	0.417	0.839
Mar 15, 2013	0.355	0.694
Dec 21, 2012	0.583	1.022
Sep 21, 2012	0.475	0.779
Jun 15, 2012	0.449	0.688
Mar 16, 2012	0.449	0.614
Dec 16, 2011	0.402	0.77
Sep 16, 2011	0.508	0.635
Jun 17, 2011	0.433	0.628

Mar 18, 2011	0.419	0.553
Dec 17, 2010	0.378	0.653
Sep 17, 2010	0.443	0.602
Jun 18, 2010	0.421	0.531
Mar 19, 2010	0.379	0.48
SUM:	11.944	15.142

הדיבידנדים שהתקבלו למחזיק יחידת SPY היו לאורך השנים בסך \$15.142. הדיבידנד שהתקבל על ידי מחזיק יחידת SDY הסתכמו ב \$11.944 כלומר, אותו משקיע אשר רכש 2.39 יחידות SDY קיבל דיבידנדים בסך של \$28.55.

סה"כ השוואת תשואות:

תאריך	SDY	SPY
1.2.2010	45.24	108.15
1.2.2015	76.91	199.45
SDY	SPY	
2.390584	1	כמות יחידות שנרכשו
108.15	108.15	השקעה בדולרים
183.8598	199.45	שווי השקעה היום
28.55313	15.142	דיבידנדים שהתקבלו
212.4129	214.592	סה"כ שווי

מהתוצאות שהתקבלו במהלך חמש השנים האחרונות עולה כי השקעה פסיבית ב SPY הייתה עדיפה על השקעה ב SDY המחזיקה מניות עם מדיניות חלוקת דיבידנדים ותשואת דיבידנד גבוהה לאורך זמן. דבר שבהחלט מאשש את הסברה כי מניות אלו, בשל היותן טובות וצומחות, נסחרות מראש במחיר גבוה.

"מיצוע ערך קבוע" במדד ת"א 25

שיטת "מיצוע ערך קבוע" המסוקרת בספר "המשקיע הנבון" מאת בנג'מין גראהם, מאפשרת למשקיע להשקיע סכום קבוע של כסף במרווחים שווים. מדי שבוע, חודש או רבעון, ממשיך המשקיע לקנות- בין שהשוק נע מעלה, מטה או לצדדים.

הדרך האידיאלית ליישום מיצוע ערך קבוע היא באמצעות תיק השקעות הקונה מדד. בדרך זו מוותר המשקיע לא רק על משחק הניחושים לאן פני השוק מועדים, אלא גם אילו מגזרים ואילו מניות יניבו את התוצאות הטובות ביותר.

המטרה בשיטה הינה רכישה שתעשה כל פרק זמן קבוע (נניח אחת לחודש בכל תחילת חודש) ובסכום קבוע (נניח 500 ₪), אם מחיר השוק יורד, הסכום הקבוע של המשקיע מתעצם ורוכש יותר מניות מאשר בחודש הקודם. אם מחיר השוק עולה, כספו של המשקיע רוכש פחות מניות. בשיטת מיצוע ערך קבוע המשקיע שם את תיק ההשקעות שלו על מצב של כעין "טייס אוטומטי" בדרך זו, המשקיע נמנע מצד אחד משפיכת כסף לשוק כאשר הוא נראה הכי מפתה (ובעצם הוא הכי מסוכן), ומצד שני מסירוב של להמשיך ולקנות לאחר נפילת השוק שמוזילה את ההשקעה (אך גורמת להן להיראות יותר "מסוכנות").

בספר מתוארת הדוגמא הבאה: על פי איבוטסון אסוסייטס, חברת מחקר הפיננסי המובילה, אילו הייתם משקיעים \$12,000 במדד ה S&P500 בתחילת ספטמבר 1929, כעבור 10 שנים היו נותרים לכם \$7,223 בלבד. אך אילו הייתם מתחילים עם \$100 בלבד ופשוט השקעתם \$100 נוספים מדי חודש היו לכם \$15,571 באוגוסט 1939! זו כוחה של רכישה ממושמת- אפילו אל מול פני השפל הגדול והשוק הדובי הגרוע ביותר בכל הזמנים.

ההיגיון מאחורי השיטה אומר כי רכישה חודשית תאפשר למשקיע לקנות לעיתים במחירי שוק גבוהים ולעיתים במחירי שוק נמוכים, כך שהממוצע שלו יהיה טוב יותר מקנייה חד פעמית שתיתכן כי תעשה בעיתוי לא נכון.

על פניו ברור כי מי שקונה באופן חד פעמי ערב מפולת בשוק ישיג תוצאות גרועות יותר ממי שיקנה את המדד כל חודש וכך ינצל את הירידות המתרחשות בשוק. ועל כן הדוגמא המספרית המתוארת בספר הטיבה עם אותו לקוח שפעל בשיטת מיצוע ערך קבוע.

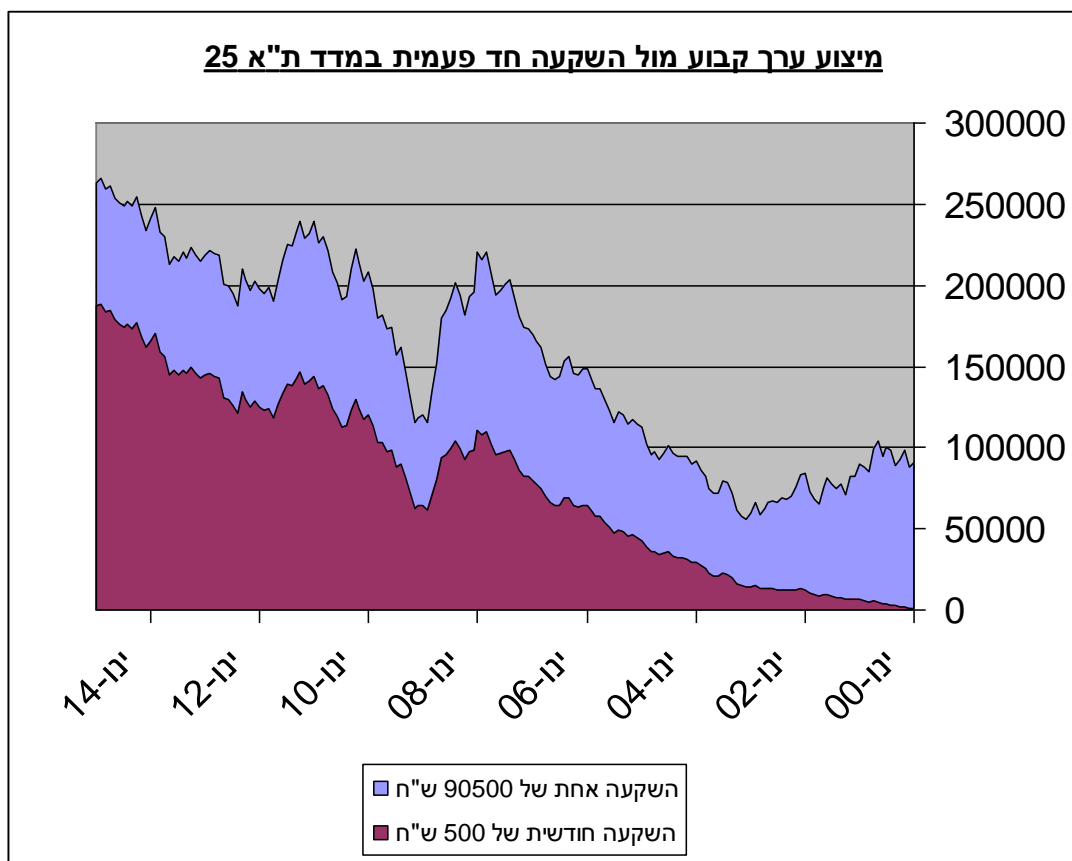
נשאלת השאלה האם השיטה אפקטיבית רק בתקופות של שפל עמוק בשווקים או הוכיחה עצמה לאורך זמן והאם השיטה פעלה טוב גם בשוק המניות בישראל.

לשם כך בחנתי את השיטה על מדד ת"א 25. השיטה נבחנה מתחילת חודש ינואר 2000 ועד תחילת חודש ינואר 2015. נבחנה השקעה של 90,500 ₪ אשר נעשתה בתחילת חודש ינואר 2000 לעומת השקעה של 500 ₪ מדי תחילת חודש, מחודש ינואר 2000 ועד ינואר 2015,

סה"כ 181 רכישות המצטברות לסכום השקעה כולל של 90,500 ₪ לאורך השנים
 (90,500=181*500). התוצאות לא לקחו בחשבון תשואה של ריבית אלטרנטיבית שקיבל אותו
 משקיע הפעל בשיטת מיצוע ערך קבוע על כספו שהושקע רק מאוחר יותר במדד ת"א 25.
 תקופת הבדיקה מאופיינת בשתי מפולות חזקות מאוד בשוק שהתרחשו בשנת 2000 ובשנת
 2008, בשנים של שגשוג ועליות בשוק ובתקופות לא מבוטלות של דשדוש. כך שניתן לומר כי
 תקופה מדגם זו כללה את כל תצורות השוק האפשריות.

תוצאות הבדיקה:

המשקיע הראשון השקיע בתחילת שנת 2000 (ביום 3.1.2000) סך של 90,500 ₪ ורכש
 18004.217 יחידות של מדד המעוף אשר עמד אז על רמות של 502.66 נקודות. ביום
 1.1.2015 שווי השקעתו עמד על סך של 263,216 ₪. המשקיע השני אשר פעל על פי שיטת
 מיצוע ערך קבוע החל ברכישות המדד בסכום קבוע בתחילת כל חודש של 500 ₪. ב -
 1.1.2015 השקעתו עמדה על 187,315 ₪ וסך כולל של 12812.5 יחידות מדד.



תוצאות הבדיקה הפתיעו אותי והוכיחו מספר נקודות:

1. לא כל מודל השקעה פועל תמיד, יהיו תקופות אפילו ארוכות מאוד שמודלים מסוימים אינם מוכיחים את עצמם.
2. לא כל מה שנאמר על ידי מומחים אפילו הגדולים ביותר בעולם תמיד עובד.
3. למרות ששיטת מיצוע ערך קבוע השיגה רווח נמוך יותר, נראה על פניו כי היא נתנה שקט נפשי גדול יותר למשקיע.
4. החישובים אינם לוקחים בחשבון את הריבית אותה קיבל המשקיע על כספו עד שהושקע במדד ת"א 25.
5. מומלץ מאוד לחסוך באפיק מנייתי לטווח ארוך. חסכון של 500 ש"ח בחודש הביאו לתוצאות מדהימות.

מכפיל מכירות וג'יימס אושונסי

אחד מהכלים המקובלים והשימושיים בניתוח שווי חברות הינו מכפיל המכירות (Price to Sell)
(P/S) מכפיל המכירות נותן אינדיקציה האם החברה נסחרת במחיר נמוך, סביר או מופרז.
מכפיל המכירות הוא היחס בין שווי שוק החברה לסך המכירות שלה בארבע הרבעונים האחרונים
(מכפיל מכירות = מכירות החברה / שווי שוק החברה).

אם חברה נסחרת בשווי של 1 מיליארד דולר והכנסותיה בארבעת הרבעונים האחרונים היו 300
מליון דולר, אזי מכפיל המכירות הינו 3.33.

ישנם מספר יתרונות בשימוש במכפיל המכירות על פני מכפיל הרווח, אם כי יש צורך להתייחס
לשניהם. מכפיל המכירות מתייחס להכנסות החברה בפועל, מכירות החברה הוא נתון הנובע
מהפעילות העסקית ומפעילות הליבה של החברה, בעוד רווחיה של חברה הם תוצאה גם של
תחכום ויצירתיות חשבונאית. הרווח בדרך כלל הוא תנודתי יותר מהתנודתיות בשורת ההכנסות
של החברה. על הרווח משפיעים גורמים רבים, שלא כולם קשורים לפעילות העסקית השוטפת
של החברה, בניהם הכנסות או הוצאות מימון, הכנסות חד פעמיות מפעילות הונית, פחת, מיסוי
ועוד. כך למשל שינוי בשיטת חישוב הפחת של חברה יכול להשפיע לטובה או לרעה על שורת
הרווח בדוחות של החברה מבלי שהשתנה משהו בפעילות השוטפת של החברה. סעיף ההכנסות
ממכירות הוא נתון מוחשי יותר הנתון לפחות מניפולציות חשבונאיות.

סיבה נוספת נובעת מכך שחברות רבות ובעיקר חברות צעירות הנמצאות בשלב התפתחות
וצמיחה, מראות לעיתים קרובות הפסדים. לחברות אלו אין מכפיל רווח, אם כי ישנה הערכה כי
הם יעברו לרווח בעתיד הקרוב, כנ"ל לגבי חברות עם מחזוריות עסקית המושפעות ממחזורי גאות
או שפל תכופים בענף אליהן הן שייכות. חברות כאלו מראות הפסדים בתקופות מסוימות. במקרה
זה מכפיל מכירות מהווה פרמטר רלוונטי ובר השוואה.

ככל שמכפיל המכירות נמוך יותר, האינדיקציה המתקבלת היא שהחברה זולה. בדומה למכפיל
הרווח גם מכפיל המכירות הוא בר השוואה לענף בו החברה פועלת. לכל ענף יש את המכפיל
המכירות האופייני לו. ככל שמכפיל המכירות של חברה נמוך ביחס לתעשייה שלה, כך המניה
תיחשב יחסית זולה יותר.

השימוש במכפיל המכירות נהפך פופולארי מאוד בעקבות פרסומו של הספר רב המכר "מה עובד
בוול סטריט" (What Works on Wall Street) אשר ניכתב ע"י ג'יימס אושונסי. בספר מראה
אושונסי איך חברות בעלות מכפיל מכירות הנמוך ביחס לממוצע של הענף בהם הן פועלות הניבו
לאורך שנים תשואה גבוהה.

אושונסי עצמו בחן עשרות מודלים ואסטרטגיות לבחירת מניות לאורך תקופה שנפרסה על פני

עשורים רבים, וכל זאת כדי למצוא איזו אסטרטגיה תוכל להכות את השוק בטווח הארוך. לאחר פרסום הספר פתח אושונסי קרנות נאמנות שהיו מבוססות על קניית אותן מניות שנבחרו על די המודלים המוצלחים ביותר מבין עשרות המודלים שנבחנו. בשנתיים מתוך שלוש השנים לפעילות הקרן, הקרן ספגה הפסדים גדולים עד כדי פיגור של 25% ביחס למדדי הייחוס. לאחר שלוש שנים של פעילות מכר אושונסי את הקרנות בשל ההפסדים הגבוהים שספגו, אולם אותן קרנות שהמשיכו להתנהל באדיקות לפי אותם מודלים הפכו להיות קרנות מובילות מבחינת תשואה בשלוש השנים שבאו אחרי כן, כולל שלוש השנים הראשונות. לשם בחינת יעילות השימוש במכפיל המכירות בחנתי את ביצועי הקרן Hennessy Cornerstone Growth Investor- HFCGX מול ביצועי מדד ה S&P500. הקרן מבוססת על הנוסחה המקורית של אושונסי.

1. נוטלים את כל החברות שמכפיל המכירות שלהן נמוך מ-1.5 ושהרווחים השנתיים שלהן נמצאים בעלייה.
2. מבין כל החברות הללו בוחרים ב 50 החברות שמחיר מניותיהן עלה בשיעור הגבוה ביותר בתקופה האחרונה.
3. מחזיקים במניות אלו במשך תקופה של שנה.

השוואת תשואת הקרן למדד ה S&P 500.

		HFCGX	S&P500
מחיר	Nov 1, 1996	10	705.24
דיבידנד	Nov 16, 2000	3.504	
דיבידנד	Nov 26, 2001	1.03	
דיבידנד	Nov 22, 2002	0.484	
דיבידנד	Nov 19, 2004	3.876	
דיבידנד	Nov 17, 2005	1.231	
דיבידנד	Nov 28, 2006	3.111	
דיבידנד	Nov 29, 2007	2.24	
מחיר	Feb 1, 2015	19.04	2020.57
	שווי כולל דיבידנדים	34.516	
	תשואה	245.16%	186.51%

מנובמבר 1996 ועד אפריל 2006 הניבה הקרן תשואה של 231%, מחיר יחידה עלה מרמות של \$10 ל-\$23 ובנוסף נהגו המשקיעים מחלוקת דיבידנדים של \$10.125 ליחידה, לעומת ה S&P500 שעלה בתקופה זו בכ-70% בלבד.

בין השנים 2000-2007 הקרן חילקה דיבידנדים בסכום כולל של \$15.476 לכל יחידת השקעה. מסוף שנת 2007 הקרן הפסיקה לחלק דיבידנדים. ובמהלך השנים מסוף שנת 2007 אנו רואים פיגור בתשואת הקרן ביחס למדד ה S&P, בתקופה זו הקרן עלתה ב- 23.64% לעומת עלייה של 36.44% במדד עצמו. בסה"כ בתוצאות ארוכות הטווח, האסטרטגיה של אושונסי הוכיחה עצמה. הקרן הניבה תשואה מצטברת של 245% מנובמבר 1996 לעומת תשואה של 186.5% במדד ה S&P500.



מניות כבדות ואיטיות או מניות טכנולוגיה זוהרות?

השקעות ערך אינן בהכרח ההשקעה הרווחית ביותר! השקעת ערך היא השקעה שתיתן לך תמורה טובה, יותר טובה מהשוק (אם צדקת) ובסיכויי סיכון כזה שהסיכוי להצלחה גבוה מהסיכון לטעות. זו מטרתה של השקעת הערך, ולשם כך פיתח בנג'מין גראהם את נושא מרווח הביטחון. על המשקיע להבין כי מאחורי המספרים שרצים בחדרי המסחר יש חברה עם פעילות כלכלית והמטרה למצוא ולקנות חברה שהיא טובה במחיר מציאה. פעילות זו תיתן ביטחון למשקיע, תיתן לו שקט נפשי- כי הוא מבין שהוא מחזיק ני"ע של חברה טובה גם בתקופות שהשוק מתמחר אותן במחיר נמוך, ובספו של תהליך, מאחר והשוק חסר רציונאליות בטווחים הקצרים וחכם מאוד בטווחים הארוכים, בטווח הארוך ירוויח המשקיע בזכות אופן פעולה זו.

אך האם השקעה בחברות הזנק וחברות טכנולוגיה בפזור גדול אינה מהווה פיתרון טוב כהשקעה לטווח ארוך למרות שחברות אלו אינן עומדות בדרך כלל בקריטריונים של השקעת ערך. על שאלה זו קשה לענות גם מטעמים סובייקטיביים. משקיעים צעירים יעדיפו בדרך כלל מניות צמיחה, המספקות ריגושים רבים יותר. משקיעים ותיקים יחפשו יותר את היציבות, השקט הנפשי, הביטחון ויעדיפו יותר אפיקי השקעה אשר יספקו תזרים יציב וקבוע של רווחים ודיבידנדים. אפיקים שמזכירים יותר בקווי האופי שלהם השקעות ערך.

כדי לבדוק את השאלה שנשאלה, בדקתי מי מהמדדים הבאים, דאו ג'נס, סטנדרד אנד פורס 500 (S&P) או נאסד"ק, הניב את התשואה הגבוהה יותר ב 10 השנים האחרונות. הדאו ג'נס וחלק לא מבוטל מה S&P מאוכלסים במניות שניתן להגדירן כמניות ערך. מדד הנאסד"ק שבו מרכיב גבוה של מניות טכנולוגיה אפשר לאפיין כמדד של מניות צמיחה.

10 השנים האחרונות היו מגוונות מאוד וכללו בתוכן את המפולת של שנת 2008. מבחינה של 10 השנים האחרונות ניתן לראות כי מדד הנאסד"ק, אותו מדד המכיל כמות גדולה של מניות צמיחה, הניב את התשואה הגבוהה ביותר, תשואה מצטברת של 125% לעומת מדד הדאו ג'נס ו-S&P אשר השיגו ב 10 שנים אלו תשואות מצטברות ברמות של כ 60%.



מתוצאה זו למדים כי 10 השנים האחרונות בהחלט הטיבו עם אותם משקיעים דינאמיים אוהבי סיכון אשר השקיעו כספם במניות טכנולוגיות ומניות צמיחה. וגם פה עולה השאלה המתבקשת, האם זה עניין של מזל שמאפיין השנים הללו או שניתן להסיק מבדיקה שטחית זו איזושהי מסקנה.

לשם כך ביצעתי השוואה בין המדדים מתאריך 1.1.2000 ועד לסוף ינואר 2015. בין שנת 2000 ל 2003 מדד הנאסד"ק ירד בשיעור של כ 75% בשל התפוצצות בועת ההיי-טק (דוטקום). ניתן לראות כי מי שרכש את המדדים בתחילת שנת 2000 ערב התפוצצות הבועה ותחילת המפולת, הרוויח יותר במדד המניות הגדולות הדאו ג'ונס ולאחריו ב S&P.



השוואה זו בהחלט מראה את הסיכון הגלום במניות צמיחה ומניות טכנולוגיה שמטבע הדברים התנודתיות בהן גבוהה. אך גם בדיקה זו אינה יכולה לספק מסקנה חד משמעית על השקעה או אי השקעה במניות מסוג זה, וזאת מהסיבה הפשוטה שהשוואה מסוג זה היא השוואה מוטעה. ביצעתי השוואה בין מדדים כשנקודת תחילת ההשוואה היא ערב מפולת במניות הטכנולוגיה שהביאו לקריסת המדד. על כן, על מנת לקבל אינדיקציה כלשהי יש לעשות בחינה השוואתית של המדדים ברזולוציה אף ארוכה יותר.



בהשוואה של 20 שנים, מתחילת 1995 (ומהגרף רואים גם שתוצאה זהה תתקבל גם מהשוואה שתעשה משנת 1999) בהחלט מדד הנאסד"ק פיצה על הסיכון שלו בצורת תשואה ולמרות המפולת החזקה של תחילת שנות ה-2000 מי שהשקיע בו הרוויח יפה ויותר ממדדי המניות המסורתיות והכבדות יותר.

המסקנה שעולה מהשוואה בסיסית זו היא כי בהחלט רצוי וכדאי לתבל את תיק ההשקעות גם במדדים המכילים מניות צמיחה וטכנולוגיה אשר אינן עומדות בקנה אחד עם הגדרה של מניות ערך. צריך לזכור שמדד זה הוא תנודתי יותר, מכיל מניות שחלקן הגדול לא ישרוד, נתון לשינויים וחדושים טכנולוגיים ועל כן הוא מסוכן יותר אך גם בעל פוטנציאל רב יותר. אנו חיים בעולם טכנולוגי של שינויים, פיתוחים והמצאות ולכן רצוי להיות חשוף לעולם זה גם בצד הפיננסי. וכמובן תמיד להיזהר שלא לרכוש את המדד כשהמחירים משקפים בועה וחוסר היגיון. משפט שקל לכתוב אך קשה ליישם בשל מספר סיבות:

1. מאחר ואין מודל תמחור טוב למניות צמיחה שחלקם מפסידות.

2. אי אפשר לדעת האם טכנולוגיה כזו או אחרת תשרוד.

מה שכן ניתן לאומר, הוא שכאשר המדד יהיה פופולארי וכשכולם ירוצו להשקיע במניות אלו, אז יהיה רצוי להיזהר, כפי שאמר גראהם. או כאשר על פני הגרף רואים התנהגות שאינה יכולה להיות מוסברת על פי אף פרמטר כלכלי, כמו בשנת 1999 כשהמדד עלה בשנה אחת מעל 100%.

מדד מניות במשקל שווה (EW) וגישת השקעות הערך!

לפני 12 שנים הושק בארה"ב מדד S&P500 במשקל שווה. על אינדקס זה הונפקה תעודת סל עוקבת ה RSP (Rydex S&P Equal Weight ETF). מהו מדד במשקל שווה ובמה הוא שונה ממדד המניות שאנו מכירים (מדד הגוגינהיימי)? מדד מניות מורכב מסל מניות המרכיבות את המדד, מדד ה S&P500 מורכב מסל של 500 מניות שונות. בחישוב המדד כל חברה מקבלת משקל שונה, ע"פ קריטריונים שנקבעו מראש ע"י הבורסה, ובניהם כמות הסדרה המונפקת, החזקות הציבור ושווי שוק החברה. שווי שוק החברה הוא הפקטור העיקרי במתן משקל לחברה בחישוב המדד. ככל ששווי החברה גבוה יותר כך משקלה באחוזים בחישוב המדד יהיה גבוה יותר. מדי תקופה (בד"כ פעם בחצי שנה) הבורסה משנה את משקל החברות במדד בהתאם לשינויים שחלו בהם בחצי השנה האחרונה. במידה וערך חברה מסוימת עלה באופן ניכר כך משקלה בעדכון המדדים יעלה, חברה שירדה חזק במהלך המסחר בחצי שנה זו ושווי השוק שלה ירד באופן ניכר משקלה ירד במדד. הבורסה קבעה גבול עליון מירבי למשקל של חברה בודדת במדד. פועל יוצא משיטה זו הוא שחברות בעלות שווי שוק גבוה מקבלות משקל גבוה במדד (לדוגמא בת"א 25 טבע מהווה 10.16% מהמדד פריגו ולאומי מהוות כ- 9.8% מהמדד כל אחת וכו'), וחברות בעלות שווי שוק נמוך יחסית למניות המרכיבות את המדד מקבלות משקל נמוך מהמדד, כך למשל מגדל ביטוח ששווי השוק שלה 1.3 מיליארד שח מהווה כ 0.86% ממדד ת"א 25. באופן חישוב זה של המדד נוצר לעיתים עיוות של משקל יתר לקבוצת מניות. המשמעות היא פיזור נמוך של הכסף המושקע במדד. במדד ת"א 25 שש מניות מהוות יותר מ 50% משווי המדד. טבלת משקלות של שש המניות בעלות שווי שוק הגבוה ביותר במדד ת"א 25.

