

הכלכלה של ניהול נכסים

פרופ' יעקב בודוך

מנהל אקדמי, מרכז קיסריה, הבינתחומי הרצליה
national bureau of economic research (NBER)
עמית מחקר (NBER)
jboudouk@idc.ac.il

המאמר

<http://www.faculty.idc.ac.il/kobi/fundfees.pdf>

THE ECONOMICS OF ASSET MANAGEMENT

Jacob Boudoukh	IDC and NBER
Matthew Richardson	Stern and NBER
Richard Stanton	Haas
Robert Whitelaw	Stern and NBER

הערכת שווי במודל הקלאסי: The Gordon Growth Model

- נתונים דרושים:

- דיווידנד (תזרים עתידי) (?)
- שער היוון מתוקן לסיכון (risk-adjusted return) (???)
- שער גידול (future growth) (???)

- תוצאה:

$$P = \frac{CF}{r - g}$$

הערכת שווי בענף ניהול הנכסים

- מה הערך הנוכחי של תקבולי ניהול נכסים?

- קלטים:

- תזרים נוכחי - נכסים מנוהלים כפול דמי ניהול
- שער ההיוון - שיעור היוון משוכלל **ומתוקן לסיכון**
- שער הגידול = **הגידול הפנימי** בערך הנכסים
- + הפקדות נטו - דמי ניהול

- האובזרבציה הקריטית:

שער הגידול הפנימי שווה לשער ההיוון

הערכת שווי בשיטת ה- contingent claims analysis

• נביח, למען הפשטות, כי:

- נכסי הקרן: אחזקה של 100 מניות בערך של 1 ש"ח למניה, סה"כ 100 ש"ח
- דמי ניהול: הם 2% לשנה
- אין זרימה פנימה או החוצה
- הקרן תיסגר בתוך 10 שנים

• מה הערך הנוכחי של דמי הניהול?

שנה 1: 2 מניות, שנה 2: 1.96 מניות, שנה 3: 1.92 מניות... שנה 10: 1.67 מניות
= סה"כ 18.3 מניות

- כלומר 2% כפול 10 שנים = 20%, פחות השפעת דמי הניהול

- כמה שווה היום תקבול של, למשל, 1.92 מניות, בשנה 3?

...

- סך התקבולים 18.3 מניות עם ערך נוכחי 18.3 ש"ח, כלומר 18.3% מערך הקרן
- מה לגבי קרן אשר מתקיימת לעד?

הערכת שווי בשיטת ה- contingent claims analysis

$$CF = c * A$$

• תזרים נוכחי = דמי ניהול * נכסים

$$r = R^e$$

• שיעור היוון מתוקן לסיכון

$$g = V + R^e - c$$

• שיעור גידול = רווח הון + זרימה נטו - דמי ניהול (דיווידנדים מושקעים "פנימה")

• כלומר, נוסחת גורדון $P = CF / (r - g)$ בישום לניהול נכסים (אופק אינסופי):

$$P = \frac{c * A}{c - V}$$

מניח דמי ניהול קבועים
שאלת ה"גידול" פחות קשה

יישומים

- היוון תקבולי דמי ניהול
- הערכת שווי חברות לניהול נכסים (ברוקרים, בנקים, קרנות פנסיה וכו')
- מדידת וגידור סיכונים בחברות ניהול נכסים (או סיכון אשראי לרכישה ממונפת)
- ההשפעה של היוון חוזר בין ביצועים לגידול בנכסים מנוהלים <-- קביעת דמי ניהול וסטיית תקן יחסית של ביצועים

היוון תקבולי דמי ניהול

- הדוגמא המספרית הקודמת והכללתה בנוסחה לאופק איסופי מראות כי **קל לחשב** ערך נוכחי של דמי ניהול:
- למשל, מהו הערך הנוכחי של דמי הניהול מגיוס 100 מ ש ל-structure סגור ל-10 שנים עם דמי ניהול של 2% לשנה?
- למשל, מהו הערך היום לפירמה של גיוס 100 מ ש מלקוחות חדשים בדמי ניהול של 2% לשנה אם משך ההשקעה הממוצע הוא 10 שנים?
- ואם משך ההשקעה הוא 30 שנה? (רמז: זמן מחצית חיים 34 שנה)
- ...ומה העלות לפירמה של הפסד לקוח כזה?

