

מדדים להערכת סיכוני וביצועי השקעות באפיקי חסכון לטווח ארוך: תוצאות ראשוניות

פרופ' יעקב בודוך

מנהל אקדמי, מרכז קיסריה, הבינתחומי הרצליה
עמית מחקר, NBER
jboudouk@idc.ac.il

פרופ' צבי וינר

בית הספר למנהל עסקים, האוניברסיטה העברית
mswiener@mscc.huji.ac.il

בשיתוף עם אגף שוק ההון באוצר

1. מבוא

- במהלך השנתיים האחרונות פיתחנו בשיתוף עם אגף שוק ההון באוצר מספר כלים ומדדים שמטרתם לעזור ליועצים ולעמיתים בניתוח כמותי של הסיכונים והביצועים לטווח ארוך של תיקי ההשקעות המנוהלים על ידי קופות גמל, קרנות פנסיה חדשות וחברות ביטוח ("המוסדיים").
 - מדדים אלה יופיעו מהיום על גמלנט
 - מטרת המפגש היום לספק מידע והסברים לגבי מדדים אלה
 - חשוב לציין
 1. החישובים נערכו על נתוני ועל ידי אגף שוק ההון באוצר
 2. התוצאות הינן תוצאות ראשוניות וייתכנו שינויים במודלים ובתוצאות
 3. היישום במתכונתו הנוכחית הוא חלקי ביחס להמלצותינו:
 - נתונים חודשיים במהלך חמש שנים לעומת נתונים שבועיים לאורך שנתיים לפחות
 - סיווג רוב השוק (פרט לכ-10) כקטגוריה אחת לעומת הצעתנו לסווג לפי "סגנונות השקעה"
- על אף האמור ניתן להניח שעיקר המסקנות יישארו בעינן גם לאחר מימוש מלא של המודל.

מגבלות והקשר (context)

- חשוב לחזור לנייר העמדה הראשוני שכלל גם דיון רחב לגבי הבעייתיות הבסיסית של המדדים. בקצרה, ראוי להזכיר כי מדדי הסיכון ומדדי הביצועים הנגזרים מהם מסתמכים באופן אינטנסיבי על מדדי שונות ושונות משותפת – מחזד, לא ניתן לתקן מדדים אלה לתופעת ההחלקה של נכסים לא נזילים. הטיה כלפי מטה בשונות (המשותפת) הנמדדת יכולה לגרום להטיה כלפי מעלה במדדי הביצועים. הטיה זו אינה תוצאה של תופעה כלכלית אמיתית
- מאידך, בהחלט נכון להניח שבממוצע קיימת פרמיית אי-נזילות
- כפי שנאמר על ידינו בעבר יש מקום לסיכון אי הנזילות ולפרמיה שבצידו בתיקי השקעות לטווח ארוך
- בעיות מדידה כגון אלה מחזקות את התפקיד שיש לתת למדדים לא כמותיים, בצד השימוש במדדים הכמותיים המוצעים כאן
- המדדים הכמותיים יכולים לספק עדות על יכולת השקעה, אך חייבים לבוא בד בבד עם לימוד מעמיק על ידי העמיתים של מנהל ההשקעות, כולל מתן משקל שווה לפחות למדדים לא כמותיים כגון פילוסופיית ההשקעה המוצהרת, איכות השערוך, האמינות ואיכות הבקורות, הוותק והגודל.
- ולבסוף, ראוי להתמקד גם, ואולי בעיקר, בדמי הניהול הכוללים, שלהם השפעה מהותית על הביצועים לטווח ארוך

2. תוצאות

- תוצאות זמן אמת לגבי קופות ספציפיות יפורסמו מידי חודש באתר אגף שוק ההון
- הניתוח כאן התבצע על בסיס נתוני חודש יוני 2007
- טבלה 1 מכילה תוצאות מסכמות לגבי מאפיינים מצרפיים שונים של הקופות ומקדמי הביצועים והסיכון המחושבים
- המדגם מתייחס ל-278 קופות לא מנייתיות. עשר קופות מנייתיות הוצאו מהמדגם

נכסים מנוהלים

- סך כל הנכסים המנוהלים לסוף התקופה הוא כ-220 מיליארד ש"ח
- הקופה הממוצעת במדגם מנהלת נכון לתאריך זה סך של 794 מיליון ש"ח
- הקופה החציונית מנהלת 190 מיליון ש"ח
- 10% מהקופות מנהלות בסוף התקופה מעל 2.2 מיליארד ש"ח, ו-10% מנהלות פחות מ-10 מיליון ש"ח

התשואה הממוצעת

- התשואה הממוצעת במדגם 10.3% לשנה (כל המספרים במסמך הם נומינאליים)
- 80% מהקופות נמצאות בטווח של 7.2% עד 13.3% לשנה
- תוצאות אלה הן ייחודיות, ומהוות פועל יוצא של היות התקופה הנידונה, 60 חודשים המסתיימים ביוני 2007, תקופה טובה באופן יוצא דופן למשקיעי שוק המניות, כמו גם למשקיעי שוקי האג"ח למיניהם
- התקופה מאופיינת לא רק בשוק מניות עולה אלא גם בשוק ריביות ריאליות ונומינליות יורד, כך שרוב מסלולי ההשקעה הצביעו על רווחים יוצאי דופן בקנה מידה היסטורי