מניה	משקל
טבע	10.18
פריגו	9.8
לאומי	9.74
פועלים	9.18
כיל	8.09
בזק	6.69
סה"כ	53.68

כלומר אותו משקיע אשר רוכש את מדד ת"א 25 על מנת ליצור פיזור בתיק ההשקעות שלו מקבל פיזור חלקי יחסית מאחר ומעל ממחצית כספו מושקעים בשש מניות בלבד. עיקרון המשקל שווה בא לפתור את העיוות הנ"ל. העיקרון הוא מדד הבנוי מאותן מניות רק שכל מניה מקבלת משקל זהה בחישוב המדד. במדד ה-S&P500 כל מניה מקבלת משקל של 0.2% במדד (100%/500).

אך מעבר לעיקרון הפיזור שפותר המדד במשקל שווה, ישנו עיוות נוסף אשר פתרונו עומד בקנה אחד עם גישתו של בנג'מין גראהם ומתודולוגית השקעות הערך.

בעדכון המדד אמרנו בעצם שחברות שעלו חזק ושווי השוק שלהן גדל משקלן יעלה במדד, וחברות שירדו חזק ושווי השוק שלהן ירד, חלקן במדד ירד. אותו לקוח שרכש תעודת סל או קרן נאמנות שצמודה לאינדקס, ביום עדכון המדדים מנהל התעודה או הקרן ימכור חברות אשר ירדו חזק ומשקלן ירד במדד וירכוש מניות של חברות אשר משקלן עלה במדד. מי שעוקב אחר שוק המניות הישראלי יראה בסוף חודש יוני ובדצמבר שינויים במניות בשל שינויים יחסיים במשקלן במדד המניות.

פעולת עדכון המדדים הינה פעולה שמנוגדת לעקרונות השקעות הערך. אחד העקרונות המנחים בהשקעות ערך על פי בנג'מין גראהם בספרו "המשקיע הנבון", היא ההבנה ששוק המניות הוא כמו מטוטלת שנעה ללא הרף בין אופטימיות לא יציבה המייקרת את המניות לפסימיות לא מוצדקת אשר מוזילה את המניות. המשקיע הנבון הוא אדם מציאותי שמוכר לאופטימיים וקונה מהפסימיים. כלומר משקיע נבון הוא זה שמוכר מניות שעלו חזק ונסחרות מעל שוויין הפנימי וקונה מניות שירדו חזק ונסחרות מתחת לערכן הפנימי. במדד משקל שווה הפעולה לשם שמירת החלוקה למשקל אחיד פועלת על פי העיקרון של גראהם, חברה שעלתה חזק משקלה היחסי עלה ועל כן יש צורך למכור אותה (מכירה לאחר עליות בניגוד לקניה במדד הרגיל) והסטה של הכסף

למניה שירדה חזק ומשקלה היחסי במדד ירד.



גרף התנהגות תעודת הסל RSP בהשוואה להתנהגות ה S&P500.

מאפריל 2003 יום הנפקת תעודת הסל RSP ועד לסוף ינואר 2015 התעודה עלתה 177% לעומת עליות בשיעור 107% במדד ה S&P500. בפועל המשקיעים ב RSP נהנו מפיזור רב יותר של כספם במניות, נהנו מפעילות המתאימה יותר לעקרונות של השקעות ערך והשיגו תשואה משמעותית עודפת על תשואת מדד היחס.

החזיר שורד

האם הבורסה תמיד הניבה תשואות טובות בהסתכלות לטווח ארוך? האם שוק המניות תמיד היה מקור רווח גדול יותר משוק האג"ח?

על כך עונה גראהם בספרו "המשקיע הנבון".

"היה פגם גורלי בטיעון שהמניות "תמיד" הביסו את האג"ח בטווח הארוך: אין בנמצא נתונים מהימנים מלפני 1871. המדדים המייצגים המוקדמים של תשואת הבורסה האמריקאית הכילו לעיתים נתונים של שבע מניות בלבד. בשנת 1800 היו כשלוש מאות חברות באמריקה, רבות מהן פשטו את הרגל, והמשקיעים שלהם איבדו את התחזונים.

אך מדדי הבורסה מתעלמים מכל החברות שקרסו בשנים המוקדמות, בעיה הידועה כ"הטיית

שאירים"

מכאן שהמדדים האלה מנפחים את התוצאות שהשיגו המשקיעים האמיתיים- שלא יכלו לחזות בדיוק אילו שבע מניות לקנות. קומץ חברות זעום, ובהן בנק ניו יורק וחברת ג' פ' מורגן צ'ייס, שגשגו בעקביות משנת 1790. אך בעבור כל שורדת מופלאה, היו אלפי אסונות כלכליים כמו חברת דינמל סוואמפ קאנאל, חברת פנסילבניה קולטיביישן אוף ווינס וחברת סניקס גאפ טורנפייק- שכולן הושמטו מהמדדים ההיסטוריים.

המידע של ג'רמי סיגל מראה שלאחר אינפלציה, בשנים 1802-1870 הניבו המניות 7% לשנה, האג"ח 4.8% והמזומן 5.1%. אך אלרוי דימסון ועמיתיו במכללה למנהל עסקים של לונדון, מעריכים שתשואת המניות לפני 1871 מוגזמות בשני אחוזים לפחות בכל שנה. בעולם האמיתי, אפוא, המניות לא הניבו יותר מאג"ח וממזומן – ואולי אף פחות.

על פי מאמרו של ג'ייסון צויד *New Cause for Caution on Stocks* שפורסם בטיים, 6.5.2002, גם מדדי הבורסה בשנים 1871-1929 סובלים מהטיית שאירים, הודות למאות חברות הרכב, התעופה והרדיו שקרסו מבלי להותיר עקבות. גם תשואות אלה מוגזמות ככל הנראה, באחוז או שניים.

על כן חשוב לזכור- לא תמיד הבורסה היא מקור לרווח גם בהסתכלות ארוכת טווח. כשנכנסים לבורסה צריך לבדוק ולנתח את מה שקונים!

למה בתי השקעות בישראל אינם משקיעי ערך?

גם ההיגיון וגם הצד האמפירי הוכיחו כי השקעת ערך הינה גישה נכונה ורווחית לאורך זמן. משקיעי הערך המוצלחים בעולם הצליחו להשיג תשואות פנומנאליות לאורך שנים ללקוחותיהם ועדיין אין בית השקעות אחד בארץ שניתן לומר כי הוא משקיע ערך. הסיבה היא אינה טמונה במנהלי בתי ההשקעות אלא דווקא בלקוחות ובאופן הרווחיות בהשקעות ערך.

בהשקעות ערך קונים מניות טובות וזולות- זו המטרה! לפעמים המניות הטובות והזולות, הן המניות שאינן פופולאריות ועל כן הן נסחרות בזול. בהשקעות ערך צריכים סבלנות ועצבי ברזל, לא פעם קורה שעד שהשוק מבין שהמניה זולה ועד שהיא עולה לוקח המון זמן. בהשקעות ערך קורה ולעיתים לתקופות ארוכות, ששוק המניות עושה הרבה יותר מההשקעה. ומהצד השני עומד הלקוח הישראלי שהוא לקוח בעייתי. הוא חושב שהוא מבין יותר מכולם, יש לו יועצים רבים, מהחברים מהמשפחה ועד יועצים פנסיונים ויועצי השקעות, שמסבירים לו תמיד שהתיק שלו לא מנוהל טוב ושהוא יכול היה להרוויח יותר.

הלקוח תמיד ישווה את תיק ההשקעות שלו למה שרווחי ביותר באותה תקופה, כשמחירי הנדל"ן עולים הוא ישווה את תיק ההשקעות שלו לדירות, כששוק המניות יעלה הוא ישווה את תיק ההשקעות שלו למניות וכשהתיק ירד בתקופות מסוימות הוא ישווה אותו לפק"מ ויאמר שבפק"מ הוא לא היה מפסיד.

המשקיע המסורתי יבדוק את תיק ההשקעות שלו בתדירות גבוהה, ישנה את מרכיב המניות בתיק לעיתים קרובות, בדרך כלל יקטין מניות לאחר ירידות בשוק ויבקש להגדיל מניות לאחר עליות בשוק. הלקוח יעבור ממנהל תיקים אחד לשני בשל הבדלי תשואות של אחוז או שניים בשנה מסוימת, שינויי שיעשה גם בקופות גמל וקרנות השתלמות. הלקוח ימכור את קרנות הנאמנות שלו אם בתקופה של כמה חודשים הן יעשו פחות מהמדד, הלקוח תמיד יתלונן ותמיד יחשוב שהוא לא הרוויח מספיק.

כמה משקיעים אתם מכירים שמושקעים במניות של ברקשר האתווי המנוהלת ע"י וורן באפט עצמו? אני פגשתי אלפי לקוחות בחיי, בודדים ביותר החזיקו את מניית ברקשר. אחרים פשוט העדיפו לקנות ולמכור מניות בעצמם.

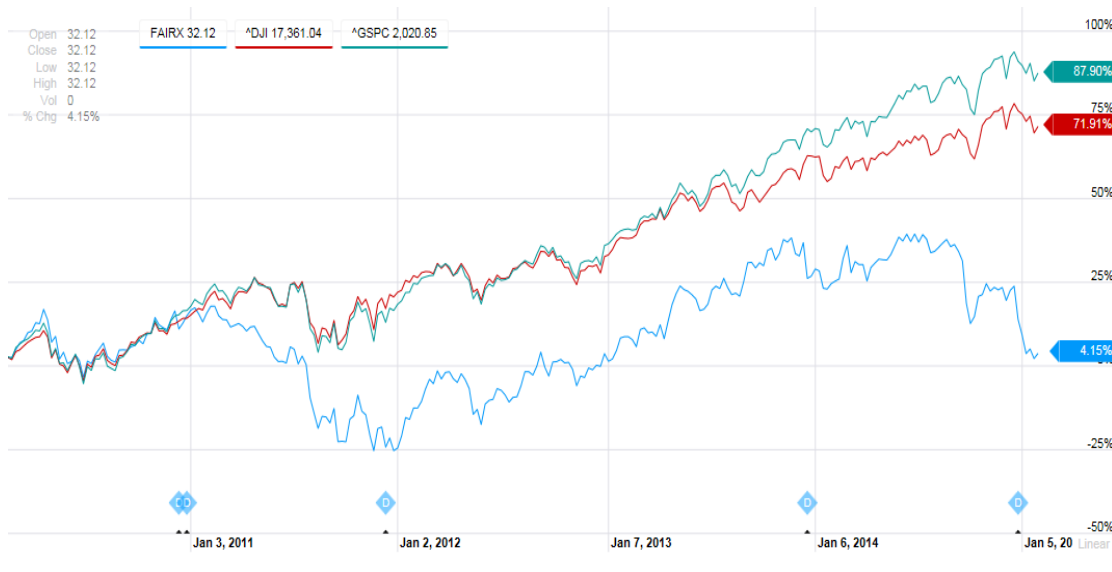
כולם יודעים שוורן באפט הוא אחד המשקיעים הטובים בעולם אם לא הטוב ביותר, וכולם יכולים ליהנות מיכולתו ועדיין הם לא עושים זאת.

תכונות אלו של המשקיעים (לא כולם רק הרוב) הם הסיבה שבתי השקעות לא משקיעי ערך. בתי השקעות מתפרנסים מלקוחותיהם ולכן הם תמיד חייבים לספק את רצונות הלקוח גם אם

בטווח הארוך זה לא תמיד לטובתו. לכן בד"כ בתי השקעות יעדיפו תיקים שמרניים או קופות שמרניות עם תנודתיות נמוכה, כדי שלקוחות לא ייבהלו בירידות ויינטשו אותם.



גרף א: תיק השקעות ערך (בכחול) לעומת מדדי המניות.



גרף ב: תיק השקעות ערך (בכחול) לעומת מדדי המניות.

גרפים השוואתיים בין תיק השקעות ערך (בארה"ב) בכחול למדדי הדאו ג'נס וה S&P500 האם בית השקעות ירצה להסתכן בתמונת מצב זו?, בה הם מנהלים תיק, קרן, קופה או קרן השתלמות עם תוצאות נחותות משוק המניות בעשרות אחוזים. האם בתחרות הקיימת בתחום הזה הכוללת ריבוי יועצים, תדירות קצרה של משך ההשקעה של לקוחות, ובחינת תשואות על פני

תקופות קצרות היו נשארם לקוחות בישראל לאותם מנהלים המוצגים בגרפים. הרי הפיגור בתשואות מול המדדים מסתכם בעשרות אחוזים והינו מתמשך מספר שנים. בגרף העליון (גרף א') מדובר על כשנתיים ובגרף התחתון (גרף ב') מדובר על פיגור של עשרות אחוזים בתשואה מצטברת של ארבע שנים.

ברור לחלוטין שאם היה מדובר על קרנות נאמנות בארץ עם תוצאות כאלו, יועצים בבנקים היו מוכרים את כל החזקותיהם, אותן קרנות לא היו מקבלות דירוגים, לקוחות היו מוכרים את החזקותיהם בקרנות ובטוח שלא היו קונים אותם, ולא מין הנמנע שאותם מנהלי קרנות היו אפילו מושמצים בכתבות בעיתון על חוסר ההצלחה שלהם.

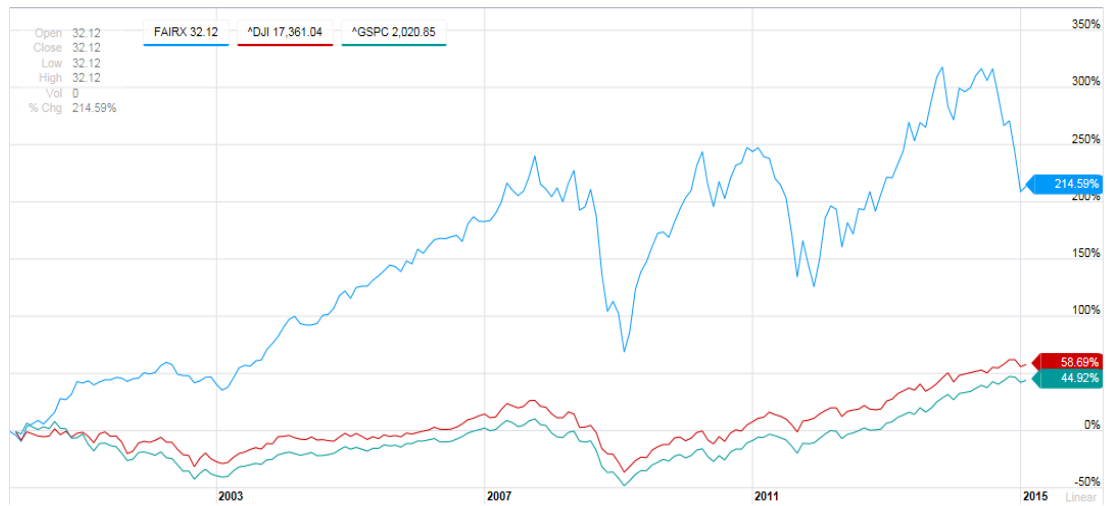
איך בחו"ל זה עובד? אינני יודע, יתכן שזו מנטאליות שונה, יתכן שזו תפיסה שונה לגבי השקעות וטווחי השקעה, יתכן והם פחות חרדתיים מהישראלים. אני לא יודע! מה שברור שהשקעות ערך זו דרך חיים, זו ממש אמונה ומי שלא נתפס באמונה הזאת לא יחזיק מעמד בתקופות של פיגור ביחס לשוק.

דרך אגב הגרף העליון (גרף א) הוא הגרף של מניות ברקשר האתווי ובפרספקטיבה ארוכת טווח הוא נראה כך:



הדאו וה S&P נראים כמו קו שטוח למטה ביחס לתשואות של וורן באפט.

הגרף השני (גרף ב) מתאר את הקרן Fairholme fund המנוהלת ע"י ברוס ברקוביץ, אחד ממנהלי הערך המוערכים ביותר בוול סטריט. בפרספקטיבה ארוכת טווח הוא נראה כך:



בשורה התחתונה הסבלנות משתלמת, אבל צריך אופי בשביל זה!

יעילות של מדד משקל שווה (EW) במדדים מוטי טכנולוגיה וצמיחה

שיטת חישוב המדד ע"י מתן משקל שווה לכל המניות הבונות את המדד ניקרא "מדד במשקל שווה" (Equal Weight). צורת חישוב זו של המדד שונה מאופי חישוב המדד המסורתי אשר נותנת משקל גבוה יותר לחברות בעלות שווי שוק גבוה, ומעניקה לחברות בעלי שווי שוק נמוך משקל נמוך. השקעה במדד מניות במשקל שווה פותרת מספר בעיות:

1. מאפשרת פיזור רחב יותר של המשקיע, במדד ת"א 25, למשל, 6 מניות מהוות יותר מ-50% מהרכב המדד, כלומר, המשקיע שקנה את המדד לצורך יצירת פיזור, קיבל בפועל פיזור חלקי בלבד.
2. השקעה במדד במשקל שווה עומדת בקנה אחד עם עקרונות של השקעת ערך. שהרי בעדכון המדדים מניות שעלו חזק ובשל כך שווי השוק שלהם גדל, משקלם גדל במדד. כלומר בפועל נעשית הגדלה של מניות, לאחר עלייתם והקטנה של מניות לאחר שירדו, ושווי השוק שלהם ירד.

שיטת המשקל שווה הוכחה כרווחית על מדד ה S&P500. תעודת הסל RSP העוקבת אחר מדד ה S&P500 במשקל שווה הניבה תשועה עודפת על פני המדד המסורתי בכ- 70% במהלך 12 השנים האחרונות (תקופת המדידה בין השנים 2003 ועד סוף 2014). מתוצאות אלו עולה השאלה האם תשואות אלו הושגו בגלל אופי המניות הבונות את המדד או ששיטה זו יעילה גם לסוגים אחרים של מניות בעלי תנודתיות גבוהה יותר ופוטנציאל צמיחה רב יותר. לשם כך בעבודה זו, תיבחן יעילות השיטה גם על מדדים מוטי טכנולוגיה ומוטי מניות צמיחה. מדד הנאסד"ק 100 הינו מדד אשר המרכיב העיקרי של החברות הבונות אותו הינן חברות טכנולוגיה, אשר מטבע הדברים חלקן מאופיינות בצמיחה מואצת, הגדולה יותר ממניות תעשייה וקמעונאות מסורתיות.

Index Sector Weightings ⁸	Weight
Technology	40.06%
Communications	32.29%
Consumer, Non-Cyclical	18.59%
Consumer, Cyclical	7.59%
Industrial	1.14%
Basic Materials	0.34%

טבלה 1: חשיפה ענפית של מדד הנאסד"ק 100.

ניתן לראות על פי טבלה 1, כי מעל 70% מהחברות המרכיבות את המדד הינן חברות בתחום הטכנולוגיה והתקשורת. תעודת ה-QQEW הינה תעודת סל העוקבת אחר מדד הנאסד"ק 100 במשקל שווה. התעודה הונפקה בסוף אפריל 2006. מיום הנפקתה של התעודה ועד סוף ינואר 2015 ניתן להבחין בגרף 1, כי היא השיגה תשואת חסר של קרוב ל 34% ביחס למדד היחס המקביל.



גרף 1: QQEW לעומת מדד הנאסד"ק 100.

בתקופה זו המשקיעים ב-QQEW נהנו ממדיניות חלוקת דיבידנדים עקבית לעומת המשקיעים במדד הרגיל בסך של \$1.044 ליחידה, המהווה תשואת דיבידנד של כ- 5.25%

על ההשקעה (ראה טבלה 2- דיבידנדים ב QQEW). אם כי בתוצאה הסופית הניבה ההשקעה במדד משקל שווה תשואה מצטברת של 118.56% (כולל דיבידנדים) לעומת תשואה של 147% בנאסד"ק 100 עצמו.

Prices					
Date	Open	High	Low	Close	
Sep 23, 2014				0.025 Dividend	
Jun 24, 2014				0.106 Dividend	
Mar 25, 2014				0.174 Dividend	
Dec 18, 2013				0.083 Dividend	
Sep 20, 2013				0.015 Dividend	
Jun 21, 2013				0.05 Dividend	
Mar 21, 2013				0.02 Dividend	
Dec 21, 2012				0.137 Dividend	
Sep 21, 2012				0.094 Dividend	
Jun 21, 2012				0.059 Dividend	
Dec 21, 2011				0.053 Dividend	
Jun 21, 2011				0.053 Dividend	
Dec 21, 2010				0.083 Dividend	
Jun 22, 2010				0.04 Dividend	
Dec 22, 2009				0.045 Dividend	
Jun 23, 2008				0.007 Dividend	

טבלה 2 : דיבידנדים שחולקו לאורך השנים בתעודה QQEW .

הסיבה העיקרית של פיגור המדד במשקל שווה של מניות הנאסד"ק 100 מול המדד עצמו נובעת מאופי החברות הבונות את המדד. במדד הנאסד"ק 100 : 10 חברות המהוות כ 10% מהחברות הבונות את המדד, מהוות 47% ממשקל המדד עצמו (טבלה 3).

Index Holdings Information as of 12/31/14

Top 10 Index Companies [†]	Weight
Apple Inc.	13.42%
Microsoft Corp.	7.94%
Google Inc.-Class C	3.70%
Intel Corp.	3.64%
Facebook Inc.-Class A	3.60%
Google Inc.-Class A	3.13%
Amazon.com Inc.	2.98%
Cisco Systems Inc.	2.95%
Gilead Sciences Inc.	2.95%
Comcast Corp.-Class A	2.59%

טבלה 3: 10 המניות בעלות המשקל הגבוה במדד נאסד"ק 100.



גרף 2: AAPL AMZN GILD לעומת ה-QQEW.

שלוש מניות המרכיבות את המדד בשיעורים גבוהים עלו מסוף אפריל 2006 ועד סוף ינואר 2015 בשיעורים של בין 662% ל 1,055%. כלומר התרומה המצטברת של שלושת מניות אלו לעליית הנאסד"ק 100 מסתכמת ל 189%. בפועל המדד עלה בתקופה זו רק 147% כלומר שאר המניות המרכיבות את המדד הטו את תשואת המדד מטה. אם בוחנים את תרומתה של מניית אפל עצמה לתשואת המדד מסתבר כי רק מניית אפל תרמה

לתשואת המדד כולו כ - 141% (13.42% ממשקל המדד ותשואה של 1055%). כלומר
בנטרול מניית אפל מדד הנאסד"ק 100 בעצם כמעט ולא הניב תשואה.
תרומתה של מניית אפל למדד הנאסד"ק 100 בשקל שווה מסתכמת בפחות מ 10% במצטבר,
שהרי כל מניה מקבלת במדד משקל שווה משקל של 1%. כמו כן נעשה עדכון משקולות כל
תקופה כך שמניות שעלו חזק ומשקלן עלה במדד נמכרו בחלקן.
מפה אנו למדים כי בפועל נאסד"ק 100 במשקל שווה נתן תשואה עודפת על פני המדד עצמו
בנטרול מניית אפל.

סיפורה של מניית אפל הוא סיפור יוצא מן הכלל של חברה יצרנית וחדשנית המאופיינת
בקצבי צמיחה ובפיתוח מוצרים יוצא דופן. אם כי סיפור אפל הוא באמת אירוע יוצא מן הכלל
וקשה לדעת אם יחזור על עצמו בעתיד.
בכל מקרה מי שזיהה את הפוטנציאל במניית אפל ורכש את ה QQEW ב 90% מההשקעה
וב 10% מכספו רכש את אפל, קיבל תוצאה טובה יותר מלהחזיק את המדד עצמו.

השקעות על בסיס תשואת הדיבידנד

בשנת 1992 פורסמה אסטרטגיית השקעות מבוססת על תשואת דיבידנד בספרו של מיכאל אוהיגנס (Michael O'Higgins) "לנצח את הדאו".
התיאוריה התבססה על רכישת מניות בעלות תשואת הדיבידנד הגבוהה ביותר מבין מניות המרכיבות את מדד הדאו ג'ונס.

השיטה אומרת שיש לבחור בסוף כל שנה את 10 המניות מתוך 30 מניות הדאו, שנתנו את תשואת הדיבידנד במהלך השנה החולפת הגבוהה ביותר ולהחזיק אותן למשך שנה. כל סוף שנה יש לבצע בדיקה חוזרת, ובמידה ויש שינויים ברשימה, יש לרכוש את המניות החדשות שהצטרפו לרשימה ולמכור את המניות אשר נגרעו מהרשימה. על פי אוהיגנס בבדיקת השיטה במשך 17 שנים עלה כי שיטה זו מנצחת את המדד בכ-6.8% במוצע שנתי (השיטה הניבה תשואה ממוצעת שנתי של 17.9% לעומת תשואה ממוצעת שנתי של 11.1% בדאו ג'ונס). שיטה זו קיבלה את השם כלבי הדאו (אם כי בספרו של בנג'מין גראהם, כלבי הדאו היא שיטה שבה קונים את 10 המניות בעלות המכפיל רווח הנמוך מכלל מניות הדאו ג'ונס).
בבדיקה שערכתי, השיטה נבחנה על פני השנים 2010-2014. קניות שנעשו והוחזקו במהלך 2010 נעשו על פי נתוני תשואה בשנת 2009 ונרכשו ביום 31.12.2009, בתום כל שנה בתאריך ה 31.12 נעשו שינויים במבנה התיק.