הערכת שווי חברות לניהול נכסים

Sold	To	P (מילר)	A (מילר)	P/A (%)
Mivtachim	Menora	710	11,000	6.45%
Makefet	Migdal	201	3,000	6.70%
Meitavit	Clal	135	1,700	7.94%

- המחיר במונחי P/A: כ-6.5%
- נביח עלות תפעולית של 70%, כלומר ריוחיות של 30%:

$$P/A = \frac{0.3 * c}{c - v} = 0.065 \quad \rightarrow \quad v = -3.6C$$

- כלומר שעור ה**קיטון** הגלום במחיר הוא 3.6 כפול דמי הניהול!!! (למשל, כ-5% קיטון לפי 1.5% דמי ניהול)
- התוצאה שמרנית: מניחה הנחה מחמירה כי אין יתרון לגודל

שווי נכס קופות הגמל וקרנות הנאמנות אשר בידי הבנקים בחישוב גס

- סה"כ דמי ניהול ל-2004 ב-5 הקבוצות הגדולות גמל: 781 ממש (0.7%) + פנסיה 996 ממש (1.3%) = 1.78 מיליארד
- דמי ניהול משוכללים של 0.9% על סה"כ נכסים של 195 מיליארד
- נביח, שוב, 30% רווחיות ברוטו (ללא economy of scale) = 533 ממש
- השווי ברוטו של ניהול הנכסים: $p = 533 / (0.009 - v)$
- מהו v סביר?
- 5% קיטון לעד נותן 9 מיליארד
- 5% קיטון לעד וגידול טבעי (צמיחה) של 2% נותן 13.7 מיליארד
- ...לא כולל
- התייצבות ירידת פלח השוק רווחים אחרים מהפעילות
- ערך 5 הקבוצות כ-36 מיליארד, ערך הנכס נטו כ-8 מיליארד, כלומר כ-20% מערך המערכת

ההשפעה של היזון חוזר בין ביצועים לגידול בנכסים מנוהלים

$$P/A = \frac{c}{c(1+\theta) - v - \theta\Sigma}$$

• קיים היזון חוזר בין ביצועים וגידול:
תשואה עודפת של $X\%$ תגרור גידול
בנכסים של $\theta * X\%$

- הסיכוי לביצועים עודפים פרופרציוני לשונות התיק יחסית לתיק סמן
 Σ : (tracking error)
- ההרחבה לעיל מראה כי ע"מ למקסם את ערך חוזה הניהול
קיים תמריץ ללקיחת סיכון אשר, התלוי ב- θ
קיים תמריץ ל"דחייט סיפוקים" (...דמי ניהול)
- במאמר (ראה קישור) מורחב הדיון לשינויים החלים במהלך חיי הקרן
והשפעת הגידול בסך הנכסים וגיל הקרן על התמריץ ללקיחת סיכון
ועל optimal fees

סיכום

- בהינתן (1) דמי הניהול, (2) הנחות לגבי שעור הגידול העתידי (ללא תשואה) ו-(3) דמי הניהול, ניתן לגזור את ערך חוזה הניהול (... לכן, ממחיר הנכס ודמי הניהול נגזרת הנחת הגידול)
- הערך הכלכלי של ניהול נכסים רב (אולי רב משחשבנו)
- בעיקר נכון הדבר לנכסים "יציבים" (פנסיה וגמל, בנקים)
- בהינתן אפקט תשואה עודפת על גידול בנכסים (מעבר לתשואה עצמה) קיים תמריץ כלכלי:
 - ללקיחת סיכון בתחילת חיי הקרן
 - להקטנת דמי הניהול בטווח הקצר/בינוני
- במאמר גם דיון לגבי סיכוני שוק ואחרים במניות של חברות ניהול נכסים עם השלכות לגבי ניהול סיכוני רכישות (ממונפות) של נכסים כאלה