יחסי ביצועים - שרפ

- לכלל הקופות יחס תשואה לסיכון פנומנאלי בתקופה האמורה, יחס ממוצע של 1.27
- הווה אומר שבממוצע (לא משוקלל לגודל) 1% אחוז סטיית תקן סיפק במהלך התקופה 1.27% של תשואה עודפת מעל ומעבר לתשואה חסרת סיכון (מק"מ קצר). 90% מהקופות השיגו יחס של מעל ל-0.77!
- כנקודת יחוס כללית למספרים הללו, יחס שרפ "נורמאלי" יחשב יחס בתחום של 0.3 עד 0.5
- שוב, ראוי לציין כי מספרים אלה ייחודיים לתקופה והסבירות לראותם שוב לאורך זמן נמוכים

יחסי ביצועים - אלפא

- המודל המוצע על ידינו מחשב תשואה מתוקנת לסיכון על ידי חישוב הביטא ביחס להמישה גורמי סיכון: מניות, אג"ח ממשלתי צמוד ולא צמוד, אג"ח קונצרני צמוד ומדד חו"ל (כאשר מדד חו"ל מורכב משקלול של שני מדדים: מדד שוק האג"ח בחו"ל ומדד שוק המניות בחו"ל)
- במתוקן לסיכון מספקת הקרן הממוצעת אלפא חיובית של 0.77% לשנה. 10% מהקופות במדגם מספקות אלפא של מעל ל-2% לשנה. אלפא חיובית נמדדה ל-224 קופות. כלומר, 81% מהקופות מייצרות ערך מתוקן לסיכון
- זהו נתון מרשים לכשעצמו, שהוכיח עצמו כרובסטי לבדיקות סטטיסטיות שונות שערכנו.
- חשוב לזכור, עם זאת, כי זהו ערך ברוטו, ולמשקיע חשובה השאלה האם קיים ערך נטו, לאחר דמי הניהול. כאן התמונה בהחלט משתנה

דמי ניהול ואלפא נטו

- דמי הניהול הממוצעים הם 0.73%, כאשר 80% מהמדגם נמצא בטווח של 0.20% עד 1.41% לשנה
- ראוי לציין כי עמדו לרשותנו נתונים על דמי הניהול הנגבים על ידי הקופות נכון לסוף 2006. דמי ניהול אלה יכולים להיות שונים מדמי הניהול הממוצעים בפועל במהלך חיי ההשקעה מסיבות שונות כגון שינוי בדמי הניהול, הנחות, וכדומה
- מאחר ולא ברור אם מדידה מדויקת תוסיף או תיגרע, ניתן לנתח את הביצועים נטו, לפחות בקרוב ראשון, כ-אלפא הגולמית פחות דמי הניהול
- האלפא נטו הממוצעת קרובה לאפס – 0.04% לשנה
- רק כמחצית מהקופות סיפקו אלפא נטו חיובית
- ניתן להסיק כי בממוצע מנהלים מקצועיים מייצרים ערך ברוטו, אולם רובו ככולו מתקוזז על ידי דמי הניהול
- מעניין לציין כי תוצאה זו אינה ייחודית למדגם שלנו והיא נפוצה בספרות

השפעת הגודל

- ניתוח דומה לניתוח לעיל נערך לתת מדגם של 50 הקופות הגדולות לפי גודל לתחילת התקופה
- חמישים הקופות, כ-18% מכלל הקופות היום, ניהלו 82% מהנכסים, וגודל הנכסים לתחילת התקופה (לסיום התקופה) של הקופה הממוצעת הינו 2.3 מיליארד ש"ח (3.2 מיליארד ש"ח)
- הקרן הקטנה בתת מדגם זה ניהלה בממוצע כ-623 מליון ש"ח. דמי הניהול הממוצעים, כצפוי מתוך היתרון לגודל, נמוכים יותר (0.52% לעומת 0.73%).
- האלפא נטו הינה חיובית לתת המדגם, 0.14% לשנה לעומת אלפא נטו לכלל המדגם של 0.04%
- מסקנה אפשרית היא כי קיים יתרון לגודל באלפא, יתרון קטן יחסית, של 0.1% לשנה