סימול החברה	שם החברה	מחיר סגירה 2009	תשואת דיבידנד 2009	מחיר סגירה 2010	תשואת דיבידנד 2010	מחיר סגירה 2011	תשואת דיבידנד 2011	מחיר סגירה 2012	תשואת דיבידנד 2012	מחיר סגירה 2013	תשואת דיבידנד 2013
T	AT&T Inc.	\$28.03	5.85%	\$29.38	5.85%	\$29.87	5.89%	\$33.71	5.34%	\$35.16	5.23%
VZ	Verizon Communications	\$33.13	5.73%	\$35.78	5.45%	\$39.98	5.00%	\$43.27	4.76%	\$49.14	4.31%
DD	Du Pont De Nemours	\$33.67	4.87%	\$49.88	3.29%	\$46.17	3.55%	\$44.98	3.82%		
KFT	Kraft Foods Inc	\$27.18	4.27%	\$31.51	3.68%	\$37.74	3.07%				
MRK	Merck & Co Inc	\$36.54	4.16%	\$36.04	4.22%	\$37.90	4.43%	\$40.94	4.20%	\$50.05	3.52%
CVX	Chevron Corp	\$76.99	3.53%	\$91.25	3.16%					\$12.49	3.20%
PFE	Pfizer Inc.	\$18.19	3.52%	\$17.51	4.57%	\$21.83	4.03%	\$25.08	3.83%	\$30.63	3.40%
MC	McDonald's Corp	\$62.44	3.52%	\$76.76	3.18%			\$88.21	3.49%	\$97.03	3.34%
HD	Home	\$28.9	3.11%								

	Depot	3	%							
		\$54.1	3.10							
BA	Boeing	3	%							
	Johnson &			\$61.8		\$65.9	3.46	\$70.1	3.48	
JNJ	Johnson			5	3.49%	8	%	0	%	
INT	Intel			\$21.0		\$24.4	3.44	\$20.6	4.36	\$25.3
C	Corp			3	3.42%	0	%	2	%	95
	General					\$18.2	3.73	\$20.9	3.62	\$28.03
GE	Electric					3	%	9	%	
	Procter and					\$66.6	3.15			
PG	Gamble					7	%			
	Hewlett-							\$14.2	3.72	
HPQ	Packard							5	%	
CSC	Cisco									\$22.43
O	Systems									3.03
										%
MSFT	Microsoft Corp.									\$37.41
										2.99
										%

טבלה 1: מניות "כלבי הדאו" לשנים 2010-2014.

ארבע מניות נשארו במהלך כל התקופה בתיק (PFE, MRK, VZ, T) בשאר המניות היה צורך בשינוי במהלך חמש שנים אלו.

שנים	אסטרטגית כלבי הדאו	תשואת DJIA
2010	15.50%	11.00%
2011	12.20%	5.50%
2012	5.70%	7.30%
2013	30.30%	28.10%
2014	7.00%	7.50%
סה"כ	91%	73%

טבלה 2: השוואת תשואות.

התוצאות שהתקבלו אכן הטיבו עם מבצעי האסטרטגיה כפי שניתן לראות בטבלה 2: השוואת תשואות. האסטרטגיה הניבה תשואה עודפת של כ-18% מעל תשואת מדד היחס.

פיזור או ריכוז?

על פי אסטרטגיית מניות דיבידנד בדאו (כלבי הדאו) התקבל כי בחמש שנים האחרונות הייתה עדיפות לרכישת מניות פרטניות הנותנות תשואת דיבידנד גבוהה מול השקעה בדאו. שיטת השקעה זו מתמקדת בקנייה של 10 מניות מתוך 30 מניות המרכיבות את מדד הדאו ג'נס ובעלות תשואת הדיבידנד הגבוהה ביותר. העיקרון היא רכישה של המניות על סמך נתוני השנה שעברה ולאחר כל שנה יש לבצע בדיקה מחודשת של המניות. מניות חדשות שייכנסו לרשימה על פי האסטרטגיה ייקנו ומניות שייצאו מהרשימה יימכרו.

אסטרטגיה זו מחלקת את ההשקעה במספר מצומצם יחסית של מניות (סה"כ 10). ועל כן חסרונה או יתרונה מתבטא בחוסר הפיזור של ההשקעה.

אסטרטגיה זו הניבה תשואה של 91% במהלך השנים 2010-2014 ונתנה תשואה עודפת של כ- 18% מעל תשואת מדד היחס.

פיזור השקעות ברמת העיקרון מקטין את התלות של המשקיע בקומץ מניות בודדות, ובכך מקטין את הסיכון להפסד במידה ויש אירוע חריג במניה אחת או במספר מניות, מצד שני חוסר הפיזור נובע מכך שמתרכזים בקומץ מניות טובות בעלות תשואת דיבידנד גבוהה. ככל שנפזר ביותר מניות נכלול גם מניות פחות איכותיות וראיה לכך היא כי המדד עצמו הניב תשואה פחותה מאסטרטגיה זו.

ניתן לרכוש תעודות סל המורכבות ממניות עם מדיניות חלוקת דיבידנדים וחברות הנוהגות להגדיל את הדיבידנד המחולק לאורך השנים.

SDY - תעודת הסל מכוונת להשגת תשואה המקבילה לערך ולתשואת של מדד S&P High Yield Dividend Aristocrats התעודה משתמשת באסטרטגיה השקעה פסיבית על מנת לעקוב אחרי תשואת המדד, הכולל את מניותיהן של חברות אשר מציגות תשואת דיבידנד גבוהה לאורך זמן. בין החברות הכלולות יש את בנק אוף אמריקה, קונסולידייטד אדיסון וקומריקה.

DVY - הינה תעודת סל הכוללת 100 חברות המובילות בתשואת הדיבידנד שלהן במשך 5 השנים האחרונות, וחברות בהן יחס הדיבידנד למניה צמח במשך שנים אלו. התעודה משקיעה בחברות בארה"ב, ביניהן - מקדונלדס, קימברלי קלארק, שברון, ג'נרל מיילס, ווטסון, היינז, קוקה קולה, אלטריה, קראפט, מרק ועוד.

השוואה בין תעודות הסל הנ"ל, מדדי היחס ושיטת כלבי הדאו העלתה את התוצאות הבאות.

DVY	SDY	P 500&S	DJIA	Dogs	Year
17.8%	16.4%	12.80%	11.00%	15.50%	2010
11.8%	7.1%	0.00%	5.50%	12.20%	2011
10.5%	11.6%	13.40%	7.30%	5.70%	2012
28.9%	30.1%	31.80%	28.10%	30.30%	2013
14.9%	13.8%	11.40%	7.50%	7.00%	2014
115.4%	106.1%	87.8%	73.0%	91.0%	תשואה מצטברת

בחמש שנים בו נעשה המדגם התעודת סל DVY הכוללת 100 חברות, הניבה את התשואה הגבוהה ביותר. בשנים אלו מתבטא יתרון הפיזור גם בתעודת ה-SDY אשר הניבה תשואה של 106%.

לפעמים החיים פשוטים - תעודת סל חוסכת מהמשקיע לעקוב, לבדוק, להחליף מניות כל שנה, פותרת בעיית פיזור ותלות במרכיב נמוך של מניות, ובשנים אלו גם נתנה תמורה גבוהה.

נדל"ן בארה"ב דרך שוק ההון

לאחר משבר ההיי טק בשנת 2000, בשל סביבת הריבית הנמוכה החל שוק הדיור בארה"ב לשגשג. המערכת הבנקאית החלה במתן משכנתאות בהיקפים נרחבים, משכנתאות בריבית נמוכה ובאחוזים גבוהים מאוד משווי הנכס הנרכש והמשועבד לבנק. הלוואות אלו ניתנו ביד רחבה גם לבעלי יכולת כלכלית מועטה, הלוואות שקיבלו את הכינוי הלוואות "סאב-פריים". הלוואות ניתנו לרב כנגד הנכס המשועבד וללא דרישה של הון עצמי מצד הרוכש, כשהסיכון אותו נוטל הרוכש הוא אובדן הנכס במידה של אי עמידה בהחזר ההלוואה. האפשרות של רכישת נכס נדל"ן ללא צורך בהון עצמי העצימה כמובן את הדרישה להלוואות וגרמה לעליות חזקות במחירי הנדל"ן בכל רחבי ארה"ב. הביקוש שהלך וגבר להלוואות הוביל לגיוס נרחב של כספים ע"י הבנקים למשכנתאות באמצעות אגרות חוב (ניירות ערך מגובי משכנתאות). בשנת 2006 ענף משכנתאות ה"סאב פריים" נכנס למשבר, והחלה עליה משמעותית במספר הלווים אשר לא יכלו לעמוד בהחזרי המשכנתא. הדבר הביא לעליה בפרמיית הסיכון של ההלוואות, שתורגמה באופן מיידי לריבית בה לוו הבנקים למשכנתאות והביאה לגל פשיטות רגל של גופים שהלוו בשוק ה"סאב פריים". כדור השלג החל להתגלגל וגרם לפילה במחירי הנדל"ן וקריסה של שוק אגרות החוב ושוק המניות, ובסופו של דבר למשבר נזילות חמור של כל המערכת הבנקאית בשל אי היכולת בגיוס כספים. התוצאה - הידרדרות כלכלית של ארה"ב ועצירת מתן הלוואות כמעט מוחלטת לרכישת נדל"ן. אי עמידת הלווים בהחזרים הביאה את הבנקים לעיקולים של נכסים בהיקפים עצומים. בשל הצורך המיידי של הבנקים בנזילות נמכרו הנכסים במכירות פומביות ובמכרזים במחירים נמוכים ב 60%-80% מתחת למחיר הרכישה ושוי ההתחייבות שנטלו מהבנק לצורך רכישת נכסים אלו.

כמו כל משבר חזק המלווה בפאניקה, בפסימיות יתר וירידות מחירים חזקות, הוא ייצר גם הזדמנויות. משקיעים החלו לרכוש נדל"ן במחירי מציאה מהבנקים, חלקם הגדול רכש במחירים הנמוכים יותר מעלות הבנייה.

לא פעם אנחנו רואים מודעות בעיתונות ובאינטרנט המציעות למשקיעים נכס נדל"ן בארה"ב תוך הבטחה של תשואה גבוהה ופוטנציאל רווח מעלייה בשווי הנכס. פעולת רכישת נכס היא פעולה לכשעצמה שאינה פשוטה. לפני רכישת הנכס צריך להבין איפה הנכס ממוקם, איזור הנכס וסוג האוכלוסייה המתגוררת באזור, מצב הנכס עצמו, בדיקה של ההתחייבויות וחובות הקיימות על הנכס, רישום הנכס וכו'. לאחר הרכישה הטיפול לא ניגמר, יש לדאוג להשכיר את הנכס, לדאוג לגבות שכר דירה בזמן, לתחזק את הנכס. פעולות אלו דורשות הבנה וזמן ואינן ניתנות לעשייה בשלט רחוק. לשם כך יש צורך בקבלת שירותי ניהול אשר

פוגעים בתשואה השוטפת הנובעת מהנכס. (שלא לדבר על בעיות בנכס, תיקוני רטיבות, חימום, אינסטלציה ועוד).

אחת הדרכים להשקיע בנדל"ן בארה"ב דרך שוק ההון, היא ע"י רכישה של תעודת סל המחזיקה בחברות ריט (REIT- Real Estate Investment Trust). חברת REIT היא חברה שמחזיקה, מנהלת, ולפעמים גם מפתחת נדל"ן. ההכנסות שלה מגיעות בעיקר מהשכרת נכסים לדיירים. כדי להיחשב REIT, חברה צריכה להשקיע לפחות 75% מהנכסים שלה בנדל"ן, ולפחות 75% מהמכירות שלה צריכות להגיע משכירות. לפחות 90% מהרווח צריך להיות מחולק לבעלי המניות בצורת דיבידנד, והחברה פטורה מלשם עליו מס. בנוסף, לחברה צריכים להיות לפחות 100 בעלי מניות שונים, ולקבוצה של 5 אנשים או פחות מותר להחזיק עד 50% מהחברה. האפשרות של השקעה בתעודות סל המכילות מניות של חברות ריט היא עצומה.

רשימת תעודות סל המחזיקות חברות REIT

REIT ETFs			
Symbol	Name	Index	Issuer
Diversified			
VNQ	REIT ETF	MSCI US REIT Index	Vanguard
NYSE	Dow Jones U.S. Real Estate Index Fund	Dow Jones U.S. Real Estate Index	iShares
RWR	SPDR DJ Wilshire REIT ETF	Dow Jones U.S. Select REIT Index	State Street
ICF	Cohen & Steers Realty Major	Cohen & Steers Realty Majors Index	iShares
Sectors			
FIO	FTSE NAREIT Industrial/Office Index Fund	FTSE NAREIT Industrial/Office Capped Index	iShares
REZ	FTSE NAREIT Residential Index Fund	FTSE NAREIT All Residential Capped Index	iShares
REM	FTSE NAREIT Mortgage REITs Index Fund	FTSE NAREIT All Mortgage Capped Index	iShares
RTL	FTSE NAREIT Retail Index Fund	FTSE NAREIT Retail Capped Index	iShares
International			
RWX	SPDR DJ Wilshire Intl Real Estate	Dow Jones Global ex-U.S. Real Estate Securities Inde	State Street
RWD	SPDR DJ Wilshire Global Real Estate ETF	Dow Jones Global Select Real Estate Securities Inde	State Street
GRI	Cohen & Steers Global Realty Majors ETF	Cohen & Steers Global Realty Majors Index	ALPS
WPS	S&P World ex-US Property	S&P Developed ex US Property Index	iShares
DRW	Global ex-US Real Estate Fund	WisdomTree Global ex-US Real Estate Index	WisdomTree
VNQI	Global ex-U.S. Real Estate Index Fund	S&P Global ex-U.S. Property Index	Vanguard
IFAS	FTSE EPRA/NAREIT Asia Index Fund	FTSE EPRA/NAREIT Developed Asia Index	iShares
IFEU	FTSE EPRA/NAREIT Europe Index Fund	FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index	iShares
IFGL	FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate ex-U.S. Index Fund	FTSE EPRA/NAREIT Developed Real Estate ex-U.S. Index	iShares
TAD	China Real Estate ETF	AlphaShares China Real Estate Index	Guggenheim
Leveraged & Short			
DRN	Daily Real Estate Bull 3x Shares	MSCI US REIT Index (300%)	Direxion
DRV	Daily Real Estate Bear 3x Shares	MSCI US REIT Index (~300%)	Direxion
URE	Ultra Real Estate	Dow Jones U.S. Real Estate Index (200%)	ProShares
REK	Short Real Estate	Dow Jones U.S. Real Estate Index (~100%)	ProShares
SRS	UltraShort Real Estate	Dow Jones U.S. Real Estate Index (~200%)	ProShares
Other REITs ETF Worth Noting			
PSR	Active U.S. Real Estate Fund		Invesco Power
FRL	Focus Morningstar Real Estate Index ETF	Morningstar Real Estate Index	FocusShares
FTY	FTSE NAREIT Real Estate 50 Index Fund	FTSE NAREIT Real Estate 50 Index	iShares
ROOF	IQ US Real Estate Small Cap ETF	IQ US Real Estate Small Cap Index	IndexIQ
KBWY	KBW Premium Yield Equity REIT Portfolio	KBW Premium Yield Equity REIT Index	Invesco Power
Other Real Estate Related ETFs (not REITs)			
XHB	SPDR Homebuilders ETF	S&P Homebuilders Select Industry Index	State Street
FLM	ISE Global Engineering and Construction Index Fund	ISE Global Engineering and Construction Index	First Trust
Other Dividends & High Yield ETFs (not REITs)			
LQD	iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond Fund	iBoxx \$ Liquid Investment Grade Index	iShares
PFF	S&P US Preferred Stock Fund	S&P U.S. Preferred Stock Index	iShares
VPU	Utilities ETF	MSCI US Investable Market Utilities 25/50 Index	Vanguard
PCEF	CEF Income Composite Portfolio	S-Network Composite Closed-End Fund Index	Invesco Power
IDV	Dow Jones EPAC Select Dividend	Dow Jones EPAC Select Dividend Index	iShares
FGD	DJ Global Select Dividend Index Fund	Dow Jones Global Select Dividend Index	First Trust
DEM	Emerging Markets Equity Income Fund	WisdomTree Emerging Markets Equity Income Index	WisdomTree
DWY	SPDR S&P International Dividend ETF	S&P International Dividend Opportunities Index	State Street
DOO	International Dividend ex-Financials Fund	WisdomTree International Dividend ex-Financials In	WisdomTree
HGI	International Multi-Asset Income ETF	Zacks International Multi-Asset Income Index	Guggenheim

תעודת הסל הגדולה, המפוזרת והזולה ביותר הינה ה- VNQ המנוהלת ע"י וואנגארד.

השקעה בתעודת סל המשקיעה בקרנות ריט חשפה את המשקיעה לעשרות אלפי נכסי נדל"ן בכל רחבי ארה"ב. השקעה ב- VNQ מתאריך 1.1.2009, אחרי הנפילות החזקות של הנדל"ן בארה"ב הניבו למשקיע תשואת דיבידנד מצטברת של 35% ורווח הוני של כ- 86% עד סוף ינואר 2015.



וכל זאת מבלי לחפש נכס, לנסוע ולבדוק נכסים, להיפגש עם מתווכים, לשבת עם עו"ד לחתום על חוזים.....

תכירו את מר שוק

אחת הדרכים שמציג בנג'מין גראהם בספרו המשקיע הנבון את ההתמודדות עם תנודתיות השוק ונותן הסבר על האופן שבו משקיע צריך להתייחס לתנודתיות זו, נעשית תוך כדי משל על מר' שוק.

"תארו לעצמכם שיש לכם חלק בעסק פרטי כלשהו שעליו שילמתם \$1000. אחד השותפים שלכם, ששמו מר' שוק, הוא אדם מסביר פנים ביותר. מדי יום הוא אומר לכם מה לדעתו השווי של החלק שלכם ומציע לכם לקנות אותו מכם או לחילופין למכור לכם חלק נוסף על פי האומדן שלו.

לעיתים נראה האומדן שלו מתקבל על הדעת ומוצדק נוכח מאפייני העסק ומהלכיו כפי שאתם מכירים אותו. מצד שני, לעיתים קרובות מניח מר' שוק להתלהבותו או לפחדיו להשתלט עליו, והאומדן שהוא מציע נראה לעינכם מטופש.

אם אתם משקיעים פיקחים או אנשי עסקים שקולים, האם תניחו לשיחה היומית עם מר' שוק לקבוע את דעתכם על ערכה של החזקה של \$1000 בחברה? רק אם אתם מסכימים איתו או ברצונכם לסחור עמו. אולי תשמחו למכור לו כשהוא נותן לכם מחיר גבוה במידה מגוחכת, ובאורח דומה תשמחו לקנות ממנו כשהמחיר שלו נמוך. אך בשאר הזמן תעשו בחוכמה אם תבססו דעה משלכם על ערך החזקותיכם, המורכבות מדו"חות מלאים של החברה על מעמדה הכספי ומהלכיה.

המשקיע האמיתי נמצא באותה עמדה כשהוא מחזיק מניות רשומות. הוא יכול לנצל את מחיר השוק היומי או להניח לו, כפי שמכתיבים שיקול דעתו ונטייתו. עליו לשים לב לתנודות חשובות במחיר, אחרת לא יהיה לו על מה להפעיל את שיקול דעתו. ניתן לתאר מצב שבו תנודות אלה עשויות להעניק לו אות אזהרה שטוב יעשה אם ישים אליו לב- או במילים פשוטות, למכור את מניותיו מפני שמחירן ירד, בציפייה לעתיד גרוע יותר. לדעתנו, אותות אלה מטעים לפחות באותה תדירות שהם מסייעים. ביסודו של דבר, לתנודות המחיר יש רק משמעות חשובה אחת למשקיע האמיתי. הן מעניקות לו הזדמנות לקנות בתבונה כשהמחירים נופלים בהדות ולמכור בתבונה כשהם עולים במידה ניכרת. בזמנים אחרים טוב יעשה אם ישכח מהבורסה וימקד את תשומת לבו בתשואת הדיבידנד ובביצועי החברות שלו."

כה אמרו ה"גורואים" של וול-סטריט - נקודות היסטוריות

לאורך ההיסטוריה של שוק ההון, קראנו ושמענו הערכות על השווקים מפי טובי מומחי ההשקעות ומפי טובי האנליסטים של וול-סטריט.

להלן ציטוטים של חלקם:

1. במהלך 1999, לאחר תשואה של 117.3% בחמשת החודשים הראשונים של השנה, חזה מנהל תיק ההשקעות של קרן האינטרנט מונומנט, אלכס צ'ונג, שהקרן שלו תניב 50% לשנה בשלוש עד חמש השנים הבאות ומוצע שנתי של 35% בעשרים השנים הבאות. במקום להתייחס לצ'ונג כאפטמיסט מגוחך, המשקיעים הגדילו את השקעותיהם במעל 100 מליון דולר בקרן שלו. השקעה של \$10000 בקרן האינטרנט מונומנט במאי 1999, התכווצה עד \$2000 בקירוב בסוף שנת 2002.
2. בשנת 1999, לאחר שקרן אמרידו טכנולוגי צברה רווח של 248.9%, לגלג מנהל תיק ההשקעות אלברט וילר על כל אדם שהעז לפקפק בכך שהאינטרנט אינו מכונה בלתי-נגמרת לעשיית כסף: "אם אתם לא בתחום, לא תעמוד בתחרות. אתה בסוס ועגלה, ואני בפורשה. אתה לא מעוניין באפשרויות צמיחה פי עשר? אז לך למישהו אחר." השקעה של \$10000 בקרן של וילר בסוף 1999, ירדה לשווי של \$1195 בסוף שנת 2002. אחת הנפילות הגדולות ביותר בתולדות תעשיית קרנות הנאמנות.
3. בפברואר 2000, הכריז מנהל קרן הגידור ג'יימס ג' קרמר שמניות חברות האינטרנט הן היחידות שכדאי לרכוש כעת. "המנצחות של העולם החדש". כפי שכינה אותן "הן היחידות שעולות בהתמדה בזמנים טובים ורעים." קרמר אף עקץ את גראהם: עליכם לזרוק החוצה את כל התבניות והנוסחאות והספרים שהתקיימו לפני הרשת. אם היינו משתמשים במה שגראהם ודוד מלמדים אותנו, לא היה לנו גרוש". המניות החביבות על קרמר לא "עלו בהתמדה בזמנים טובים ורעים". עד סוף 2002, אחת מכל עשר חברות פשטו את הרגל, והשקעה של \$10000 המפוזרות בצורה שווה על פני בחירותיו של קרמר איבדו 94% והותיר את המשקיעים עם סכום של \$97.44.
4. בתאריך 7.12.1999 הופיע קווין לנדיס, מנהל קרן הנאמנות פירסטהאנד, בתוכנית הטלוויזיה מאניליין של רשת CNN. כאשר נשאל אם הערכת המחיר של מניות התקשורת האלחוטית מוגזמת - שכן רובן נסחרות במחיר של פי עשרות מונים מערכן האמיתי - ללנדיס הייתה תשובה מן המוכן, "זה לא טרוף" ירה בחזרה. "הביטו בצמיחה עצמה, בערך המוחלט של הצמיחה הוא עצום." בין השנים 2000-2002, איבדה נוקיה,

- היציבה ביותר מבין מניות התקשורת של לנדיס, רק 67% מערכה - בעוד הגרועה ביותר, וינסטאר קומיוניקיישן, איבדה 99.9%.
5. בתאריך 18.1.2000 הכריז רוברט פרויליך, אסטרטג השקעה בכיר בקרן קמפר, בוול סטריט ג'ורנל: "זה סדר עולמי חדש. אנו רואים אנשים שמתעלמים מכל החברות הנכונות ומכל האנשים הנכונים בעלי החזון הנכון רק מפני שמחיר המניות שלהן גבוה מדי - זה הטעות הגדולה ביותר שמשקיע יכול לעשות". המניות החביבות על פרויליך, סיסקו סיסטמס ומוטורולה, צנחו במעל 70% עד סוף 2002. המשקיעים איבדו 400 מיליארד דולר על סיסקו לבדה, יותר מסך התפוקה הכלכלית המשותפת של הונג קונג, ישראל, כווית וסינגפור.
6. בתאריך 10.4.2000, במהדורת העיתון ביזנסוויק, ג'פרי מ' אפלגייט, שהיה באותה התקופה אסטרטג ההשקעה הבכיר בחברת ליהמן ברדרס, שאל באופן רטורי: "האם הבורסה מסוכנת היום יותר מאשר לפני שנתיים, רק מפני שהמחירים גבוהים יותר? התשובה היא לא." באפריל 2000, כששאל אפלגייט את השאלה הרטורית שלו עמד מדד הדאו על 11,187 נקודות והנאסד"ק על 4,446. בסוף 2002 קרטע הדאו סביב 8,300, והנאסד"ק התכווץ עד 1,300.
7. 7.1.1973 פרסם הניו יורק טיימס ראיון עם אחד מבכירי החזאים הכלכליים בארה"ב, שדחק במשקיעים לקנות מניות ללא היסוס, "נדיר מאוד שניתן להיות שורי ללא הגבלה כמו שאפשר עכשיו". שמו של חזאי זה היה אלן גרינספאן, יו"ר העתידי של הבנק הפדרלי. 1973-1974 היו השנים הגרועות ביותר לצמיחה כלכלית ולבורסה מאז השפל הגדול.
8. 3.12.2001 הכריזה קייט לירי לי, נשיאת חברת תיזמון השוק ר"מ לירי ושות'. "זה הזמן שבו תרצו להיות בשוק" והוסיפה שהיא חוזה שהמניות "נראות טוב" לרבעון הראשון של 2002. לאורך שלושת החודשים הבאים הניבו המניות תשואה זעומה של 0.28%, 1.5% פחות מהריבית שהייתה נהוגה על מזומנים.
9. ב- 10.3.2000, היום בו הגיע מדד הנאסד"ק לשיא כל הזמנים של 5,048.62, אמר רלף אקמפורה, האנליסט הטכני הבכיר של פרודנטיאל סקיריטיז, ליו.אס.איי טודיי, שהוא צופה שהנאסד"ק יגיע לרמה של 6,000 תוך 12 עד 18 חודשים. לאחר חמישה שבועות הנאסד"ק התכווץ לרמה של 3,321.29.
10. ב- 5.5.2000 הכריז לופקין וג'נרט, אסטרטג שוק בדונלדסון, כי יש "מרווח של 200 או 300 נקודות בלבד מצדו התחתון של הנאסד"ק ואלפיים מצדו העליון". הנאסד"ק המשיך לקרוס עד שהגיע לקרקעית ב 9.10.2002 ברמה של 1,114.11.

11. במרץ 2001, אבי ג'וסף כהן, אסטרטגית השקעות בכירה בגולדמן זקס ושות', חזתה שמדד ה S&P500 יסגור את השנה על 1,650, והדאו יסיים את 2001 על 13,000. "אנחנו לא צופים מיתון", אמרה כהן, "ומאמינים שרווחי התאגידים צפויים לגדול במגמה גוברת עד סוף השנה". כלכלת ארה"ב שקעה במיתון בעודה מדברת, ומדד ה S&P500 סיים את 2001 על 1148.08 - 30% מתחת לתחזית שלה, בעוד הדאו סיים על 10,021.5 - 23% מתחת לתחזית.
12. בסוף שנות התשעים, פורסמו מספר ספרים, הספר "דאו 36,000" של גיימס גלסמן וקווין סט, "דאו 40,000" של דיוויד אליאס ו"דאו 100,000" של צ'רלס קדלק.

דוגמאות של הערכות מוטעות יש אין ספור. חלק מהחזאים שצדקו בתקופה מסוימת טעו פעמים רבות לפני כן ואחרי זה. כמו שנאמר גם שרון מקולקל צודק פעמיים ביממה. כל מומחי ההשקעות האלו התעלמו ממילותיו הפיכחות של גראהם, "תחזיות ברורות לצמיחה עסקית לא תמיד מתורגמות לרווח ברור למשקיעים." אחרי גל עליות חזק בשוק המניות ולאחר תקופת שגשוג אנשים מפתחים עודף אופטימיות לא רציונאלית. (גם כהנמן אומר זאת).

היכולת לחזות את התנהגות שוק המניות לאורך זמן היא נמוכה מאוד. גם מודלים שהוכיחו את עצמם בתקופות מסוימות הוכחו כלא יעילים בתקופות אחרות בגלל ששוק המניות שינה את דפוס התנהגותו ובשל הפופולאריות של מודלים אלו (כשכולם פועלים באותה צורה זה לא עובד!). סיבה נוספת טמונה בפיתוח מודלים על פי פרמטרים היסטוריים, מודלים רבים מצאו תכונות משותפות למניות מנצחות וכו'. אולם לא בהכרח תכונות משותפות אלו הן הגורם להצלחתן של אותן מניות. זה דומה למסקנה שנובעת מהטענה, שרוב האנשים הבלונדינים נולדו עם שתי רגליים. האם תכונה משותפת זו יכולה להוות פרדיקציה שתאמר כי כל מי שנולד עם שתי רגלים בהכרח יהיה בלונדיני?!.

תענועי המוח ומר שוק

רוב הזמן השוק מדייק בתמחור רוב המניות. מיליוני קונים ומוכרים המתמקחים על המחיר עושים עבודה טובה בהערכת שווי החברות במוצע.

אך לפעמים המחיר אינו נכון ומדי פעם הוא מוטעה לחלוטין. גראהם משתמש במשל של מר שוק להראות את האופן שבו תמחור המניות נעשה לעיתים שגוי.

מר שוק, הסובל ממאניה דפרסיה, לא תמיד יתמחר מניה באופן שבו יעריך שמאי או קונה את ערכו של עסק. במקום זאת כאשר המניות עולות הוא ישמח לשלם עליהם יותר מערכן האובייקטיבי, וכשהן יורדות הוא מנסה נואשות להיפטר מהן במחיר נמוך מערכן האמיתי. אם כן למה אנשים מוצאים את מר שוק כל כך מפתה?

הסיבה נובעת מאופן הפעילות המוחית של המין האנושי! מוח האדם מחפש תמיד דפוסים קבועים. ממחקרים פסיכולוגים עולה כי אנשים תמיד מחפשים דפוסים קבועים גם ברצף מספרים אקראיים, למרות שנאמר להם כי אין דפוס קבוע ברצף המספרים, אנשים ינסו לנחש מה יקרה הלאה.

הסיבה טמונה באופן פעילות המוח של האדם, מוח האדם בנוי להבחין במגמות גם אם מגמות כאלו אינן קיימות. לאחר שמתרחש מאורע כלשהו פעמיים או שלוש ברציפות, חלקים במוח האדם הנקראים החגורה הקדמית וגרעין האקומבנס צופים באופן אוטומטי כי מאורע זה ישוב על עצמו.

אם מאורע אקראי זה חוזר על עצמו, משתחרר במוח הורמון הנקרא דופמין, אשר גורם לתחושה של אופוריה קלה.

על כן תענוע זה של המוח גורם למשקיעים להאמין, שאם מניה עולה ברצף כמה פעמים, היא תשוב ותעשה זאת. ככל שהמניה ממשיכה לעלות רמת ההורמון דופמין מופרש עוד וגורם לתחושה טובה יותר. בעצם נוצר מצב שאנשים מתמכרים לתחזית שלהם.

כאשר המניה צונחת, ההפסד הכלכלי מצית חלק אחר במוח הנקרא האמיגדלה. חלק זה במוח מעבד פחד וחרדה ומייצר את האינסטינקט של לחימה או בריחה (בדומה לתגובת בעלי חיים בזמן מצוקה). פעילות מוחית זו יוצרת תגובת פחד כאשר מחירי המניות יורדים.

דניאל כהנמן ועמוס טרבנקין הראו כי הכאב הנובע מהפסד אינו שקול להנאה הנובעת מרווח. הפסד של \$1000 גורם לאדם תחושת כאב שהיא כפולה מתחושת ההנאה הנובעת מרווח של \$1000.

הכאב מהפסד כספי כל כך כואב שאנשים רבים, מתוך חשש להפסדים נוספים, מוכרים את המניות שבבעלותם בקרבה לתחתית ומסרבים לשוב ולקנות.

זה מסייע להבין למה אנשים נוטים להתקבע על גובה ההפסד, או על גובה הירידה בשוק ושוכחים להביט בהפסד במונחי פרופורציה או במונחים יחסיים. אנשים יסתכלו על הערך הכספי אותו הם הפסידו, למרות שלעיתים ערך זה מהווה אחוז נמוך מאוד מתיק ההשקעות שלהם. בדומה לכך אם בטלוויזיה זועק כתב החדשות כי "השוק צולל והדאו יורד 170 נקודות!" רב האנשים יצטררו באופן מיידי למרות שמדובר על ירידה של אחוז אחד בלבד. כאשר שוכחים להביט על השינויים במחירי השוק על פי האחוז היחסי, קל מאוד להיבהל מכל שינוי זעיר.

תופעה ידוע נוספת הינה התדירות הגבוהה שבה אנשים בודקים את מחירי המניות שלהם. גראהם אמר, כי עדיף למשקיע טיפוסי אם "למניותיו לא יהיו מחירי שוק בכלל, כי כך ימנע מעצמו את ייסורי הנפש הנגרמים לו מטעויות השיפוט של אנשים אחרים". אנשים בודקים במהלך יום המסחר לעיתים עשרות פעמים מה עושות המניות בהם הם מושקעים. הדבר שקול לבדיקת שווי נכסים אחרים שבבעלותם, האם אנשים מתקשרים עשר פעמים ביום כדי לבדוק את שווייה של הדירה שבבעלותם? ואם שווי הדירה השתנה במהלך היום לרעה האם זה גורם להם לרוץ ולמכור את הדירה, התשובה ההגיונית לשאלה זו היא לא! כך משקיע צריך להביט גם על תיק ההשקעות שלו. באופן השקעה של 10 או 20 שנה אין כל חשיבות לשיגעונותיו היומיות של מר שוק. לאדם המשקיע לאורך שנים ירידות בשוק מהוות מבחינתו הזדמנות לרכישת מניות נוספות במחיר מוזל. כמו שאמר חוקר המוח אנטוניו דמאסיו: "אתם תהיו יותר בשליטה אם תבינו שאין לכם שליטה".

ניתן לקרוא עוד על הנושא בפרשנות של ג'ייסון צוויג לספרו של גראהם המשקיע הנבון, במאמרו
Are you wired from wealth ובמאמרו The trouble with humans

לא לכל תנודה בשוק יש הסבר.

על פי גישתו של בנג'מין גרהאם, משקיע ערך צריך ומוטב שיעשה כן, אם יתעלם מתנודות השוק. השוק משול על ידו לאדם טרדן ודו-קוטבי אשר מעדכן את המשקיע בשווי המניות אותם מחזיק ללא הפוגה, כשהוא פעם אחת נוטה לאופטימיות יתר ומוכן לקנות את המניות במחיר מופרז ובפעם אחרת הוא סובל מפסימיות יתר ומוכן למכור את מניותיו בכל מחיר, גם במחירים נמוכים ומגוחכים.

בטווח הארוך אותו שוק (או כפי שמתאר אותו גרהאם, מר שוק) הוא יותר רציונאלי, ומתמחר את המניות בצורה שקולה ודיי מדויקת.

המשמעות העולה מדבריו של גרהאם, שבפועל אין הסבר לכל תנודה בשוק בטווחים הקצרים גם אם בפועל מנסים להסביר אותם. אלו תענועים הנובעים מפעילות שאינה רציונאלית ולפעילות כזו אין הסבר.

דוגמא דומה לגישה זו של גרהאם אנו מוצאים בספרו של נסים ניקולס טאלב, תענועי האקראיות. שני משקיעים אלו פועלים על פי אמות מידה שונות לגמרי, בצדדים מנוגדים של הסקאלה. על פי גישתו של גרהאם, טאלב אינו משקיע מאחר ואינו פועל בכלל במניות או אג"ת, ואם כן רוצים להגדיר אותו על פי הגדרותיו הרי ברור כי טאלב הינו ספקולנט, שהרי משקיע מחשב את ערך המניה ועל פי חישובים אלו הוא מגיע למסקנה אם המניה טובה והאם היא נסחרת מתחת לערכה, על פי תוצאות אלו הוא מחליט אם לקנות אותה או לא. ספקולנט מהמר שמחיר המניה יעלה מפני שמישהו אחר יהיה מוכן לשם עליה יותר מערכה הנוכחי.

הבדלי הגישות העצום מתבטא גם ברבדים נוספים וביניהם גישתו של טאלב כי כמעט כל מה שקורה בשוק הם תנודות סטטיסטיות שניתן לנצלם לרווחים ובמיוחד מהסיכון הגדול ביותר שהוא הברבור השחור, אירוע קיצוני בלתי צפוי, שהופעתו גורמת לקטסטרופה כלכלית, ובשל היותו בלתי צפוי אינו מתומחר בשוק כהלכה.

למרות ניגודי ההשקפות התהומיות, ניתן למצוא גם קווי דמיון משותפים בגישותיהם. שניהם עובדים לפי שיטה קבועה וסיסטמית שפותחה ונבנתה על פני תקופה ארוכה, תוך צבירת ניסיון ולקחים מן העבר. שניהם מחפשים לפעול תחת סיכונים נמוכים, שניהם הצליחו לאורך שנים רבות בעולם בו שחקנים אחרים הפסידו את הונם ונעלמו. אך הדבר המשותף ביותר בין שתי הגישות הינה התפיסה כי את השוק לא ניתן לחזות מראש וכי אין הסבר לכל תנודת שוק.

בספרו של טאלב כתוב: "בזמן כתיבת שורות אלה אני רואה על מסך הבלומברג שלי את הכותרות הבאות: הדאו עולה 1.03 בעקבות ירידת שערי הריבית. הדולר נחלש ב- 0.12 בעקבות גידול במאזן הסחר של יפן. וכן הלאה לאורך העמוד. אם אני קורא נכון, העיתונאי מתיימר לספק הסבר

למשהו שאינו אלא רעש מוחלט. כאשר שער הדאו הוא 11,000 נקודות, תנודה של 1.03 היא בשיעור של פחות מ-0.01 אחוזים. היא אינה מחייבת הסבר. אין כאן דבר שאדם הגון יכול לנסות להסביר: אין שום סיבות שאותן יש להציג. אבל בדומה למרצים לספרות השוואתית, גם עיתונאים המקבלים את שכרם כדי לספק הסברים, יספקו אותם בחפץ לב."

גישות רבות לביתוח קימות בשוק ההון, רובן שונות אחת מהשנייה שנות אור. דבר אחד ברור ומשותף לחלקן. השוק הוא תנודתי ותנודות אלו הם תנודות אקראיות שאינן רציונאליות ועל כן אין צורך להתייחס אליהם ולבטח אין יכולת לחזות אותן.

האתגרים העומדים מול מנהל קרנות נאמנות

למשקיע הפרטי והנבון יש את החופש להחליט ולבחור האם לפעול באופן נכון ולהתעלם מתנודות השוק, או לרוץ אחרי התנודות של השוק. חופש זה ניתן למשקיע פרטי שעובד עבור עצמו ומאפשר לו לפעול על פי רצונותיו ואמונתו. למנהל קרן או מנהל כספים מקצועי הפועל בניהול כספי לקוחותיו, אין ברירה אלא לחקות כל אחד ממהלכיו של השוק- לקנות גבוה, למכור נמוך, וללכת בעיוורון אחרי פסיעותיו התזזיתיות של השוק. הבעיות הנפוצות:

1. מנהלי השקעות בקרנות גדולות המנהלות מיליארדי דולרים, חייבים לנוע תמיד לעבר המניות הגדולות בשוק משום שהן היחידות שניתן לקנות בכמויות הדרושות למלא את תיק ההשקעות שלהם. יוצא מכך שקרנות רבות קונות לבסוף את אותן חברות ענקיות במחיר מופרז.
2. המשקיעים נוטים לקנות יחידות השתתפות בקרנות בעת או לאחר עליית השוק. המנהלים משתמשים בכסף החדש שנוצר מיצירות הקרן לרכוש עוד מניות שכבר נמצאות בבעלותם, ובכך דוחפים את המחירים לרמות מסוכנות אף יותר.
3. כשהשוק יורד המשקיעים נוטים למכור את החזקתם ביחידות ההשתתפות של הקרן, פדיונות אלו מתורגמות לפעולת מכירה על ידי מנהל הקרן. בדיוק כשם שהתנהגות המשקיעים גורמים למנהל הקרן לקנות מניות בעת שהמחירים מנופחים, כך הם גורמים למנהל הקרן למכור מניות כאשר מחירן הופך להיות נמוך ומהווה הזדמנות לקנייה.
4. מנהלי קרנות רבים בארה"ב נהנים מבונוסים על השגת תשואות עודפות מעל תשואות השוק, כך שהם משווים את ביצועיהם באובססיביות לאומדנים כמו מדד ה-S&P500. כאשר חברה מתווספת למדד מסוים, מאות קרנות רוכשות אותה בכפייתיות. אם הם לא יעשו כן והמניה תעלה חזק, מנהלים אלו יצטיירו כטיפשים על כך שלא רכשו את המניה, מאידך אם ירכשו את המניה והיא תרד אין איש שיבוא בהאשמות כלפיהם.
5. קיימת ציפייה גוברת ממנהלי קרנות להתמחות בתחום ספציפי. בדומה לרופא המשפחה שהפך למומחה לאלרגיות ילדים או מומחה אף אוזן גרון לקשישים, מנהלי הקרנות צרכים לקנות רק מניות בתחום מומחיותם, "מניות צמיחה קטנות" או רק "מניות בערך ממוצע" או מניות "מיזוג גדולות" אם החברה הופכת גדולה מדי, קטנה מידי, זולה מידי או יקרה מידי- מנהל הקרן חייב למכור אותה גם אם הוא היה רוצה להמשיך ולהחזיק אותה.

מנהלי הקרנות מומחים וטובים ככל שיהיו, פועלים בעבור קהל לקוחות רחב ומפוזר מאוד, אותו קהל לקוחות הוא הציבור הרחב. אותו ציבור שרץ לקנות מניות לאחר ששמע או קרא כי הבורסה עלתה עשרות אחוזים, אותו ציבור שגורם לשוק בתקופות של עלייה להמשיך לעלות עוד ולנפח את מחיר המניות הרבה מעבר לערכן הריאלי. אותו ציבור שרץ למכור מניות בפאניקה והיסטריה כשיש ירידות בשוק ודוחף את המניות מתחת לערכן הריאלי. זה הציבור שבדרך פעולתו מכתוב למנהל הקרנות כיצד לפעול, הרבה פעמים בניגוד לרצונותיו!.

נגזרים פיננסיים ככלי עזר למשקיע הערך

"נשק פיננסי להשמדה המונית" – כך הגדיר וורן באפט במכתבו שנשלח למשקיעי ברקשר האתווי בשנת 2002, את הסיכון בנגזרים פיננסיים. הנגזרים הפיננסיים ומורכבותם מהווים "סיכון מגה-קטסטרופלי" לסוחרים בהם ולמערכת הכלכלית כולה.

שוק הנגזרים הוא כמו "גיהנום, קל להיכנס אליהם אך כמעט ובלתי אפשרי לצאת" ציין באפט לאחר שחברת ג'נרל רה סקויריטיס חברת בת של חברת הביטוח ג'נרל רה אשר נרכשה על ידי ברקשר, הפסידה כ- 180 מיליון דולר בשנת 2002.

בשנת 2008 התברר לכל כי וורן באפט צדק גם בהערכה זו. כל המערכת הפיננסית בארה"ב הזדעזעה, חברת AIG הפסידה קרוב ל 30 מיליארד דולר, לימהן ברזרס פשטו את הרגל, ביר סטרנס ומריל לינץ' קרסו ונרכשו בשל חשיפתם לענף המשכנתאות באמצעות מכשירים פיננסיים ונגזרים, לפני מיי ופרדי מק חולצו ע"י הממשל האמריקאי.

הנגזרים הפיננסיים משמשים בעיקר למטרות:

1. הגנה 2. רכישת נכס בסיס 3. ספקולציה.

האופציות הנסחרות בארה"ב הינן אופציות אמריקאיות הניתנות למימוש לנכס הבסיס לאורך כל חיי האופציה.

ברור כי האופציות מהוות כלי מסוכן למי שסוחר בהן ובעיקר למי שמשתמש בהן לשם הימור וספקולציה על כיווני השוק או טווחי הפקיעה הצפויים.

אם כי האופציות האמריקאיות יכולות לשמש כלי עזר יעיל וטוב למשקיע הערך הסבלני. מטרתו של משקיע ערך במשפט אחד, הוא לקנות חברה טובה במחיר מציאה. מחיר מציאה היא פונקציה של זמן. יכול לקחת זמן רב עד שיהיה גל ירידות אשר ייצר את הזדמנות הקניה אם בכלל.

המשמעות היא כי משקיע ערך יכול להיות במשך תקופה ארוכה עם כסף נזיל ובהמתנה ארוכה להיווצרות מציאות אלו.

מספר דרכים לארוב למציאות:

1. למי שיש את הזמן לעקוב באופן שוטף אחרי השוק ולראות האם המניות אותן הוא מעוניין לקנות, מגיעות לרמות הקניה הרצויות.
2. הצבת הוראות קנייה מתמשכות במחירי הקנייה הרצויים. במידה והמניות הרצויות ירדו למחיר המתאים הוראת הקנייה הממושכת תבוצע.
3. אפשרות של שימוש בנגזרים פיננסיים.

המשקיע ערך יכול לכתוב אופציית PUT מחוץ לכסף במחיר מימוש בו הוא מעוניין לקנות את המניה.

כתיבת האופציה בשלב המידי מכניסה לחשבון הלקוח את הפרמיה הנובעת מכתיבת האופציה, במידה והמניה יורדת מתחת למחיר המימוש תמוש האופציה למניות הרצויות לפי מחיר מימוש. הפעולה במהותה דומה להצבת הוראת קנייה מתמשכת במחיר הרצוי, היתרון בכתיבת אופציית PUT על המניה במחיר הרצוי מאפשרת לקבל פרמיה על הכסף הנזיל ובשל כך לשפר את התשואה לאורך זמן.

דוגמא מספרית:

בנק אוף אמריקה BAC עמד ביום 10.2.2015 במחיר של \$ 16.47.

משקיע הערך מעוניין לקנות את מניות הבנק בשער \$15.

כתיבה של אופציית PUT על בנק אוף אמריקה לתאריך ה-15.1.2016 תכניס ללקוח \$100

(מחיר האופציה \$1 * 100). במידה ובנק אוף אמריקה ירד לרמות של \$15 ומטה תמוש

האופציה ל 100 מניות בעלות של \$ 1500, לאחר הפחתת הפרמיה שהתקבלה ירכוש המשקיע

את המניות לפי \$14. במידה והמניה לא תרד למחיר הרצוי המשקיע ירוויח \$100 שהתקבלו

במועד הכתיבה. הסיכון טמון בירידה חזקה יותר במניות בנק אוף אמריקה, נניח ל \$10. המשקיע

יקנה דרך מימוש האופציה ב\$14 את המניה, אך כמשקיע ערך זה המחיר בו הוא רצה לקנות

מראש את המניה.

אלופי הערך

במסגרת כנס של יובל להוצאת הספר " ניתוח מניות -Analysis Security" שניכתב ע"י בנג'מין גראהם ודייב דוד, אשר התקיים בשנת 1984 באוניברסיטת קולומביה, נשא וורן באפט נאום על טיבה של גישת הערך.

בנאום זה התחיל באפט בהסבר על יעילותו של השוק ועל התפיסה השגויה המקובלת בקרב הפרופסורים מהאקדמיה, כי שוק המניות יעיל ועל כן אין אפשרות להשיג תשואה גבוהה יותר מהשוק לאורך זמן. יעילותו של שוק מתבטאת בכך שמחירי המניות משקפים את כל המידע הידוע על החברה הנבחנת ועל מצב הכלכלה. התיאורטיקנים הללו טוענים שאין מניות הנסחרות מתחת לערכן ועל כן השגת תשואה גבוהה יותר מהשוק לאורך זמן היא תוצאה של מזל בלבד, המחיר משקף את כל המידע הזמין והידוע, אין שום שיטה שתוכל להציג תשואות מעל לשוק. לשם המחשת הנושא באפט נתן דוגמא. נניח כי מתקיימת תחרות לאומית של הטלת מטבע, נניח לרגע כי במשחק הטלת המטבע משתתפים 225 מליון אמריקאים, אשר קמים בבוקר מטילים מטבע וצריכים לנחש מה יצא, "עץ או פלי". מי שניחש נכון, מקבל דולר, מי שטעה משלם דולר. בכל יום המפסידים יוצאים מהמשחק וההימור הופך כל הזמן להיות גבוה יותר, שכן המפסידים משלמים את כל מה שהם צברו כרווח עד כה למנצחים.

לאחר עשרה ימים ועשר הטלות, יישארו במשחק כ 220 אלף איש אשר צברו עד כה קצת יותר מ \$1000 כל אחד. לאור התכונות האנושיות, האגו של קבוצה זו יתחיל להתנפח. גם אם הם ינסו להישאר צנועים יהיו פעמים שהם יתרברבו על הצלחתם ועל השיטות שהם פיתחו, על כושר ההבחנה שלהם ויכולת הניתוח המעמיק שהם משתמשים בו לצורך חיזוי הצד הנכון בהטלת המטבע.

לאחר עשרה ימי משחק נוספים, יישארו רק 215 איש אשר הצליחו לנחש עשרים הטלות מטבע ברצף בצורה נכונה. כל אחד מ 215 איש אלו הרוויח במשחק קצת יותר ממיליון דולר. כמובן שהאגו האנושי פועל כך שקבוצה זו תרגיש כקבוצת עלית, הם יתחילו לכתוב ספרים כיצד הפכו דולר אחד למיליון דולר בעשרים ימים ובעבודה של שלושים שניות ביום, יתחילו להעביר סמינרים על שיטות יעילות להטלה וחיזוי צד המטבע וכו'.

כמובן שהעולם האקדמי יאמר כי הכול מזל ותוצאות דומות היו מתקבלות גם אם 225 מליון אורנג-אוטנים היו משחקים במשחק. אך האם ההתייחסות האקדמית הייתה מזלזלת כך אם היה מתגלה כי 40 אורג-אוטנים מהזוכים הם מאותו גן חיות הנמצא באומהה שבנברסקה. מציאת ריכוז חריג כזה של הצלחות, היה משנה את הגישה וסביר להניח כי היו נעשים מחקרים על אותם אורג-אוטנים בכדי למצוא מאפיינים מיוחדים שמקשרים בין כל אותן הצלחות.

זה הבסיס ואופן המחקר האקדמי והמדעי, הבדיקות המדעיות נשענות על התבנית הזאת. כך לדוגמא, מנסים לנטר סיבות למחלת סרטן נדירה בארה"ב. מתוך 1500 חולים במחלה זו נמצא כי 400 חיים בעיירה קטנה במונטנה. ברור שתוצאה זו תביא לבדיקה של מי התהום בעיירה, העיסוק של אותם חולים וכל זאת ע"מ למצוא מכנה משותף לכול החולים כבסיס למציאת גורם למחלה.

בדומה לבחינת אזורים גיאוגרפים, ניתן לבחון גם מקורות אינטלקטואלים, לדוגמא אם למשל מספר גבוה מזוכי הטלת המטבע בעולם ההשקעות, מגיעים מאותו כפר אינטלקטואלי קטן שמכונה "כפר גראהם ודודסוויל". ריכוז גבוה זה אינו יכול להיות אקראי.

לקבוצה זו של משקיעים היה אב ומורה רוחני אחד בנג'מין גראהם, כל אחד מילדיו אלו פעל בצורה שונה. הם קנו ומכרו מניות שונות, ובכל זאת כולם השיגו תוצאות חריגות לטובה לאורך זמן. המורה הרוחני שלהם לימד אותם את הדרך, את אופן המחשבה, אך כל אחד מהם יישם את התיאוריה בדרך שונה. הדבר היחידי המשותף בין כולם זה שהם כולם מחפשים סטיות בין מחיר החברה בשוק לבין הערך האמיתי שלה. הם לא עסוקים בשיחה על בטא (beta), או על קורלציה בין ניירות-ערך שונים. נושאים אלו אינם מעניינם אותם. המשתנים היחידים המעניינים אותם הם ערך ומחיר.