השפעת הגודל - המשך

- בעוד שההפרש קטן כלכלית, מחזק את המסקנה הטנטטיבית הנ"ל ממצא נוסף, והוא כי למרות שיחס הנזילות הממוצע בכלל המדגם (82%) דומה לזה שנצפה בתת המדגם (80%), הרי שהשונות המוסברת בתת המדגם גבוהה הרבה יותר – 92% בממוצע לעומת 82% בכלל המדגם
- לאור הדמיון ביחס הנזילות, ניתן להסיק כי ה-mark to market בקופות הגדולות מדויק יותר
- ממילא, ניתן להסיק כי בקופות אלה יחוס מוטעה של תשואה לתשואות אלפא פחות סביר (משום ההטיה המועטה יותר בביטות) ולפיכך הפרש האלפא נטו הוא חסם תחתון
- במילים אחרות, לו הייתה בידינו מדידה מדויקת יותר של הנכסים בקופות הקטנות, קל היה יותר לייחס תשואה לסיכון סיסטמאטי, ולפיכך היינו מודדים אלפא ברוטו נמוכה יותר

שרפ יחסי ואלפא נטו

- תוצאה נוספת מעניינת היא שמדד שרפ היחסי הינו שלילי בממוצע, -0.35
- מאחר והשרפ היחסי הוא ביחס לכלל הקבוצה, הרי שללא הטיה בהתפלגות היה אמור מספר זה להיות קרוב לאפס
- היותו שלילי בממוצע נובעת מהעובדה כי ל-176 מהקופות במדגם נצפה יחס שרפ יחסי שלילי, וממילא מובן כי למספר קטן יחסית של קרנות יחס שרפ גבוה מאוד
- כך למשל המקרה בקופות המנייתיות שאינן במדגם שם היחס הממוצע של השרפ היחסי הוא 1.28. לקבוצה זו גם אלפא נטו גבוהה של כ-3% לשנה למרות דמי הניהול הגבוהים יחסית של 0.95% לשנה

• בהקשר לבעיות המדידה המצוינות לעיל ניתן גם לציין כי בעוד שהשרפ היחסי שלילי, כאמור, בכשני שליש מהמקרים, האלפא ברוטו שלילית ב-41% מהקופות בלבד, כלומר רק ב-14% מהקופות.

• שני נתונים אלה מתיישבים רק אם ניקח בחשבון את הקופות המנייתיות והשפעתן על השרפ היחסי מחד, ואת טעויות המדידה בגלל שיערוך נכסים (MTM) בעייתי או אי נזילות מאידך

ניתוח רב משתני

- טבלה 2 מרכזת בגורמים המסבירים את האלפא
- הטבלה מספקת ניתוח רב משתנים כולל את לוג-הגודל (לתחילת התקופה), מקדם הנזילות ודמי הניהול כמשתנים מסבירים של הרגרסיה:

$$ALPHA = a + b (\log AUM beg) + c (LIQ) + d (FEE) + e$$

- המקדמים המתקבלים כאן מספקים מספר תוצאות מעניינות

ניתוח רב משתני -- המשך

- מקדם דמי הניהול מאושש את התוצאה האגרטיבית שנתקבלה לעיל – כל אחוז של אלפא עולה למשקיע בדמי הניהול. **המקדם של 0.58 אומר כי בממוצע גידול של 1% בדמי הניהול נותן רק 0.58% תשואה עודפת**
- ביחס למקדם הנזילות, רגישות האלפא למקדם הנזילות היא שלילית: -0.07 (המקדם ברגרסיה חד משתנית נמוך אף יותר). כלומר, ככל שהנזילות נמוכה יותר, גבוהה יותר האלפא. המקדם מובהק סטטיסטית (כמו גם שאר המקדמים)
- מעניין להבין את המשמעות הכלכלית של מקדם הנזילות. אם נזכור כי מקדם הנזילות נמדד באחוזים (ממוצע 83), הרי ששינוי של סטיית תקן אחת כלומר ירידה של 6.6 במקדם, גוררת עליה של $(-6.6) * (-0.07) = 0.46$, כלומר, כמחצית האחוז, באלפא
- המידע הגלום בנתון זה קונסיסטינטי מחד עם קיומה של פרמיית נזילות, ומאידך יכול להיות קשור גם להטיה מטה בביטוח בשל החלקה יתירה, דבר הגורר הטיה מעלה באלפא הנמדדת

3. סיכום

- העובדה הבולטת ממסמך זה היא חמש השנים האחרונות היו שנים פנומנאליות לחוסך הפנסיוני במונחי תשואה אבסולוטית
- יש לציין כי אין להסיק מכך על העתיד כמובן. מאידך אין גם להסיק כי בהכרח ההפך הוא הנכון
- את עיקר המסקנות מהניתוח האמפירי ניתן לסכם כך:
 - קיימת יכולת לכאורה בידי מנהלי הקופות לספק ביצועי יתר... אבל, ביצועי יתר מתורגמים לדמי ניהול באופן שבו לחוסך לא נותר רווח, בממוצע, ואולי אף להפך
 - קיים יתרון לקוטן בביצועי היתר ברוטו... אבל, יתרון זה נעלם בממוצע בשל דמי ניהול גבוהים יחסית בקופות הקטנות כך שבביצועי יתר נטו יש לקופות הגדולות יתרון קל בזכות דמי הניהול הנמוכים