באפט מביא דוגמא של תשעה משקיעי ערך איתם עבד, כל אחד בא מרקע אחר, ובסופו של דבר כל אחד הלך לכיוון אחר. הדבר היחידי שמשותף לכולם הוא שהם המשיכו באופן חריג להניב תשואות גבוהות ממדדי שוק המניות.

לשם בחינת המשכיות טענה זו בחנתי באופן השוואתי מספר קרנות נאמנות וחברות השקעה גדולות וותיקות אשר הוקמו מיסודן על ידי משקיעי ערך ידועים. השוואה זו באה לבחון האם אותן קרנות השיגו תשואות עודפות לאורך זמן מעל מדדי המניות. והאם באמת ניתן לטעון את הטענה כי השקעת ערך אכן היא נוסחא להצלחה.

בבדיקה שנערכה נלקחו בחישוב התשואה גם הדיבידנדים שחולקו על ידי הקרנות לאורך הזמן. הקרנות וחברות ההשקעה שהשתתפו בהשוואה.

סימול	שם	
FAIRX	Fairholme Fund	1
OARMX	Oakmark Fund	2
OARLX	Oakmark Select Fund	3
VGHCX	Vanguard Health Care	4
TAVFX	Third Avenue Value Fund	5
JCVRX	Value Fund	6
LLPFX	Longleaf Partners	7
FPPTX	FPA Capital Fund	8
MUHLX	Muhlenkamp Fund	9
BPTRX	Baron Partners Fund	10
WPVLX	Weitz Partners Value	11
LUK	Leucadia National	12
BRK-A	Berkshire Hathaway	13

ההשוואה בוצעה על פני שלוש תקופות.

1. מתאריך 1.1.2000 ועד היום 11.2.2015, תקופה של כ- 15 שנה.

2. מתאריך 1.3.2005 תקופה של כ- 10 שנים.

3. מתאריך 15.2.2010, תקופה של 5 שנים.

תשואה מ 15.2.2010	תשואה מ 1.3.2005	תשואה מ 1.1.2000	סימול	
37.3	105.6	380.5	FAIRX	1
112.8	127.8	266.7	OARMX	2
125.1	112.4	289.9	OARLX	3
160.07	138.3	527.9	VGHCX	4
51.4	55.2	195.2	TAVFX	5
87.2	46.7	97.6	JCVRX	6
91.19	77.2	214.05	LLPFX	7
61.8	93.7	300.2	FPPTX	8
53.5	18.8	145.8	MUHLX	9
142.8	144.15	250.5	BPTRX	10
117.5	103.1	187.6	WPVLX	11
11.4	52.6	244.7	LUK	12
97.5	147.9	301.3	BRK-A	13

71.78	70.12	63.33	דאו גונס	14
86.5	75.22	48.34	P500&S	15
113.73	139.47	21.5	נאסד"ק	16

מטבלת ריכוז התוצאות אנו רואים כי בתקופה של 15 שנים כל הקרנות והחברות השיגו תשואה טובה יותר מהדאו ג'נס ומה S&P500. בתקופה זו כולם השיגו תשואה גבוהה יותר מהנאסד"ק שהניב תשואה מצטברת של 21.5% בלבד בגלל משבר מניות ההייטק בשנת 2000 שפגע בו בעיקר.

בטווחים של 10 שנים, 9 חברות ניצחו את הדאו (70%), 9 ניצחו את ה S&P500 ורק 2 ניצחו את הנאסד"ק.

בתקופה של 5 שנים, 8 חברות ניצחו את הדאו (61%), 8 ניצחו את ה S&P500 ורק 4 ניצחו את הנאסד"ק.

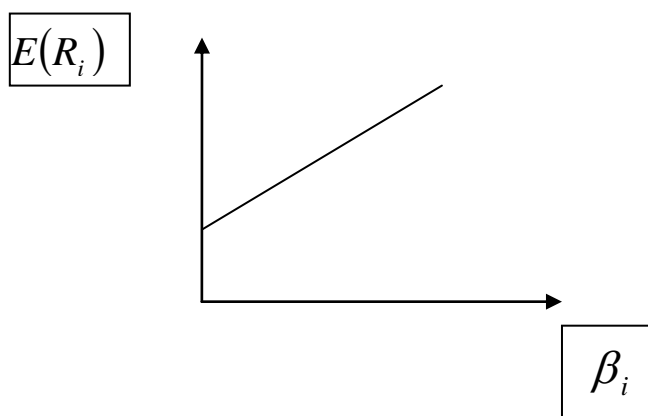
מהתוצאות המתקבלות ניתן ללמוד:

1. טענתו של וורן באפט משנת 1984 אכן הוכיחה עצמה, על פני תקופות ארוכות. אנו רואים כי על פני תקופה של 15 שנה כל משקיעי הערך שנבחנו ניצחו את המדדים. (100% הצלחה).
2. בתקופות של 10 שנים ו 5 שנים אנו רואים כי רב החברות - 70% ו 61% בהתאמה, ניצחו את מדדי הדאו וה S&P, אנו רואים שככל שזמן הבדיקה מתקצר פחות קרנות ניצחו את מדד היחס. בשנים האלו הנאסד"ק עלה חזק ואנו רואים כי רב הקרנות השיגו תשואות נחותות מהנאסד"ק. תוצאות אלו מאששות את העובדה כי משקיעי הערך מחזיקים מניות יציבות ופחות מניות טכנולוגיה ומניות צמיחה.
3. בין משקיעי הערך השונים ההתפלגות של התשואות גדולה מאוד, 11 קרנות מתוך 13 הרוויחו לאורך ה 15 שנים יותר מפי 3 מתוצאות מדד הדאו ג'נס, שהשיג את התשואה הגבוהה ביותר בין המדדים בשנים אלו.
4. גם בתוך קבוצה זו בולטת במיוחד הצלחתה של ברקשר התוואי בעיקר בטווחי הזמן הארוכים. ב 15 השנים ברקשר התוואי השיגה את התשואה השלישית הטובה ביותר מכלל הקרנות עם תשואה מצטברת של מעל 300%. ב 10 השנים האחרונות היא השיגה את התשואה הטובה ביותר 147.9%.

סיכון מול סיכוי אצל משקיע ערך- לא מה שמלמדים באוניברסיטה

אחד המודלים החשובים ביותר בעולם המימון שפותח ע"י מספר כלכלנים וביניהם ויליאם שארפ הינו מודל ה CAPM המתאר את הקשר בין התשואה הצפויה לסיכון. ככל שרמת הסיכון תעלה כך המשקיעים ידרשו פרמיית תשואה גבוהה יותר, כלומר המשקיעים ירצו להרוויח יותר במידה והם נוטלים על עצמם סיכון גבוה יותר.

לכל מניה הנסחרת בשוק יש את הקו האופייני שלה SML, המתקבל מהרצת רגרסיה ליניארית בין תשואת המניה לתשואת השוק. שיפוע הקו הינו הסיכון השיטתי של כל נכס (מכונה בטא). ככל ששיפוע הפונקציה הליניארית גדול יותר (בטא גדולה יותר) המניה מסוכנת יותר שכן על כל תנועה של השוק התנועה במניה תהיה גדול יותר. ככל שהסיכון השיטתי גדול יותר התשואה שתידרש על ידי המשקיעים תהיה גדולה יותר.

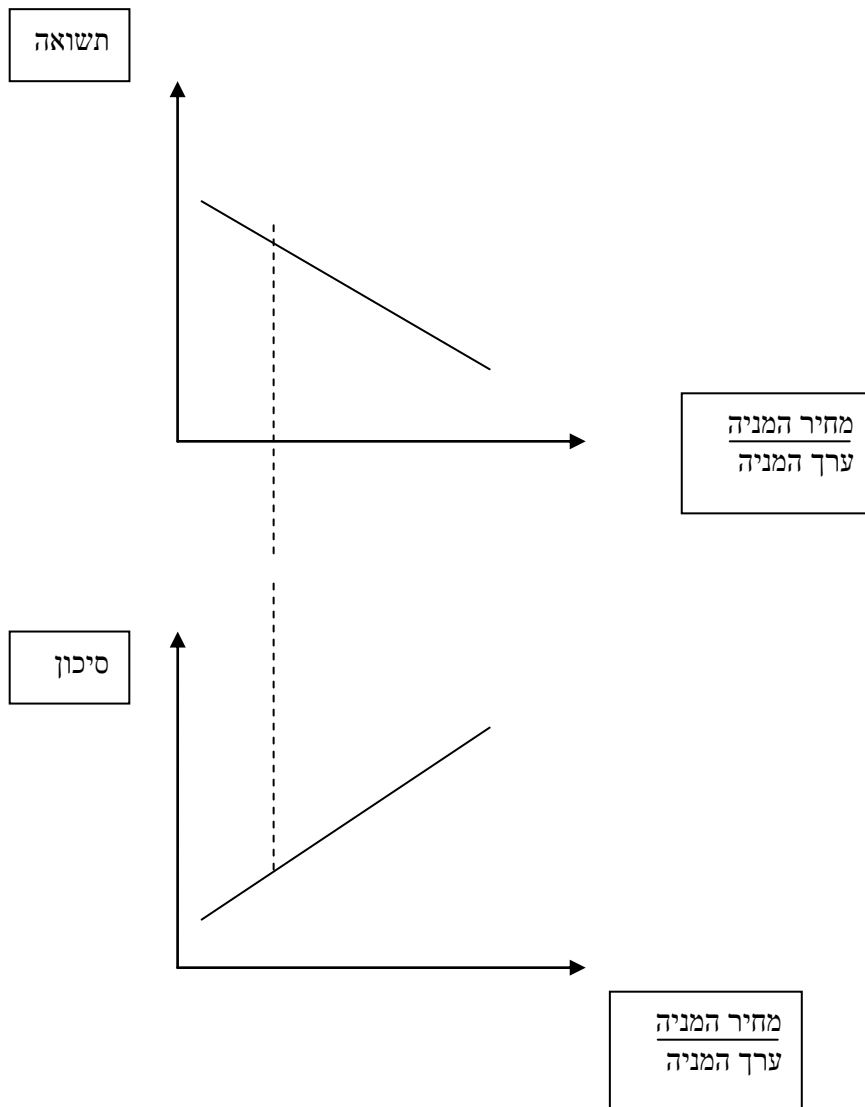


אם כן, הסיכון של מניה נובע מהתנודתיות שלה. ככל שמניה תנודתית יותר (בטא גדולה יותר) הסיכון בה גבוה יותר.

גישת הערך של גראהם בעצם טוענת הפוך. לפי גישה זו התנודתיות של המניה הנובעת מתשואת השוק אינה רלוונטית. שהרי על פי גראהם לא ניתן לחזות את השוק. גראהם מתייחס לשוק כאיש טרדן שמעדכן את המשקיע כל יום על שווי המניה ומעוניין לקנות את המניות כשהמחירן מוגזם ומעוניין למכור את המניות שמחירן נמוך מערכם האמיתי. על כן תשואת השוק אינה מהווה פרמטר לרכישת מניה כזו או אחרת.

לפי גראהם המטרה לקנות חברה טובה במחיר מציאה. מחיר מציאה הוא מחיר נמוך מערך החברה האמיתי. כלומר היחס (ערך החברה/שווי החברה בבורסה) צריך להיות נמוך מ-1. ככל שיהס זה נמוך יותר, מחיר המניות בבורסה זול יותר מערכה האמיתי של החברה. ככל שתקנה מניה במחיר

נמוך יותר התשואה עליה תהיה גבוהה יותר, ומאחר ומר שוק הוא חכם ורציונאלי בטווחי זמן ארוכים המניה תגיע בסופו דבר קרוב לערכה האמיתי ואולי אף יותר מערכה. ככל שתקנה מניה זולה יותר (יחס מחיר המניה לערכה נמוך יותר) הסיכון בקניה יהיה נמוך יותר.



גישת הערך אם כן טוענת הפוך מגישת המודלים המימוניים המקובלים הטוענים כי על מנת להשיג תשואה גבוהה יותר יש צורך בנטילת סיכון גבוה יותר. גראהם טוען שככל שתרכוש מניה זולה יותר בפועל התשואה העתידית עליה תהיה גבוהה יותר והסיכון הכרוך בהשקעה זו נמוך

יותר.

וורן באפט נאם באוניברסיטת קולומביה בשנת 1984 וכה אמר באפט:

"הקורלציה בין סיכון לסיכוי בגישת הערך היא ההיפך הגמור. הסיכון במקרה בו אתם קונים דולר אחד תמורת 60 סנט, יהיה גבוה יותר מאשר במקרה בו תקנו דולר תמורת 40 סנט, אבל הציפייה לסיכוי גבוהה יותר דווקא במקרה האחרון. כאשר מדובר במודלים הערכיים אם כן, ככל שהסיכון נמוך יותר, כך הסיכוי גבוה יותר.

לדוגמא: חברת הווינגטון פוסט נסחרה בשוק של שנת 1973 בשווי של 80 מיליון דולר. באותה שעה בדיוק, יכולתם למכור את נכסי החברה לעשרה קונים שונים תמורת 400 מיליון דולר לכל הפחות (וכנראה הרבה יותר). בבעלות החברה היו עיתון הפוסט, ניוזוויק ועוד מספר תחנות טלוויזיה גדולות. אותם נכסים שווים כיום 2 מיליארד דולר, כך שאדם שהיה משלם עליהם 400 מיליון דולר לא היה נחשב משוגע.

עכשיו, אם המניה הייתה יורדת אפילו יותר, למחיר שוק שהיה נותן לה ערך של 40 מיליון דולר במקום 80 מיליון, הבטא (Beta) שלה הייתה גבוהה יותר. ולאנשים שסבורים שבטא מודדת סיכון, המחיר הנמוך יותר היה הופך את המניה למסוכנת יותר. זה ממש "עליסה בארץ הפלאות". מעולם לא הצלחתי להבין מדוע מסוכן יותר לקנות נכסים ששווים 400 מיליון דולר תמורת 40 מיליון דולר מאשר תמורת 80 מיליון דולר."

מה בין בנג'מין גראהם ובין כלכלה התנהגותית?

הכלכלה הקונבנציונאלית מתבססת על הנחת יסוד שאומרת שכולנו רציונאליים, ע"מ לקבל החלטה ביום-יום אנחנו מחשבים את הערכים של כל האפשרויות העומדות בפנינו ולבסוף נוקטים בדרך הפעולה הטובה ביותר והרווחית ביותר. במקרה שתעשה טעות בהחלטה שלנו ונקבל החלטה שאינה אופטימאלית, כוחות השוק ישעטו עלינו מיד וישיבו אותנו לדרך הישרה והרציונאלית. על בסיס הנחות הללו הצליחו דורות של כלכלנים, החל מאדם סמית, לפתח מודלים כלכליים והתקבלו מסקנות גורפות בכל התחומים, ממיסוי ומדיניות בריאות ועד לתמחור מניות סחורות ושירותים.

בפועל אנו הרבה פחות רציונאליים מכפי שהתיאוריה הכלכלית הקונבנציונלית מניחה. ההתנהגות הלא רציונאלית של האנשים אינה אקראית או חסרת היגיון. הטעויות הינן שיטתיות, ועל כן הן גם צפויות.

על כך מתבססת הגישה החדשה הקרויה כלכלה התנהגותית. מטרתו של תחום מחקר חדש זה בא לשנות את הגישה המוטעית בתפיסת הכלכלה הקונבנציונאלית, ולהרחיק אותה מגישתה התמימה שהחלטות מתקבלות באופן רציונאלי.

תפיסת השוק המקובלת בקרב הפרופסורים לכלכלה בזרם הקונבנציונאלי היא כי שוק המניות יעיל, ועל כן אין אפשרות להשיג תשואה גבוהה יותר מהשוק לאורך זמן. יעילותו של שוק מתבטאת בכך שמחירי המניות משקפים את כל המידע הידוע על החברה הנבחנת ועל מצב הכלכלה. התיאורטיקנים הללו טוענים שאין מניות הנסחרות מתחת לערכן, ועל כן השגת תשואה גבוהה יותר מהשוק לאורך זמן היא תוצאה של מזל בלבד. המחיר משקף את כל המידע הזמין והידוע, ואין שום שיטה שתוכל להציג תשואות מעל לשוק.

יעילותו של השוק נובעת מהגישה כי החלטות מתקבלות באופן רציונאלי, כל המידע ידוע לכולם וכולם יודעים לחשב באופן אופטימאלי את ההחלטות שלהם גם לגבי השקעה במניות. פעילות מושכלת זו מביאה ליעילותו של השוק.

למרות שהכלכלה התנהגותית הינה גישה חדשנית בדיסציפלינה הכלכלית, ותפסה תאוצה בתחילת שנות ה-2000 עם זכייתו של פרופ' דניאל כהנמן בפרס נובל, אפשר להבין כי בנג'מין גראהם ראה את חוסר היעילות בשוק המניות, והבין את חוסר הרציונאליות בהתנהגות המשקיעים כבר בעשור השני של המאה ה-20.

חוסר הרציונאליות של המשקיעים ואי יעילותו של שוק המניות יוצר על פי גראהם הזדמנויות השקעה טובות למשקיע הנבון. השוק מאופיין בתנודתיות שיוצרת הזדמנויות בצורת מחיר נמוך במניות, הרבה מתחת לערכן האמיתי וכנ"ל חוסר הרציונאליות מתמחרת מניות במחיר מופרז

ויקר הרבה מערכן האמיתי. המשקיע הנבון צריך להבין זאת ולפעול בתבונה. ירידות שאינן רציונאליות יוצרות הזדמנות קניה עבור המשקיע הנבון. המשקיע הנבון גם צריך להבין שמאחר ותנודתיות השוק היא אינה רציונאלית, אין מה להתרגש מימנה. התחום של כלכלה התנהגותית הגיע לעולם הכלכלי מתחום הפסיכולוגיה. הוא אולי תחום חדש יחסית בעולם האקדמי, שהיום מרכז עניין ומחקר רב. אולם הוא תחום שהיה ידוע בקרב משקיעי ערך כבר לפני כמעט 90 שנה. **בפועל המשקיע הנבון הוא המשקיע הרציונאלי שמקבל החלטות אופטימאליות תוך הבנה כי רב האנשים אינם רציונאליים.**

הקשר בין מכפיל רווח לתשואת הדיבידנד

מכפיל הרווח של חברה (Price-Earning ratio) הינו יחס הנובע מחלוקת שווי השוק של החברה ברווח השנתי של החברה. (מכפיל רווח = רווח שנתי של החברה (E) / שווי השוק של החברה (P)).

משמעותו של המכפיל הוא תקופת הזמן שבה המשקיעים מחזירים לעצמם את השקעתם במניה, בהנחה שרמת הרווחיות של החברה לא משתנה. אם שווי השוק של החברה בבורסה הוא 1 מליון דולר, והרווח השנתי של החברה הוא 100 אלף דולר, המכפיל יהיה 10 (100 אלף/1 מליון). כלומר, על פי הנתונים כיום, ההשקעה תוחזר למשקיע בתוך 10 שנים.

המכפיל מהווה כלי השוואתי לבדיקת כדאיות השקעה בחברה, כאשר מדובר בחברות מאותו ענף בלבד. אין כל ערך להשוואת מכפילים של חברות הפועלות בענפים שונים, שכן אופי פעילותן שונה. גם כשמדובר בחברות באותו ענף, יש להתייחס למכפיל בהסתייגות שכן מכפיל הוא כלי תוצאתי של רווח ושווי השוק של החברה בבורסה, וישנם גורמים שונים המשפיעים על רווח החברה ועל שער המניה בבורסה. בחברה חדשה ודינמית הרווח עלול לעלות בשנים הראשונות בצורה תלולה לעומת רווח קבוע בחברה ותיקה. כלומר במכפיל הרווח הפשוט לא מתבטא אלמנט הצמיחה של החברה.

תשואת דיבידנד (Dividend Yield) הינה יחס פיננסי המבטא את היחס בין סך הדיבידנד שחילקה החברה בשנה האחרונה, ובין שווי השוק של החברה (שווי שוק החברה (P) / גובה הדיבידנדים שחולקו השנה (D)). תשואת דיבידנד מחושבת באחוזים, והיא משקפת את התשואה השוטפת של המשקיע על השקעתו. היא אינה כוללת את רווחי ההון מהשקעה זאת, או את הרווח העודף שצברה החברה ושחזר לקופת החברה לשימושיה. תשואת דיבידנד הינה יחס חשוב מאוד בבחינתה של חברה, בעיקר בחברות בוגרות ויציבות. בנוסף, נהוג להסתכל על יחס זה כמדד השוואה בין חברות דומות במאפייניהן.

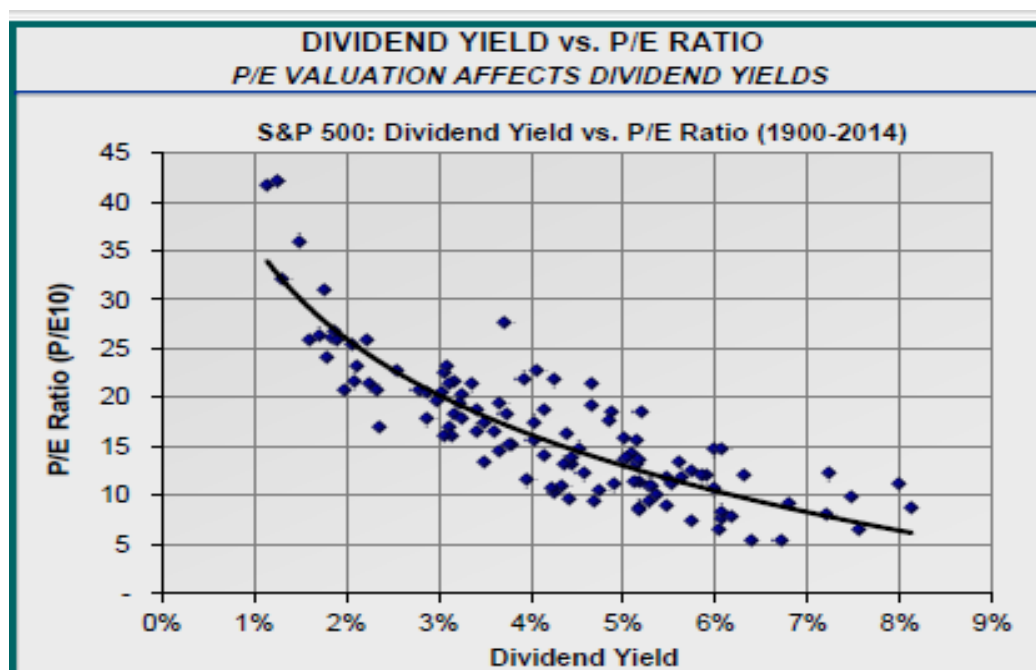
שתי גישות אלו נהוגות בקרב המשקיעים לשם ניתוח כדאיות קניה של מניה זו או אחרת, ומשמשות בסיס לשיטות השקעה שימושיות. לדוגמא: תשואת דיבידנד משמשת בסיס לקבלת החלטות בשיטת "כלבי הדאו".

חלוקת דיבידנד היא בעצם חלוקת רווחי החברה למשקיעיה, חברות גדולות נוקטות בדרך כלל במדיניות חלוקת דיבידנדים קבועה, כלומר כל שנה אחוז מסויים מהרווח מחולק לבעלי המניות. על כן ברור כי, הדיבידנד עצמו הוא פונקציה של רווחיות החברה, כשרווחי החברה גדלים כך גם הדיבידנד המחולק גדל.

אם כן למכפיל הרווח ותשואת דיבידנד יש הרבה במשותף.

מנוסחאת מכפיל הרווח P/E ותשואת דיבידנד D/P, אנו רואים שכאשר שווי שוק החברה גדל (ורווחי החברה לא משתנים), בעקבות עליות במחיר המניה, מכפיל הרווח מקבל ערכים גבוהים יותר ותשואת הדיבידנד יורדת. כאשר רווחי החברה גדלים (ושווי שוק החברה ללא שינוי) מכפיל הרווח קטן. מאחר ודיבידנד הינו פונקציה של רווחיות, באותה חברה שישנה מדיניות חלוקת דיבידנד קבועה (לדוגמא 10% מהרווח) המשקיעים מקבלים דיבידנד גבוה יותר ותשואת הדיבידנד גדלה.

הקשר בין מכפיל הרווח לבין תשואת הדיבידנד אם כן הוא קשר הופכי, כאשר המכפילים גבוהים בשוק תשואת הדיבידנד נמוכה וכאשר תשואות הדיבידנדים גבוהות המכפילים נמוכים.



וברור שכמשקיעים נרצה תמיד לקנות מניות עם מכפיל נמוך ותשואת דיבידנד גבוהה.

שיעור הצמיחה החזוי לחברות על פי מחירן בשוק

וורן באפט מעדיף חברות גדולות יציבות ורווחיות, וכמובן הוא מעוניין לקנות אותן מתחת לערך.

אולם מאוד קשה לחשב את ערכה של חברה כאשר אין יציבות ברווחיות שלה. בחברה גדולה ששולטת בענף בו היא עוסקת, ישנה יציבות בדרך כלל בהיקף המכירות ברווחיות החברה ובדרך כלל קיימת גם מדיניות חלוקת דיבידנד קבועה וארוכת שנים. בחברה כזאת ישנה היכולת להעריך בצורה יעילה את צמיחתה ולגזור את המכפיל המתאים לחברה.

מאחר ומכפיל הרווח הוא יחס שאינו מבטא צמיחה גראהם מציע דרך להתמודדות עם הבעיה ונותן נוסחא מקוצרת ופשוטה למדי להערכת מניות צמיחה.

ערך = רווחים עכשוויים (רגילים) X (פעמיים שיעור הצמיחה השנתי החזוי + 8.5)

נוסחא זו מאפשרת למשקיע להעריך שווי של חברה צמיחה ומאפשרת גם לגזור ממחיר המניה בשוק את שיעור הצמיחה שחווה השוק בחברה.

שיעור צמיחה חזוי	0%	2.5%	5%	7.2%	10%	14.3%	20%
צמיחה ב 10 שנים	0%	28%	63%	100%	159%	280%	319%
מכפיל רווחים שוטפים	8.5	13.5	18.5	22.9	28.5	37.1	48.5

טבלה: מכפילי רווחים שנתיים המבוססים על הצמיחה החזויה לפי הנוסחא המופשטת.

בחברות גדולות וותיקות ניתן לחשב את הצמיחה על ידי השוואת הרווח הממוצע של שלוש השנים האחרונות של החברה מול הרווח הממוצע של שלוש השנים המקבילות לפני עשר שנים.

	חברה א	חברה ב	
רווח ממוצע 2012-2014	\$4.95	\$2.87	
רווח ממוצע 2002-2004	\$2.08	\$1.23	
צמיחה	141%	134%	
שיעור שנתי (משוקלל)	9%	8.7%	

בחברות קטנות וכינוניות ובחברות צמיחה קשה לבצע חישובים אלו, חלק נכבד מהחברות אינן קיימות שנים רבות, חלקן הגדול מפסידות בשלב זה של חיי החברה, וחלקן עובדות על מוצרים שישנו את מודל הרווחיות הארוך טווח. תמיד קיים הפחד שהערכת צמיחה מוטעית תביא את המשקיע לרכישת חברה במחיר מוגזם. כשמניה צומחת יותר מהר מקצב צמיחת החברה, סופם של המשקיעים להצטער.

השוואת מכפילים בין מדדי מניות גדולות ובין מדדי מניות קטנות תאפשר לנו לראות האם השוק באמת מתמחר באופן שונה את סוגי המניות השונות ומהם קצבי הצמיחה שהשוק מעריך בכל קטגוריה.



הגרף משווה את המכפילים ההיסטוריים של ה S&P500 מול S&P Small Cap 600. אנו רואים כי במשך ה 10 שנים האחרונות המכפיל הממוצע של המניות הקטנות היה גבוה יותר מהמכפיל במניות הגדולות. במפולת 2008 המכפילים הפכו להיות כמעט שווים, בעיקר בגלל שהמניות הקטנות סבלו מירידות חזקות יותר מאשר מדדי המניות הכבדות. מנתונים אלו גזרתי את שיעורי הצמיחה הממוצע אותם חוזה השוק לחברות הבונות כל מדד.

Small Cap	S&P500	
25	18	מכפיל ממוצע למדד
8.5	8.5	מכפיל בסיס
16.5	9.5	קצב צמיחה בשנתיים
7.93%	4.64%	קצב צמיחה חזוי בשנה

מניתוח זה עולה כי שוק המניות מתמחר קצב צמיחה של 7.93% בממוצע לשנה במניות הקטנות, במניות הגדולות השוק מתמחר קצב צמיחה של 4.64%.

מכפיל הון - כמודל לבחירת מניות

בהרצאתו של פרופ' ברוס גרינוולד (שניתן לראותה ביוטיוב) אומר פרופ' גרינוולד בשלב מסוים (דקה 19 בהרצאה) שניתן לנצח את מדדי המניות אם קונים את המניות הזולות ביותר בהתבסס על היחס שווי שוק להון עצמי. מי שרכש את מניות הזולות ביותר לפי יחס זה ניצח את המדדים לאורך זמן (לדבריו זה עבד בכל העולם חוץ באיטליה, משום מה באיטליה זה לא עבד), למרות שכמעט שני שלישי ממניות זולות אלו פשטו את הרגל.

היחס שווי שוק להון עצמי, או בשמו הנודע **מכפיל הון** (Price-to-book ratio) הינו יחס פיננסי המחושב על ידי חלוקת שווי השוק הנוכחי של חברה בשווייה בספרים של ההון העצמי שלה.

משוואה:

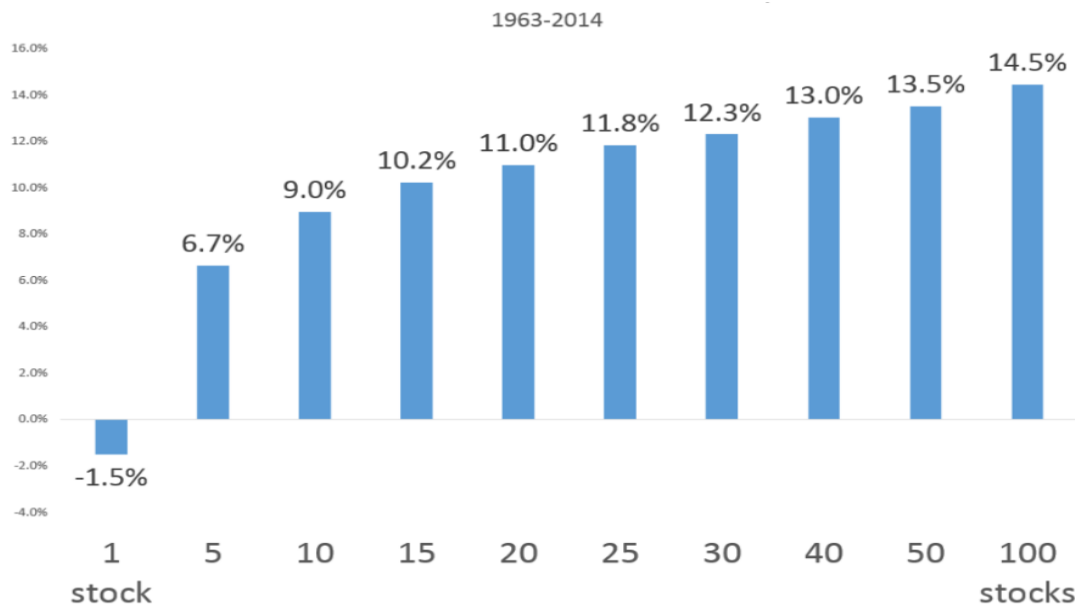
$$PBV \text{ Multiple} = \frac{\text{MarketCap}}{BV \text{ Equity}}$$

הון עצמי הוא מונח חשבונאי המציין את חלק החברה המוחזק בידי בעלי המניות, או במילים אחרות, סך נכסי החברה פחות סך ההתחייבויות שלה. ניתן לצפות שמכפיל זה תמיד יהיה גדול מ-1 כיוון שמחיר השוק של החברה מגלם בתוכו שפע הזדמנויות ותזרימי מזומנים שהחברה עתידה להפיק. במרבית המקרים זהו אכן המצב, אולם המשבר הפיננסי שפרץ בשלהי שנת 2008 הדגים כי לעתים מכפיל הון נמוך יכול לנבוע משתי סיבות. האחת, ציפיות לביצועים נחותים בעתיד, והשנייה, הפחתות צפויות בשווי הנכסים שבמאזן החברה. כאשר מכפיל ההון שווה ל-1, מחיר החברה בשוק שווה להון העצמי שלה. כאשר חברה נסחרת במכפיל הון נמוך מ-1, לכאורה משתלם לפרק את החברה- לקנות אותה במחיר השוק, למכור את נכסיה ולהחזיר את הלוואותיה, דבר שאמור להשאיר את הבעלים עם ההון העצמי, הגבוה מהמחיר בו נקנתה.

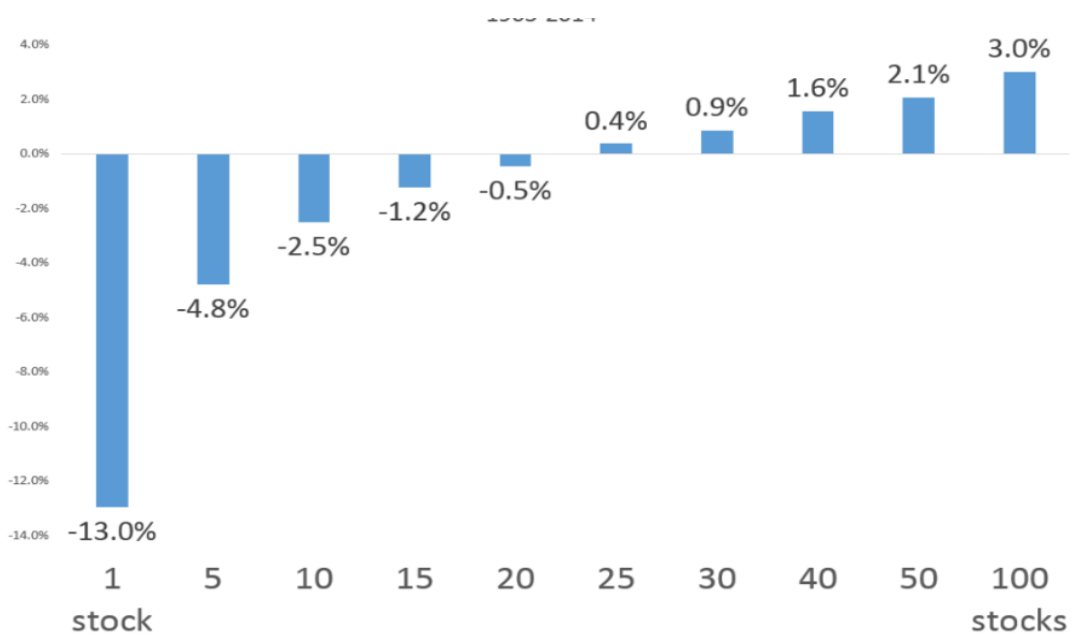
לאחרונה פורסם מאמר של Patrick O'Shaughnessy בו הוא מתאר בדיקה שאותה ביצע. כותב המאמר לקח את החברות עם היחס שווי שוק להון העצמי הזולות ביותר בארה"ב משנת 1963 ועד היום. הוא חילק את הבדיקה שלו ל 10 קטגוריות. קטגוריה הראשונה בדקה את ביצועי המניה עם היחס הנמוך ביותר כאשר כל חודש נבחנו המניות ואם נמצאה מניה עם מכפיל הון נמוך יותר, המניה הוחלפה. קטגוריות נוספות שנבחנו כללו 5, 10, 15, 20, 25, 30, 40, 50, 100 מניות בעלי מכפיל הון הנמוך ביותר. ממחקרו זה עולה כי הפיזור, על פי שיטה זו, הוא המתכון להצלחה. בחירתה של מניה אחת הובילה לתוצאה הפסדית. ככל שהפיזור גדל כך חל שיפור בתוצאות. רק בפיזור של 25 מניות התקבלה תוצאה שניצחה רק במקצת את מדדי המניות. בפיזור

של 25 מניות הושגה תשואה ממוצעת שנתית של 11.8% כשמדד המניות הכללי השיג בתקופה זו תשואה ממוצעת של 11.45% לשנה.

ככל שהתיק הפך למפוזר יותר התוצאה השתפרה, בתיק מפוזר של 100 מניות הושגה תשואה ממוצעת של 14.5% לשנה. אשר ניצחה את תשואת השוק בכ 3% בממוצע שנתי.



גרף 1: תשואה שנתית ממוצעת של תיקי מניות בעלות מכפיל הון הנמוך ביותר בין השנים 1963-2014



גרף 2: תשואת התיק בנטרול תשואת השוק.

מכפיל רווח מנצח את הדאו

מכפיל הרווח של חברה (Price-Earning ratio) הינו יחס הנובע מחלוקת שווי השוק של החברה ברווח השנתי של החברה. (מכפיל רווח = רווח שנתי של החברה (E) / שווי השוק של החברה (P)).

משמעותו של המכפיל הוא תקופת הזמן שבה המשקיעים מחזירים לעצמם את השקעתם במניה, בהנחה שרמת הרווחיות של החברה לא משתנה.

כמשקיעים נרצה לקנות חברות רווחיות במחיר נמוך. על פי גראהם מרווח הביטחון צריך להיות כזה שמכפיל הרווח יהיה נמוך בלפחות חצי ממכפיל הרווח חסר סיכון הנובע מאגרות חוב ארוכות בדירוג AAA. כלומר עם התשואה באגרות חוב אלו היא 3.5% מכפיל הרווח חסר הסיכון הוא 28.5 שנה, במצב כזה נרצה לקרנות חברה שהרווחיות שלה ביחס להשקעה הינו כ-7%, דהינו מכפיל רווח של 14.3.

בעבודה זו בחנתי את הרווחיות של תיק השקעות מבוסס קבלת החלטות על פי מכפיל הרווח. הבדיקה נעשתה על מניות הדאו ג'ונס, כשבכל תחילת שנה נבחנו מכפילי הרווח של החברות המרכיבות את המדד ונבחרו עשרת המניות בעלות המכפיל הנמוך ביותר כמרכיב התיק. מדי סוף שנה בדיקה זו נערכה שוב, והוחלפו המניות שיצאו מהרשימה עם מניות שהתווספו לרשימה. כך שמדי שנה התיק החזיק את עשרת המניות עם המכפיל הרווח הנמוך ביותר שהיה בתחילת כל שנה מכלל מניות הדאו.

הבדיקה נערכה על תקופה של שלוש שנים 2012-2014.

בטבלה מס' 1 מתוארות המניות שהוחזקו בתיק ההשקעות בכל שנה קלנדרית ואת הרווח או ההפסד שנבע מהחזקתה של כל מניה.

<u>רווח הפסד</u>	<u>2014</u>	<u>רווח הפסד</u>	<u>2013</u>	<u>רווח הפסד</u>	<u>2012</u>	
9.9% +		36.7% +		36.2% +		JP Morgan Chase (JPM)
				-43.1% +		Hewlett-Packard (HPQ)
-7.0% +		19.3% +		5.1% +		Chevron (CVX)
				1.7% +		Alcoa (AA)
27.5% +				5.8% +		Microsoft (MSFT)
-6.1% +		20.1% +		4.7% +		Exxon Mobil (XOM)
		31.0% +		-12.0% +		Intel (INTC)
		59.8% +		23.6% +		American Express (AXP)
17.0% +				1.7% +		EI DuPont (DD)
				17.0% +		Wal-Mart (WMT)
		84.7% +				Boeing (BA)
		3.4% +				Caterpillar (CAT)
		41.1% +				UnitedHealth (UNH)
19.6% +		29.1% +				Travelers (TRV)
28.0% +		16.7% +				Cisco (CSCO)
10.8% +						Goldman Sachs (GS)
5.3% +						Pfizer (PFE)
-12.4% +						IBM (IBM)

טבלה 1: טבלה המניות עם המכפילים הנמוכים ביותר בדאו בתחילת כל שנה קלנדרית.

שנה	2012	2013	2014	סה"כ
תשואת תיק ני"ע	4.10%	34.20%	9.30%	52.60%
תשואת מדד הדאו ג'נס	7.25%	26.50%	7.52%	45.88%

טבלה 2: ריכוז תוצאות.

במהלך השנים 2012-2014 התמקדות ב 10 מניות הדאו בעלות המכפיל רווח הנמוך ביותר השיגו תוצאה טובה יותר מהשקעה ישירה במדד. בשנת 2012 שימוש באסטרטגיה זו הניבה תשואה נמוכה מהדאו, בשנים 2013-2014 האסטרטגיה הניבה תשואה גבוהה יותר מהמדד.

הקשר בין מכפיל הרווח לבין ריבית חסרת סיכון

מכפיל הרווח הינו היחס ההופכי של התשואה המושגת מרווחיות החברה על השקעותינו. ברור שכמשקיעים נדרוש על השקעה במניות תשואה גבוהה יותר מריבית חסרת הסיכון במשק. דרישה זו של המשקיעים יוצרת את הקשר בין מכפיל הרווח לבין הריבית במשק. כאשר הריבית במשק נתונה, אנו כמשקיעים נבקש תשואה גבוהה יותר בשוק המניות, תשואה גבוהה יותר על השקעתנו משמעותה מכפיל נמוך.

ההיגיון המספרי של יחס הופכי זה מתבטא בצורה בוררה יותר בדוגמא הבאה: נניח משק עם ריבית חסרת סיכון של 10%. כלומר על השקעה של 10 שקלים נקבל ריבית של 1 ₪ בשנה. אנו נחזיר את השקעתנו בתום 10 שנים. אם חברה תיסחר בשוק במכפיל של 15, המשמעות שעל פי רווחי החברה אנו נחזיר את השקעתנו בתום 15 שנים. לא נראה לי כי משקיע שמבין את התמונה ירצה לרכוש מניה שההחזר בגינה יהיה ארוך יותר מההחזר הנובע בעולם שאין בו סיכון. אך בהחלט יתכן שאותו משקיע ירצה לקנות חברה זו במחיר המשקף מכפיל רווח של 5 שנים. במקרה זה המשקיע יחזיר את השקעתו על פי נתוני הרווח של החברה בתום 5 שנים בלבד, חצי מהזמן שהוא יחזיר את השקעתו בעולם ללא סיכון. כלומר התשואה המושגת על השקעתנו בגין רווחי החברה במכפיל 5 תהיה 20%, ובמכפיל 15 תהיה 6.6%. ברור שתשואה של 20% בשנה עדיפה על תשואת חסרת סיכון של 10% ותשואה של 6.6% נחותה ביחס לריבית.

קשר הופכי זה ניתן גם לראות ממודל CAPM. הקו המאפיין כל מניה (SML) הוא פונקציה ליניארית של תשואת המניה ביחס לתשואה העודפת של השוק מעבר לתשואת הריבית חסרת הסיכון במשק (משוואה 1).

אם נתייחס לתשואת המניה בערכים של מחיר מניה (משוואה 2) ונעביר אגפים נקבל את הקשר של מחיר המניה לתשואת השוק. חלוקת שתי צידי המשוואה ברווחי החברה תיתן את הקשר בין מכפיל הרווח של החברה לתשואת העודפת של השוק (משוואה 5). מפה ניתן להבין שככל ש Rf גדול יותר מכפיל הרווח יהיה קטן יותר. (וכמובן הפוך).

$$R_i = \alpha + \beta(R_m - R_f) \quad .1$$

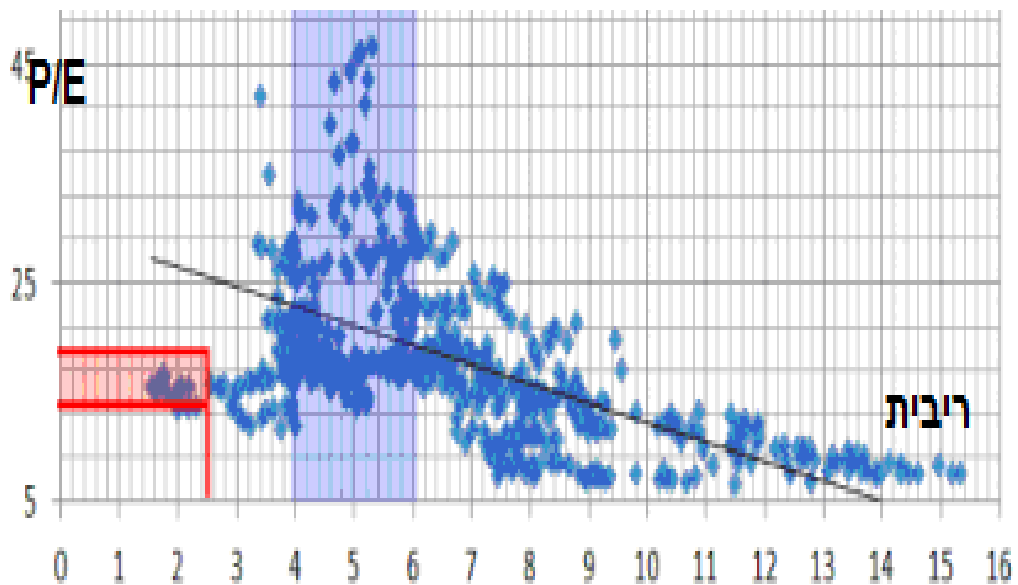
$$R_i = (P_i - P(i-1)) / P(i-1) \quad .2$$

$$(P_i / P(i-1)) - 1 = \alpha + \beta(R_m - R_f) \quad .3$$

$$P_i = (\alpha + \beta(R_m - R_f) + 1) P(i-1) \quad .4$$

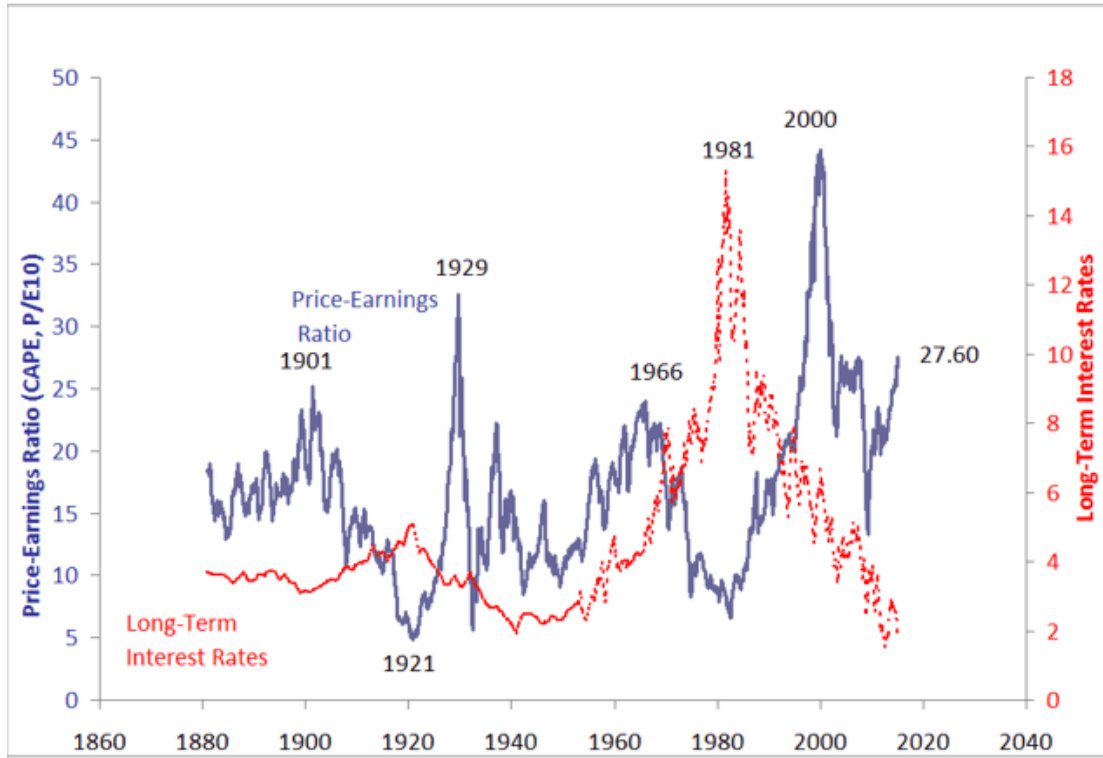
$$P_i/E = ((\alpha + \beta(R_m - R_f) + 1)P_{i-1})/E \quad .5$$

האם קשר זה בא לידי ביטוי בפועל בשוק המניות?
 בדיאגרמת הפיזור המצורפת, מוצגים נתונים של מכפיל הרווח הממוצע של ה S&P500 ממועד השקתו בשנת 1957 ועד סוף 2014. כל נקודה משקפת את המכפיל רווח של ה S&P500 ואת הריבית חסרת סיכון שהייתה במשק באותה תקופה (תשואה של אגרות חוב ממשלתיות ל 10 שנים). ניתן לראות בברור כי קשר זה מתקיים גם בשוק המניות. וקו הרגרסיה הליניארית מתאר את הקשר ההופכי הקיים בין תשואה חסרת סיכון למכפיל הרווח.



גרף א. דיאגרמת פיזור וקו הרגרסיה.

ניתן לראות גם את הקשר הנ"ל ממחקריו של פרופסור שילר. שילר עשה שינוי באופן חישוב המכפיל כך שהוא מחשב אותו מול רווחי החברות במשך עשר השנים האחרונות ובתיאום לאינפלציה, את הקשר ההופכי ניתן לראות בברור בגרף המצורף (גרף ב), בו מתואר גרף המכפילים של פרופ' שילר (בכחול) לעומת הגרף של ריבית חסרת סיכון (באדום).



גרף ב: המכפילים של פרופ' שילר לעומת ריבית חסרת סיכון.

תמחור הסיכון

מכפיל הרווח, מכפיל ההון, ותשואת הדיבידנד, הינם אינדיקטורים המאפשרים למשקיע לבחון את כדאיות ההשקעה בהיבט של מחיר המניה. האם המניה מתומחרת במחיר זול ביחס לערכה הפנימי.

כל המכפילים האלו הם מכפילים יחסיים אשר תפקידם לבחון את מחיר המניה בשוק ביחס לערך החברה, אך הם אינם נותנים כל אינדיקציה ברורה על טיב החברה והסיכון הכרוך באופן פעילותה.

לשם דוגמא: נניח שיש לפנינו שתי חברות הנסחרות בנתוני השקעה דומים מבחינת המכפילים.

נתונים של חברה א וחברה ב:

מכפיל 8.5

רווח שנתי 100

שווי חברה 850

מכפיל הון 1

תשואת דיבידנד 5%

על פי המכפילים הבסיסים נראה כי שתי החברות הן ברמת אטרקטיביות זהה. אך יתכן בכל זאת כי ישנו שוני בהרכב ההוני של החברות אשר יכול לסייע בבחירת החברה היציבה יותר והמסוכנת פחות.

ממאזני החברה ניתן לחלץ נתונים על אופן מימון החברה. ישנם מספר יחסים שתוצאתם הסופית מאפשרת לראות את רמת המינוף של החברה, כלומר כמה מסך המאזן ממומן מהון עצמי וכמה מסך המאזן ממומן מהון זר.

היחסים השונים, יחס הון עצמי לסך מאזן, יחס התחייבויות לסך מאזן, יחס התחייבויות להון עצמי וכו' הינם יחסים אשר בוחנים את רמת המינוף של החברה בווריאציות שונות, אך משמעותם זהה. ככל שחברה ממנופת יותר השימוש במקורות זרים גדול יותר ועל כן יציבות החברה נמוכה יותר. חברה אשר ההון העצמי מהווה רק 10% מהמאזן תמחק את כל ההון העצמי שלה ואף יכולה להיכנס לחדלות פירעון במידה וסך הנכסים שלה ירדו ב 10% או יותר, במקרה זה החברה תהיה תלויה רק בהון זר. חברה שמרכיב ההון העצמי שלה גבוה יותר תיפגע מירידת ערך נכסיה אך עדיין תישאר עם הון עצמי המממן חלק מהמאזן. כמובן שאם נכסי החברה יגדלו החברה הממומנת באשראי תשיג תשואה גבוהה יותר על הון הבעלים.

יחס הון עצמי למאזן – היחס בין ההון העצמי של החברה לסך כל המאזן שלה.

יחס זה מלמד על איתנותה הפיננסית של החברה.

ככל שייחס זה גבוה יותר, כך לחברה מנוף פיננסי נמוך יותר והיא נחשבת לאיתנה יותר מבחינה

פיננסית.

זאת כמובן בהשוואה לחברות אחרות הפועלות בענף.

כאשר:

מאזן - דוח כספי המתאר את מצבה הפיננסי של ישות חשבונאית ליום מסוים.

הוא מיצג את היקף הנכסים, ההתחייבויות וההון העצמי של אותה הישות נכון ליום חתימתו.

הון עצמי – מחושב כנכסים של החברה בניכוי התחייבויותיה.

סעיף מאזני זה מציג בעצם את השקעת בעלי המניות, בתוספת רווחי החברה (שלא חולקו), או בניכוי הפסדיה במשך שנים.

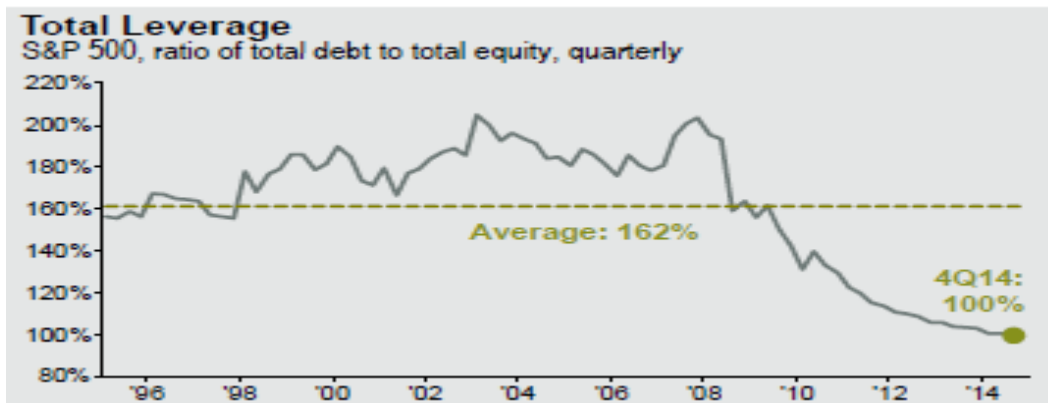
גראהם מתייחס לנושא בספרו המשקיע הנבון בפרק 11: "עוצמה כלכלית ומבנה ההון: מניה של חברה בעלת עודף מזומנים רב וללא התחייבויות לגורמים הקודמים לבעלי המניות היא ללא ספק רכישה טובה יותר (באותו המחיר) מאשר חברה בעלת רווח דומה למניה, אך בנוסף גם הלוואות בנקים וניירות ערך רבים. האנליסטים לוקחים גורמים אלה בחשבון בזהירות ובקפידה. עם זאת, כמות צנועה של אג"ח או מניות בכורה לא גורעות בהכרח מהמניות הרגילות, וכך גם לא שימוש מצומצם באשראי בנקאי (דרך אגב, מבנה הון כבד מידי- מעט מדי מניות רגילות ביחס לאג"ח ומניות בכורה- עשוי בתנאים נוחים להניב רווח ספקולטיבי עצום למניות. זה הגורם הידוע בכינוי "מינוף")."

בפרשנותו של ג'ייסון צוויג לספר הוא מציין: "הביטו במבנה ההון של החברה. עברו לדף המאזן כדי לראות כמה חוב (כולל מניות בכורה) יש לחברה, בכלליות, על החוב ארוך הטווח להיות 50% או פחות מכלל ההון".

עד משבר הסאב פריים החברות בארה"ב היו ממנפות את עצמן בשיעור גבוה מאוד. אחד מלקחי המשבר היה פעילות שמרנית יותר מצד ההנהלות וצמצום היקף חובות החברות (גם בשל קשיים ביכולת קבלת אשראי מצד הבנקים).

בנושא זה ישנם לא מעט מחקרים המדברים על ניגוד אינטרסים שקיים בין בעלי המניות לבין ההנהלות של החברה. בעלי המניות בדרך כלל מסתכלים לטווחי זמן ארוכים ורוצים להפיק רווח בצורה בטוחה וארוכת טווח, מנהלי החברה בדרך כלל משמשים מנהלים לתקופות קצרות לעיתים למספר מצומצם של שנים, והם שואפים בפרק זמן זה להביא את החברה לתוצאות רווח מקסימאליות. חלק מהסיבה נעוצה בכך שהם מתוגמלים בבונסים על רווחיות החברה. לכן מנהל ירצה לעיתים להגדיל את סיכון החברה על ידי מינוף גדול בעוד בעל מניות יהיה מעוניין בפעילות שמרנית יותר.

מעבודה שנעשתה בתחילת 2015 ע"י ג'י.פי' מורגן עולה התמונה הבאה:



אנו רואים כי בממוצע סך האשראי של החברות ירד באופן מהותי בשנים האחרונות. היחס בין סך החובות להון העצמי עומד היום במניות הבונות את ה S&P500 על 100% , כלומר בממוצע 50% מהמאזן מומן בהון עצמי ו 50% מהמאזן של החברות מומן באשראי. יחס זה עמד על יותר מ 200% בשנת 2008 (יחס של 200% אומר שכשליש מהמאזן מומן בהון עצמי ושני שלישי מהמאזן מומן באשראי). היחס הממוצע לאורך השנים הינו 162% המשקף הון זר של כ- 62% מהיקף המאזן וכ-38% הון עצמי. יחס זה מעיד על סיכון נמוך יותר בפעילות העסקית של החברות. מנגד אנו רואים גידול ברווחי החברות למניה- (Earnings Per Share) EPS.



כלומר למרות ירידה במינוף החברות חל שיפור ברווח החברות למניה. דבר המעיד על התייעלות של החברות וצמיחה שמלווה בהקטנת סיכון.

שינוי התנהגותי זה במדיניות החברות, המהווה שינוי של מדיניות שהייתה מושרשת לאורך שנים
בנטילת היקפי אשראי גדולים, משנה את הסיכון שכרוך בהשקעה במניות וחייבת להתבטא
במכפילי רווח גבוהים יותר מאשר היו נהוגים בעבר.

0.7%	+		17.5%	+	9.0%	+	11.6%	+	4.7%	+	AT&T (T)	
									31.8%	+	Boeing (BA)	
		26.8%	+		9.6%	+	2.9%	+			Merck (MRK)	
				13.2%	+		22.5%	+			Verizon (VZ)	
19.6%	+	29.1%	+		9.3%	+	14.8%	+			Travelers (TRV)	
					22.7%	+	20.4%	+			Kraft (KFT)	
-0.1%	+						26.9%	+			McDonald's (MCD)	
					9.9%	+	-0.6%	+			Johnson & Johnson (JNJ)	
							9.4%	+			Procter & Gamble (PG)	
44.2%	+	30.9%	+	-12.0%	+	19.4%	+				Intel (INTC)	
27.5%	+	44.3%	+	5.8%	+	-4.5%	+				Microsoft (MSFT)	
				-43.1%	+						Hewlett-Packard (HPQ)	
9.9%	+	36.7%	+	36.2%	+						JP Morgan Chase (JPM)	
		20.1%	+								Exxon Mobil (XOM)	
28.0%	+										Cisco (CSCO)	
158.9%		14.5%		29.8%		6.6%		11.9%		13.1%	29.0%	סה"כ תשואת תיק
103.1%		7.5%		26.5%		7.3%		5.5%		11.0%	18.8%	דוא ג'ונס

במהלך השנים 2009-2014 השימוש באסטרטגית ארבעת הפקטורים הניבה תשואה עודפת על מדד הדוא ג'ונס. המודל הניב תשואה מצטברת של 158.9% לעומת תשואה מצטברת של 103.1% בדוא.

המודל שיפר את תוצאות הבדיקה שנעשתה עבור שימוש במכפיל רווח בלבד (המתואר במאמר "מכפיל רווח מנצח את הדאו"). השימוש באסטרטגיה המסתמכת על מכפיל רווח בלבד הניבה בשנים 2012-2014 תשואה מצטברת של 52.60% לעומת מדד הדוא ג'ונס שהניב תשואה של 45.88%. מודל ארבעת הפקטורים הניב בשנים אלו תשואה מצטברת של 58.47%. המודל הנ"ל גם שיפר את תוצאות השימוש בתשואת דיבידנד בלבד. במאמר **השקעות על בסיס תשואת הדיבידנד** ערכתי בדיקה של רכישת 10 מניות הדוא ג'ונס עם תשואת הדיבידנד הגבוהה ביותר. בשנים 2010-2014 שימוש באסטרטגיה זו הניבה תשואה של 91% לעומת תשואה של 73% במדד. שימוש במודל ארבעת הפקטורים שיפרה את התשואה ל 100.6%.

בחירת תיק על פי מודל ארבעת הפקטורים

לאחר שזיהינו את הפקטורים לבחירת מניות שעזרו לבודד את המניות הזולות מתוך מניות הדאו ג'ונס ושהשיגו תשואה מרשימה לאורך השנים, תשואה העולה על תשואת המדד עצמו. ביצעתי בדיקת ארבעת הפקטורים על מניות הדאו, מתוך רצון למצוא מניות זולות שיניבו תשואה עתידית טובה.

באותה שיטת בחירת מניות נבחנו ארבעת הפקטורים על 30 המניות המרכיבות את המדד וניתנו ציונים מ 1 ועד 30 לכל מניה עבור כל פקטור. סכום הציונים של כלל הפקטורים אפשר לי לבחור את 10 מניות הדאו הזולות ביותר.

חשוב לציין שאם עד כה בוצעו בדיקות על נתונים היסטוריים על מנת לבחון את יעילות הפקטורים לשם בחירת מניות. פה אני מבצע בחירת מניות אשר את תוצאת הצלחת בחירתן נדע רק בעתיד. כפי שראינו בבחינה שנעשתה על נתוני העבר המודל לא הצליח להשיג תוצאות טובות יותר מהדאו בכל שנה. היו שנים שבחירת המניות לפי מודל זה הניבו תשואה פחותה מהדאו. על כן, גם פה מבחן התוצאה יהיה יעיל כשניבחן אותו בעוד מספר שנים וכמובן שבמידת הצורך נשנה את מרכיב המניות על פי ניתוח מודל ארבעת הפקטורים לאחר כל שנה. הבחינה היא בחינה אמפירית ואינה מהווה כמובן ייעוץ או המלצה כזו או אחרת לרכוש מניות אלו, שהרי ייעוץ צריך להיעשות על ידי גורם מקצועי ומוסמך אשר בודק את מרכיב ההשקעות של כל משקיע ומתאים לו את אופן ההשקעה על פי צרכיו. להלן פרוט טבלת הציונים שהתקבלו לכל פקטור עבור כל מניה ואת הציון הכולל שניתן עבור כל מניה.

<u>sum</u>	<u>Ticker</u>	<u>P/S</u>	<u>Dividend</u>	<u>P/E</u>	<u>P/B</u>
42	AXP	15	5	10	12
61	BA	25	11	21	4
80	CAT	27	25	8	20
66	CSCO	11	19	13	23
85	CVX	26	28	3	28
57	DD	17	12	18	10
44	DIS	8	2	23	11
84	GE	19	27	12	26
53	GS	16	4	4	29
53	HD	18	7	26	2
40	IBM	20	15	2	3
60	INTC	12	18	9	21
52	JNJ	7	16	15	14
51	JPM	2	14	5	30
59	KO	4	20	27	8
62	MCD	9	26	20	7

50	MMM	10	13	22	5
49	MRK	5	22	7	15
50	MSFT	6	17	14	13
52	NKE	14	3	29	6
73	PFE	3	24	24	22
75	PG	13	21	25	16
106	T	23	30	28	25
60	TRV	24	8	1	27
71	UNH	29	6	19	17
64	UTX	21	9	16	18
41	V	1	1	30	9
69	VZ	22	29	17	1
70	WMT	30	10	11	19
81	XOM	28	23	6	24

10 המניות עם הציון הגבוה ביותר מפורטות להלן ומחירן בבורסה ביום בחירתן.

26/02/2015 Top 10

<u>מחיר</u>	<u>ציון</u>	<u>סימול</u>	
49.03	69	VZ	1
83.66	70	WMT	2
114.45	71	UNH	3
34.65	73	PFE	4
85.08	75	PG	5
84.52	80	CAT	6
88.84	81	XOM	7
25.88	84	GE	8
107.5	85	CVX	9
34.15	106	T	10

עכשיו נותר רק להתאזר בסבלנות ולראות אם ההיסטוריה תחזור על עצמה. בהצלחה!

בקצרה אומר, כי מלמידתי ארוכת השנים ומבדיקות וניתוחים שעשיתי הבנתי שהצלחה בהשקעות תלויה בשילוב של גורמים אישיים רגשיים והתנהגותיים, ובשילוב של ידע. על פניו נראה כי לאורך השנים הבורסה תמשיך לעלות, בהסתכלות קדימה ל 20 או 30 שנה הבורסה כנראה תגיע גם לשיאים חדשים. אנו חיים בעולם של צמיחה וצריכה, וככל שכמות האוכלוסייה גדלה כך גם הכלכלה מתפתחת. התפתחות זו היא האינדקסאטור העיקרי שגרמה לעליות של מעל 1400% במדדי המניות בישראל בעשרים השנים האחרונות וככל הנראה מגמה זו תמשיך גם בעתיד.

אך ברור ומוכח כי מעטים ביותר הם אלו היכולים לחזות התנהגויות קצרות טווח בבורסה. חוסר היכולת לנבא את המחר ואת העתיד הקרב ובא (עתיד קצר זה גם טווח של חודש חודשיים וגם של שנה ושנתיים) היא גם נחלתם של משקיעים מקצועיים ומתוחכמים שאת רוב חייהם הקדישו לטיפול וניהול השקעות.

חוסר יכולת זו של ניבוי ופרדיקציה, גורמת לנו בני האנוש לפעול לא פעם בצורה פזיזה מלווה ברגשות ופחדים, שאינה עולה בקנה אחד עם הגישה הכלכלית שעל פיה משקיע מקבל החלטות אופטימאליות בכל רגע נתון.

אופן התנהגות זו של משקיעים גורמת לתנודות קיצוניות בשווקי ההון וגורמות לחברות הנסחרות בשווקים אלו להיסחר במחירים שאינם משקפים את ערכן האמיתי. כשציבור המשקיעים אופטימי מידיי הוא מוכן לרכוש מניות במחיר יקר מערכן, וכשציבור המשקיעים פסימי ומפוחד הוא מוכן למכור מניות מתחת לערכן האמיתי. התנהגות זו היא תוצר התנהגותי אשר טבוע בנו בני האנוש, ומוכח מדעית.

הבנה פסיכולוגית זו היא הבסיס הראשוני להתנהגותו של משקיע הערך. משקיע הערך הוא אותו משקיע אשר מבין כי ההתנהגות הלא רציונאלית של הציבור יוצרת עבורו הזדמנויות השקעה. הוא יכול לקנות מניות במחיר מוזל בתקופות של היסטריה וחרדה המונית והוא יכול למכור מניות כשמחירן יקר בצורה מהותית בתקופות של אופוריה ואופטימיות יתר.

אותו משקיע נבון מבין שסחורה טובה וזולה תניב לו הצלחה עתידית, הוא לא יודע מתי זה יקרה אבל הוא מבין שבסופו של דבר בטווחים הארוכים, שוק המניות בדרך כלל מתומחר בצורה נכונה ולכן כל שעליו לעשות הוא להתאזר בסבלנות ולפעמים בהרבה סבלנות. משקיע הערך גם מבין שמבחינת סיכון הוא נוטל על עצמו סיכונים נמוכים יותר ופוטנציאל התשואה העתידי רב יותר.

גישה זו הוכיחה את עצמה לאורך שנים בקרב משקיעים רבים שפעלו כך. לאורך השנים אנו רואים כי הצלחתם של מנהלי הערך הייתה גבוהה יותר ממדדי היחס עצמם ולבטח טובה יותר משיטות ניהול אחרות.

אך ההבנה הפסיכולוגית היא רק פאן אחד שצריך להבין משקיע הערך. מאידך הוא חייב להבין מהי חברה טובה, איך לבחון חברה ולהבין מתי היא זולה באמת.

המחקרים האמפיריים בספר עוזרים לנו המשקיעים להבין באילו כלים להשתמש. אנו רואים כי הבנת הכלים הללו והגורמים המשפיעים עליהם הם הבסיס להצלחה בבחירת המניות הנכונות.

שילוב של מספר כלים יעילים יחדיו לרוב שיפרו את התוצאה הסופית.

המאמר האחרון שונה משאר המאמרים. כל המחקרים שמופיעים בספר בוחנים כלים פיננסים

שונים מנקודת ראות היסטורית. כלומר בוחנים את טיב התוצאה על סמך בחינת הצלחתם על

נתוני עבר (ניתוח **Ex-post**). המאמר האחרון בספר הוא שימוש בכלים אשר נמצאו יעילים

לשם בחירת מניות, את תוצאות ההצלחה או הכישלון נדע רק בעתיד.

גם פה עלינו לזכור כי ניתוח התוצאות חייב להיבחן על פני תקופה בת מספר שנים כפי שביצעתי

בדיקות יעילות אחורה בזמן.

את עדכון התיק אחת לתקופה אבצע באתר האינטרנט Erannotea.co.il ובעוד מספר שנים נבחן

את התוצאות וניראה אם השיטה שעבדה שנים כה רבות תמשיך להשיג תוצאות טובות.

דעתי האישית, כן! הרי בסופו של דבר אנו קונים חברות, לא סתם נייר שנסחר בשווקים,

וכשקונים עסק טוב במחיר זול בדרך כלל גם מרווחים.

P&S במשקל שווה הניב 6% יותר מהמדד רגיל, בלי סיכון עודף רב

05/05/2013 **ערן נוטע**

מזה שנים ניטש ויכוח סביב שיטת חישוב המדדים בבורסה הישראלית. השיטה הנהוגה כיום במדדי המניות ואגרות החוב, מעניקה משקל שונה לכל חברה, לפי מספר קריטריונים שנקבעו מראש ובהם שווי החזקות ציבור, שווי גודל סדרה מונפק ועוד.

השבוע חגג עשור להשקתו אחד המדדים שהיוו בזמנו היפוך מגמה, ה-RSP האמריקני (S&P 500 Equal Weight), וחגיגת יום ההולדת לא תהיה שלמה בלי לציין את העובדה שהוא השיא למשקיעיו 87% יותר תשואה ממקבילו הוותיק מהמוכר – S&P500.

ה-RSP נותן למעשה משקל זהה במדד, בשיעור 0.2%, לכל החברות. בחינה של הביצועים של שני המדדים האלה, מראה בבירור כי המדד במשקל זהה הניב תשואה עודפת בגובה 129% לעומת 70% "בלבד" שהשיא מדד P&S500 הרגיל למי שנצמדו אליו.

בדיקה מהירה זו מעלה באופן טבעי שאלות נוספות, ובראש ובראשונה – הסיכון בהשקעה במדד זה והשפעתו על התשואה. הספרות המקצועית מגלה שהנושא לא נעלם גם מעיניהם של חוקרים בתחום.

באחד המחקרים, נמצא כי במדד משקל אחיד (EW) התשואה החודשית הייתה גבוהה יותר ב- 0.43% בממוצע מהמדד עצמו ובמונחים שנתיים מדד המשקל האחד הניב תשואה עודפת בשיעור עד 6% מעל מדד P&S 500 הרגיל, מבלי שנרשמה עליה משמעותית בסטיית התקן.

במאמר אחר שפורסם בנושא, נמצא שהשקעת 10,000 דולר בשנת 1971 במדד הווילשר 5000 הגיע לשווי של 597,899 דולר בסוף שנת 2012 לעומת יותר מ 8.5 מיליון דולר באותן מניות של המדד, בפיזור במשקל שווה.

מאז השקת RSP, הפכה שיטת ההשקעה במדדים במשקל שווה לנפוצה מאוד בארצות הברית. מדיניות זו, שכבר הציגה תוצאות טובות במבחן השוק האמריקני, עדיין לא אומצה, משום מה, על ידי המשקיעים הישראליים או הבורסה עצמה.

כדאי לציין, שבנוסף למבחן התשואה, הרי שישנו גם היגיון פשוט בצורה זו של פיזור הסיכון בין המניות או החברות השונות. כיום, המצב בורסה בתל אביב הוא שבחלק ניכר מהמדדים, נוצר עיוות שבו מעט חברות מחזיקות יחד משקל גדול ביותר במדד. לשם הדוגמא, במדד ת"א 25, חמש מניות מהוות כ 56% מהמדד בזמן ש 20 המניות הנותרות יחדיו מהוות כ 44% בלבד.

בימים שבהם איש אינו חסין מתספורות או הסדרי חוב, ייתכן שעל הבורסה והמשקיעים הישראלים להתפכח ולשקול מחדש את מדיניות ההשקעה במדדים המובילים.

מאמר שפורסם באתר גלובס בתאריך 5.5.2013

<http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000839771>



**על חד גדיא ושוק ההון: האם תיווצר בישראל בועת נדל"ן?
משבר הסאב פריים הינו סיפור חד גדיא מודרני ועכשווי? כולנו תיקווה שסיפור חד גדיא
מוכר טוב למוליכי המדיניות הכלכלית בארץ, לבל תיווצר גם פה בועת נדל"ן**

ערן נוטע | 28/03/2013

הפיוט חד גדיא המופיע בהגדה של פסח, מתאר השתלשלות של אירועים, כל פעולה של אחד גוררת אחריה פעולה של אחר ומעל כל אחד יש אחד חזק יותר שמגיב לפעולה של החלש ממנו. בעולם הפיננסי אנחנו רואים כי סיפור חד גדיא חוזר על עצמו כל פעם מחדש בווריאציות שונות. פעולה פיננסית של אחד גוררת התנהגות פיננסית של האחר שלעיתים פוגעת בחלש ממנו. משבר הסאב פריים הינו סיפור חד גדיא מודרני ועכשווי. בשנת 2000, לאחר משבר ההיי טק, החל שוק הדיור בארה"ב לשגשג, בעיקר בשל ההלוואות והריביות הנמוכות שסיפקה המערכת הבנקאית.

משכנתאות ניתנו כמעט לכל דורש ובאחוזים גבוהים משווי הנכס הנרכש גם לרוכשי דירות בעלי יכולת החזר נמוכה ובעייתית, הלוואות אשר קיבלו את הכינוי הלוואות "סאב פריים". הלוואות אלו ניתנו כנגד שיעבוד של הנכס הנרכש לעיתים ללא כל צורך בהון עצמי, כשהסיכון אותו נוטל הרוכש הוא אובדן הנכס במידה של אי עמידה בהתחייבויות השוטפות. חלון הזדמנויות זה, שאיפשר רכישת נדל"ן ללא צורך בהון עצמי, העצימה את הדרישה לרכישת נדל"ן וגרמה לעלייה מתמדת במחירים אשר גרמה לרכישה נוספת של נדל"ן מצד הציבור לשם יצירת רווחי הון.

הריבית הנמוכה על פקדונות הביאה את מישקי הבית לשיעור חסכון שלילי ולעליה בביקוש

להלוואות גם לצורך מימון רכישת נכסים ברי קיימא וייצרה אפקט עושר אשר גרמה לעלייה בצריכה הפרטית.

הביקוש ההולך וגובר להלוואות הוביל לגיוס נרחב של כספים ע"י הבנקים למשכנתאות באמצעות אגרות חוב (ניירות ערך מגובי משכנתאות), עד כה סיפור חד גדיא ניראה חיובי: פעולה של רוכשי הנדל"ן הביאה לשגשוג של ענף זה ושל כל השרשרת הניזונה ממנו, כמו הבנקים למשכנתאות, רוכשי אגרות החוב וכו'.

בשנת 2006 סיפור חד גדיא קיבל תפנית שונה, הדומה יותר להגדה של פסח. ענף משכנתאות ה"סאב פריים" נכנס למשבר בארצות הברית, והחלה עליה משמעותית במספר הלווים אשר לא יכלו לעמוד בהחזרי המשכנתא. בתגובה, הדבר הביא לעליה בפרמיית הסיכון של ההלוואות, שתורגמה באופן מיידי לריבית בה לוו הבנקים למשכנתאות והביאה לגל פשיטות רגל של גופים שהלוו בשוק ה"סאב פריים". כדור השלג החל להתגלגל וגרם לנפילה במחירי הנדל"ן וקריסה של שוק אגרות החוב ושוק המניות, ובסופו של דבר למשבר נזילות חמור של כל המערכת הבנקאית בשל אי היכולת בגיוס כספים. התוצאה - הידרדרות כלכלית של ארה"ב ושל העולם כולו.

רק היום, לאחר שבע שנים של פעולות מאומצות של הממשל בארה"ב שבאו לידי ביטוי בהזרמת כספים והורדת ריבית, רואים סימנים להתייצבות הכלכלית של המדינה.

סיפור חד גדיא העכשווי ממחיש את המבנה ההיררכי של הכלכלה העולמית ואת התלות של הכלכלות השונות אחת בשנייה.

כולנו תיקווה שסיפור חד גדיא מוכר טוב למוליכי המדיניות הכלכלית בארץ, לבל תיווצר גם פה בועת נדל"ן.

מאמר שפורסם באתר גלובס בתאריך 28.3.2013

<http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000832923>

טור אביבי לאחרי החגים: על הקשר בין זיתים, וורן באפט והשקעות ערך
ערן נוטע, מערכת טלנירי | 4/4/13

באחד מימות החופשה האחרונים, החלטנו אני ומשפחתי לנצל את מזג האוויר הנעים ולצאת לטיול בחיק הטבע. כשהגיעה שעת הצהריים, מצאנו מטע זיתים ציורי ויפה בו החלטנו לפרוס מחצלת גדולה ולהתארגן לפיקניק ומנוחה בצל עצי הזית.

לפתע הגיח אדם בשנות השמונים לחייו מבין אחד השיחים ושאל אותנו "מה אתם עושים פה?", קמתי מהמחצלת והסברתי לו שאנחנו מנצלים את החופש לטיול משפחתי ושאלתי אותו "מה הוא עושה במטע הזיתים השומם והמרוחק הזה?". הקשיש אמר שקוראים לו נביל, הוא מתגורר בכפר הדרוזי הסמוך והוא עצמו בעל מטע הזיתים. הצגתי את עצמי והתפתחה בינינו שיחה נעימה. כששאלתי אותו מה הסוד לגידול זיתים מוצלח, זכיתי להסבר מפתיע ואוטנטי שעסק אמנם בזיתים, אבל הביא אותי לכמה תובנות מעניינות דווקא על שוק ההון:

1. בחירת סוג הזית, יש לבחור זן משובח - כזה שתמיד יהיה ביקוש לפרי ולשמן שיופק מימנו.
2. לשתול מספר רב של עצים מתוך הבנה שחלק לא יתפתח כמו שצריך. אבל לא יותר מדיי, כיוון שצפיפות רבה מדי תפגע בהתפתחותם.
3. לעקוב אחרי התפתחות העץ. עץ שאינו מתפתח כמו שצריך יש לגדוע ולנטוע חדש במקום. (חבל על המקום במטע שתופס עץ לא טוב).
4. להמתין בסבלנות רבה מאוד, לוקח שנים עד שהעץ ייתן לנו פרות.
5. לאהוב את התחום.

"אם תעשה את כל הדברים נכון, יהיה לך עץ זיתים טוב שייתן לך פרי ופרנסה לך ולמשפחתך למשך שנים רבות".

בדרכי חזרה הביתה, הבנתי לפתע - וורן באפט, משקיע הערך האגדי ואחד מהאנשים העשירים בעולם שגילו די קרוב לגילו של נביל, פועל על פי אותם עקרונות. וורן באפט מחפש חברות משובחות, מפזר את השקעותיו במספר חברות אך לא בפזר רב מידי, תמיד עוקב אחר התפתחות והתנהלות החברה ובמידה ואינה עומדת בקריטריון של חברה משובחת הוא מוכר אותה. הוא ידוע כבעל סבלנות והסתכלות ארוכת טווח וברור שוורן באפט עושה את אשר עושה בהמון חדווה ואהבה.

בסופו של דבר, גם וורן באפט נהנה במפרות השקעותיו ומהדיבידנדים המשולמים על ידי החברות בהן השקיע. וכך פגשתי משקיע ערך, שאינני יודע אם אי פעם קנה מניה וסביר שאפילו אינו יודע שבשוק ההון היו מכנים אותו "משקיע ערך" אמיתי.



האם אבד הכלח על מדיניות השקעה במניות לטווח ארוך?

ערן נוטע, מנכ"ל אלפא פלטינום ניהול השקעות: "מחקר של הבורסה מעמיד בסימן שאלה את ההנחה המקובלת שהשקעה במניות נעשית בדרך כלל לטווח ארוך"

17/04/2013,

גיא קצוביץ'

לאחר שבשבוע שעבר התפרסם מחקר של הבורסה לפיו 100 חברות נמחקו מהמסחר באחד-העם במהלך השנתיים האחרונות ואף לא אחת חדשה הצטרפה - יוצאים היום (ד') באלפא פלטינום בתחזית קודרת לשוק המקומי, לאור הרגולציה המתגברת בשוק המקומי והסביבה הכלכלית העולמית.

"הדוח מטריד הזה מעמיד בסימן שאלה את ההנחה המקובלת שהשקעה במניות נעשית בדרך כלל לטווח ארוך", מציין ערן נוטע, מנכ"ל אלפא פלטינום ניהול השקעות.

עוד מציין נוטע כי "לצערם של המשקיעים הישראליים, חוקי המשחק השתנו בשנים האחרונות ולא בגלל טיב החברות אלא בגלל שינויים רגולטורים שנכפו עליהן". כך למשל, מציין נוטע כי חברה שהחזקת הציבור בה נמוכה מחמישה מיליון שקלים, כאשר אחזקות הציבור נמוכות מ-15% מהון המניות או כאשר ההון העצמי נמוך מ-2 מיליון שקל בחברה בה החזקות הציבור נמוכות מ-24 מיליון שקל - עוברת לשימור.

"המשמעות היא שהחברה יכולה להימחק מהמסחר לאחר שנתיים בהן היא מוגדרת כנייר בשימור", מדגיש נוטע. "תופעה זו גורמת למשקיעים להתרחק ממניות קטנות ומורידה באופן משמעותי את העניין בהן. וכך, הבורסה מתמלאת עם הזמן בכמות עצומה של מניות הנמצאות ברשימת דלי סחירות ומניות הנמצאות בשימור הנסחרות רק בשלב הפתיחה עם סכנה ממשיית למחיקתן מהמסחר, למרות שהחברות עצמן הן חברות מתפקדות וחלקן אף מרוויחות".

לאור מצב זה, ייתכן שהגיע הזמן לפקוח עניים ולהבין שהמצב הכלכלי העולמי הקשה שהשפיע לרעה על הסביבה העסקית של חלק נכבד מהחברות, לצד עודף רגולציה אשר מגדיל את

הוצאותיהן ומקשה על גיוס כספים, פוגע אנושות בהתנהלות החברות ויכולת הישרדותן", מסכמם נוטע.

"מכאן שאולי יש מקום גם לשקול מחדש את עיקרון ההשקעה המקובל, שנלמד על ידי אלפי סטודנטים בכל קורס מימון בסיסי - שהשקעה במניות הינה בדרך כלל השקעה לטווח ארוך".

כתבה שפורסמה בגלובס בתאריך 17.4.2013

<http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000836882>



זה הזמן לדה-רגולציה בבורסה

ההתפטרות המנכ"לית והיו"ר מגיעה אחרי תקופה ארוכה של התייבשות מחזורי המסחר עד לשפל שלא ראינו כמוהו בשבע השנים האחרונות

מאת: ערן נוטע

התפטרותם של מנכ"לית הבורסה, אסתר לבנון, ויו"ר הבורסה, סם ברונפלד, מביאה לשיאו את המשבר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

ההתפטרות מגיעה אחרי תקופה ארוכה של התייבשות מחזורי המסחר עד לשפל שלא ראינו כמוהו בשבע השנים האחרונות, כאשר המחזור היומי צנח לכ-930 מיליון שקל במוצע בלבד. באחרונה אף התבשרנו כי הבורסה הישראלית לא תיכנס למדד MSCI הבינלאומי - מכה נוספת לניסיונות לאושש את מחזורי המסחר המידלדלים. מבלי להיכנס אפוא למחלוקות האישיות שליוו את פרישתם של לבנון וברונפלד ולביקורת על תפקודם, דבר אחד בטוח: מהנקודה שבה אנו מצויים כיום אפשר, וצריך, רק לעלות.

הסיבה המרכזית להתייבשות המסחר ידועה לכל. הנה, יום אחרי התפטרותה של לבנון הכריז גיל שוויד, מייסד צ'ק פוינט, כי הוא ממליץ לחברות טכנולוגיה השוקלות להנפיק שלא להתקרב לבורסה הישראלית. האמת העגומה היא שכדי להבין עד כמה סר חנינה של הבורסה הישראלית בעיני המשקיעים, אין צורך בשוויד - מספיק לדבר כמעט עם כל משקיע בשוק. אלה יעידו מניסיונם כי המחיקות האחרונות של חברות כמו מלאנוקס מהמסחר, יחד עם הכבדת הנטל הביורוקרטי בכל הנוגע לרישום חברה למסחר, לחובות הדיווח ולגיוסי הון שוטפים - כל אלה

מבריחים את המשקיעים מישראל.

למי שעדיין לא השתכנע כי הגיע הזמן לבלום את שטף הרגולציה, כדאי לזכור שרק בחמש השנים האחרונות נאלץ השוק ליישר קו עם ועדת חמדני, שחייבה את המוסדיים להשתתף בהצבעות באסיפה הכללית; עם ועדת חודק, שנכנסה לשיטות האנליזה ולפרטים בשטרות החוב שרוכשים המוסדיים בהנפקות אג"ח; עם תיקון 16 לחוק החברות, שהחמיר את התנאים לאישור עסקות עם בעלי עניין; עם תיקון 17, שהחיל כללי ממשל תאגידי על חברות פרטיות המנפיקות אג"ח; עם תיקון 18, שהחמיר את ההליכים לניהול הסדר חוב; עם תיקון 20, שהטיל הגבלות על שכר הבכירים; ועם חוק הריכוזיות, הנדון בימים אלה בכנסת וקובע הגבלות חדשות בשוק ההון. נכון שלרגולציה היתה גם השפעה חיובית מסוימת על מחזורי המסחר. כך למשל, לתקופה מוגבלת נרשמה גאות במדדי מניות היתר, הכוללים חברות שאינן במדד ת"א 100 ושמראש היו כפופות לפחות רגולציה. אך גם ההדים החיוביים לא נמשכו לאורך זמן, ומה שנותר הן העלויות המאמירות של חברות הנאלצות להעסיק יותר ויותר כוח אדם כדי לתת מענה לדרישות הרגולטוריות. התוצאה היא שחברות ישראליות מעדיפות להירשם למסחר בארה"ב ובאירופה, וחברות זרות מעדיפות לגייס הון בשווקים בינלאומיים. אלה וגם אלה פשוט חוסכות מעצמן את כאב הראש של הבורסה בישראל.

אז מה ניתן לעשות? החדשות הטובות הן שבמוקדם או במאוחר האבק ישקע. ההשפעה ארוכת הטווח של העומס הביורוקרטי תכביד על השוק עד כדי כך, שהשחקנים יבינו את המחיר שגובה מכולנו רגולציה מוגזמת. וכשזה יקרה, רסן הרגולציה ישוחרר ונזכה לראות שוב עלייה במחזורי המסחר - כמו גם עלייה בעניין מצד משקיעים זרים, שישובו ויסמנו את תל אביב כיעד להנפקות.

פורסם באתר דהמרקר בתאריך 30.7.2013

<http://www.themarker.com/opinion/1.2084319>



האם "המודל הדינמי" הוא הפתרון למי שלא מסוגל להשקיע לטווח ארוך?

26/10/2008 **ערן נוטע וסונסינו דניאל**

תעודות הסל שנכנסו לבורסה בת"א לפני מספר שנים, קיבלו לאחרונה תאוצה רבה הבאה לידי ביטוי בעליה במחזורי המסחר הנובעת בין היתר ממגוון שימושים העושים בהן בתי ההשקעות והמשקיעים הפרטיים.

אחד השימושים המעניינים להשקעה בתעודות הסל נמצא ע"י חברת פלטינום מ.ט.נ ניהול השקעות בע"מ, כמכשיר המושלם לצורך ניהול תיק מודל דינאמי.

תיק מודל דינאמי הינו מוצר ייחודי לחברת פלטינום מ.ט.נ ניהול השקעות בע"מ והוא פרי מחקר של שנים הבא בעצם לפתור ללקוח את הבעיה המרכזית והמכשול הגדול מכולם בשוק ההון שבא לידי ביטוי במיוחד השנה שהייתה שנת מפולת- חוסר היכולת לדבוק בגישת ההשקעה ארוכת הטווח גישה הדורשת סבלנות רבה ויכולת נפשית לספוג הפסדים גדולים בטווחי זמן קצרים ובינוניים.

מחקרים רבים הוכיחו שתיאורית הכלכלה המודרנית המבוססת על כך שהצרכן מקבל תמיד החלטות רציונאליות-אינה עומדת במבחן המציאות.

מתברר שרוב המשקיעים יעדיפו לקנות מניות בשוק עולה ויקר ולמכור אותן בתקופות שפל ו"מצב רוח" רע בשווקים.

בעיה זו מסתמנת כבעיה המרכזית של המשקיע הממוצע- מסתבר שלא כולם יכולים להתנהג כמו גורו ההשקעות וורן באפט.

לאתם משקיעים פיתחנו את המודל הדינאמי, אותו תיק השקעות המבוסס על השקעה ישירה בתעודות סל על מדדים ומסוגל להרוויח גם תנאי שוק יורדים.

המודל הדינאמי- מהו?

המודל הדינאמי הינו ניתוח המבוסס על הטמעת מודל סטטיסטי שגלוקה מעולם אבטחת איכות ואמינות ומשמש בתעשייה לניתוח ובקרת תהליכי ייצור וזיהוי מוקדם של התפתחות מגמת

סטיות בקווי ייצור.

הטמעת מודל זה על מדד המעוף התגלה כיעילה ובעלת רמת מובהקות סטטיסטית גבוהה לזיהוי מגמות שוק, יישום מודל זה בשילוב של ניתוחים נוספים השימושיים בעולם הניתוח הטכני הביאו לשיפור התוצאה הסופית.

בפועל ברגע שהמודל מזהה תחילתה של מגמה חיובית או שלילית באחד ממדדי העולם נכנסות לתיק המודל תעודות הסל הרלוונטיות על מנת לנצל את התנועה במדד לרווח.

היתרונות בשימוש בתעודות הסל ככלי השקעה:

" תעודת סל הינה נייר ערך המקנה למחזיק בה תשואה על פי מדד כלשהו. מנפיק התעודה מבטיח לקונה להחזיק לו את כספו בתום תקופה מסוימת, בתוספת אחוזי העלייה במדד אחריו התעודה עוקבת, או בניכוי הירידה במדד זה."

* **היצמדות למדדים** - תעודת הסל מאפשרת לנו להיצמד באופן מושלם למדד אחריו היא עוקבת ובכך

מאפשרת לנו פיזור הסיכונים (השקעה המבוססת על מניות ספציפיות מסוכנת יותר).

* **סחירות** - העובדה שתעודת הסל נסחרת לאורך כל שעות המסחר פותרת לנו את המגבלות שנוצרות

באלטרנטיבות ההשקעה האחרות דוגמת קרנות נאמנות שלא ניתן לקנות או למכור אותן לאורך כל שעות המסחר (רובן נסחרות עד השעה 16:00).

דוגמא שנייה הוא מסחר בחוזים סינטטיים המגביל אותנו בגובה החשיפה ומצריך מאיתנו לעיתים לגלגל את הפוזיציה מפקיעה לפקיעה עניין הדורש ביטחונות.

בנוסף מגביל אותנו המסחר בחוזים במגוון המדדים בהם ניתן לסחור (אין אופציות על מדד 100 יתר וכו')

* **השקעה בחסר** - ניתן להרוויח גם בשוק יורד ע"י השקעה בתעודות סל בחסר.

* **מינוף** - ניתן למנף את ההשקעה ע"י השקעה בתעודות סל ממונפות.

שיטת ההשקעה:

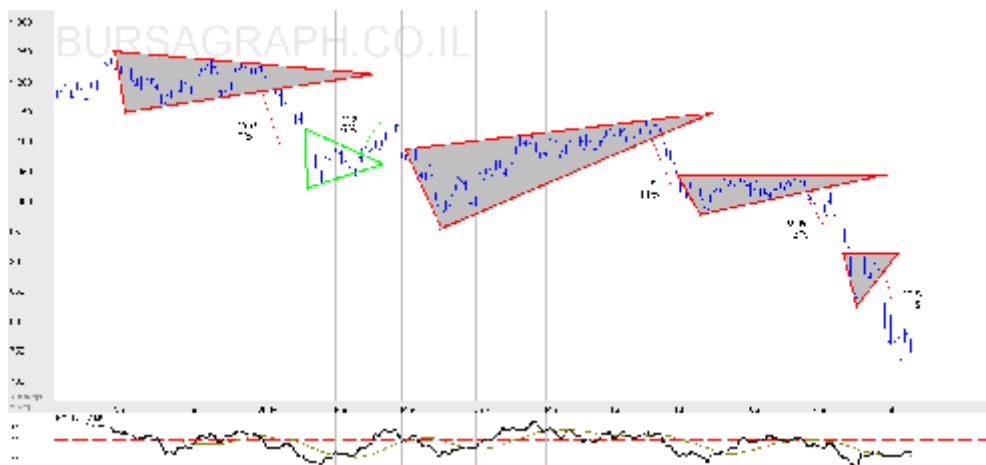
אחת האסטרטגיות הנפוצות בעולם קרנות הגידור הינה אסטרטגיית **Long/Short** - רכישת נכס מסוים לו אנו צופים עליית ערך ובמקביל ביצוע **Short** על נכס לו אנו צופים ירידת ערך.

היכולת של המשקיע הרגיל להשקיע בקרנות אלו מוגבלת, הקרנות מנוהלות בדרך כלל בחו"ל והן מגבילות את המשקיע בסכומי השקעה גבוהים ודורשות תקופת ניהול מינימאלית.

הקרנות גובות דמי ניהול בסיסיים ובנוסף כ-20% מהרווחים המצטברים, בדרך כלל ממנפות את עצמם במינוף גבוהה מאוד וחסרה שקיפות בסיסית לגבי מה שנעשה בקרן.

ניהול תיק על פי שיטת במודל הדינאמי באמצעות תעודות סל, מאפשרת לבצע פעולות דומות וללא כל המגבלות שכרוכות בניהול ע"י קרן גידור.

גרף :



הדגמה על גבי גרף של מדד המעוף את אופן הפעולה של תיקי המודל בניהולנו. תקופות ההתגבשות וההמתנה לתנועה מתוארות על גבי הגרף בצורת משולשים, בתקופות אלה מושקעים תיקי המודל במקמי"ם, ביתר הזמן תיקי המודל מושקעים בתעודות סל עם כיוון התנועה של המדד.

לסיכום

כניסתן של תעודות הסל לארץ מאפשרת לנו כגוף המנהל תיקים עבור לקוחותיו ניהול ייחודי ומתוחכם שמוכיח עצמו כריווחי גם בתקופות קשות וכל זאת באופן ביצוע קל פשוט וחסכוני.

כותבי המאמר:

ערן נוטע -מנכ"ל פלטינום מ.ט.נ ניהול השקעות בע"מ

סונסינו דניאל -משווק השקעות וסמנכ"ל מכירות ופיתוח עסקי.

פורסם באתר פאנדר 26.10.2008

<http://www.funder.co.il/article.aspx?id=8613>

המודלים הכלכליים והמימוניים מתבססים על הנחת יסוד הטוענת שהאנשים מקבלים החלטות רציונאליות בסוגיות כלכליות. תיאורית השוק המשוכלל לפיה המחירים בשוק משקפים את כל המידע הציבורי ולכן הם מהווים את האינדיקציה האופטימאלית, מבוססת על מספר הנחות: השחקנים בשוק הם רציונליים, מטרתם היא למקסם את פונקצית התועלת שלהם, והם מסוגלים לעבד את כל המידע הקיים. **האם הנחות אלו מציאותיות?** הפסיכו-פיננסים קובעים דברים אחרים. לטענתם המשקיעים בדרך כלל אינם רציונאליים! שורה של מחקרים (בעיקר של כהנמן וטברסקי) הוכיחה כי המשקיע הממוצע רחוק מלהיות לוגי. השוק מושפע מ"אפקט העדר" ומתופעת ה"עיון" של המשקיעים השונים. משקלה של שמועה, פעמים רבות, אינו קטן ממשקלה של עובדה. קיים גורם של "התאהבות בפוזיציה" כמו גם חוסר הבנה לסיכונים. כך, המשקיעים, מגלים התייחסות לא סימטרית להפסדים מול רווחים. פוטנציאל רווח שלא מומש מותיר את המשקיע אדיש, בעוד שהוא נרעש מאד מהפסד באותו סדר גודל בדיוק. המשקיע גם לא עקבי במערכת קבלת ההחלטות שלו. המשקיע הממוצע לוקה באופטימיות יתר, הוא מאמין שהוא יצליח להכות את השוק והוא גם מאמין שהוא "יספיק לצאת בזמן".

רוב בני האדם אינם מסוגלים "לחתוך הפסדים". הם מסוגלים למכור מניות שיש להם רווח עליהן, אך אינם מסוגלים למכור מניות שבהן צברו הפסדים. חוסר רציונאליות מתבטא ב"אומץ" שתוקף משקיעים פרטיים להשקיע שיעורים גבוהים יותר במניות ככל ששעריהן בבורסה עולים ולהפחית שיעורים אלה ככל שהשערים יורדים, בעוד שרציונאלית צריך דווקא למכור ככל שהשערים עולים ולקנות ככל שהשערים יורדים.

במצבי משבר קשים (תוך שימת דגש על המילה "קשים"), בהם המשקיעים מצויים בהפסדים כתוצאה מפוזיציה פיננסית לא מוצלחת, קיימת נטייה מוגזמת לראות בשחור את עתיד הפוזיציה, בטווח הזמן המיידי. פעמים רבות נוצרות הערכות אצל המשקיע הפרטי ש"זה עוד לא נגמר" ו"הולך להיות הרבה יותר גרוע" וכו'. להערכות אלה אין בדרך כלל בסיס מעבר להרהורי לב של הנוגעים בדבר והרקע להן עשוי להיות תהליך של הקטנת ציפיות. עצם השחרת העתיד יש בו לעתים כדי לתרץ את היותנו במצב שכבר עתה הינו קשה, והוא עונה על צורך פסיכולוגי של "אמרתי לכם". במידה שאכן תתממש התחזית הקודרת, המשקיע יכול לפחות להתנחם בעובדה שהוא חזה זאת ויצא צודק. במקרה והפוזיציה השתפרה, טעינו בהערכות שלנו, אך אנו שמחים על

כך, כי נחלצנו מן המשבר. בחצי השנה האחרונה שחווינו בשוק המניות ובמיוחד בשוק אגרות החוב הוכח לנו עד כמה הפסיכו-פיננסים צודקים בגישתם, לפחות בהסתכלות קצרת הטווח. בארבעת החודשים האחרונים של שנת 2008 ראינו צניחה חופשית במניות ובאג"ח במיוחד באג"ח הקונצרני, הנפילה הייתה חזקה מאוד ואופיינה בפאניקה של הציבור אשר רץ ומכר כמעט כל נייר ערך שנסחר בשוק. האם היה ניתן לזהות ולנצל את ההזדמנויות שנוצרו בשוק בעקבות התנהגות לא רציונאלית מסוג זה?

בחברת פלטינום מ.ט.נ. ניהול השקעות ביצענו בדיקה מעמיקה של אגרות החוב והערכנו את יכולת ההחזר שלהם וסיכויי הישרדותם של אותן חברות.

מאחר ותנאי השוק משתנים ומקריאת הדוחות הכספיים של החברות, קשה לחזות תמיד את מה שיקרה בעתיד, בנינו מודל אשר מקטין את הסיכון לאג"ח בודד באמצעות קריטריונים של פיזור גדול על מגוון רחב של אגרות חוב. הנחת העבודה הייתה, שהשוק נמצא בפחד ובפאניקה מוגזמת ושעורי התשואות לפדיון של אגרות החוב אינם הגיוניים ובעצם מהווים הזדמנות קניה, אך לשם הקטנת הסיכון והקטנת התלות בחברה בודדת ביצענו פיזור גדול באגרות חוב כך שגם אם מספר חברות היו נקלעות לאי יכולת החזר התיק לא היה מפסיד נומינלית ואף מרוויח.

דוגמא לכך ניתן לראות בהמשך בתיק המצורף, בתיק המצורף רכשנו אג"ח מדורגות בדירוג גבוה בעלות תשואה לפדיון של מעל 6% נטו במח"ם של כ- 6 שנים בבניית התיק הגענו לתשואה ממוצעת לפדיון של כ-8.5%, אותו לקוח שימתין לפדיון האג"ח ירוויח כ-50% בתקופה של כ-6 שנים. כלומר גם אם 30% מאגרות חוב לא יעמדו בהתחייבותן התיק נומינלית לא יפסיד לאורך זמן, כמובן שקריסה של 30% מהחברות הגדולות במשק הינו תרחיש שנראה אפוקליפטי לחלוטין.

אחד הדברים היפים לפעמים בשוק, זה כשיש רגיעה וכשהשפיות וההיגיון חוזרים לשוק דברים מתקנים מהר. תיק כזה מחודש דצמבר עד כה הרוויח כ-17.5%.

תיקים מסוג זה נבנו ללקוחות רבים של פלטינום תוך פגישה עימם והבנת טווח ההשקעה והסיכונים שהם מוכנים להיות חשופים אליהם, לאחר הבנת צרכים אלו סוכם עם הלקוחות על האג"חים השונים שרכשנו עבורם, לקוחות נועזים יותר ששילבו בתיק מינון של אג"ח מסוכן יותר (גם פה נשמר עיקרון הפיזור) השיגו תשואות אף גבוהות מזה.

לסיכום: ההבנה שהשוק אינו רציונאלי תמיד, לפעמים מהווה הזדמנות לעשיית רווחים עצומים.

פורסם בדהמרקר קפה ביום 24.4.2009