

מתלבטים מה לעשות עם הכסף? המחקר שיהפוך את כל מה שהאמנתם בו

בניגוד לאינסטינקט, ביצועי העבר אינם מעידים על כלום ■ זה הופך את כל שיקולי ההשקעות על הראש - ומעמיד באור מגוחך את מאמצי השיווק של כל התעשייה ■ כתבת השער בגיליון ההשקעות של מגזין TheMarker

13:51 07.12.2016 מאת: איתן אבריאלי

יש לכם סכום כסף להשקיע. אתם הולכים ליועץ ההשקעות בבנק או לסוכן הביטוח שלכם שנהפך גם הוא לאחרונה ליועץ פיננסי, והוא מציג לכם את המלצתו, תמיד באותו נימוק: הקרן הניבה בשנים האחרונות תשואה טובה מול קרנות אחרות. זה נשמע הגיוני, ואתם חותמים על הניירות והולכים על הקרן הנבחרת, בדרך כלל למשך כמה שנים. אתם יוצאים מרוצים: הלכתם, למדתם, שאלתם – וקיבלת את ההחלטה הנכונה. האמנם? אז זהו, שלא. ומתברר שלא רק ההחלטה שלכם היתה שגויה: כל תעשיית הייעוץ, המכירות, השיווק והפרסום של עולם ניהול ההשקעות – מבוססת על טעות קשה ומביכה. בדיוק כך: בבסיס השיטה המקובלת לבחירת קרנות, קופות ומנהלי השקעות בכלל – מסתתר כשל יסודי.

על העובדה שתשואות העבר הן מבחן הבדיקה והבחירה המרכזי בעולם ההשקעות, לעתים קרובות גם המבחן היחיד, אין עוררין. מאות מחקרים אקדמיים שנערכו ברחבי העולם מוכיחים כי אף שמנהלי השקעות לא מצליחים להכות את מדדי הבורסה, שני שלישים של חסכונות הציבור עדיין מנוהלים על ידי מנהלים "אקטיביים" – והלקוחות בוחרים את המנהלים הללו בעיקר על בסיס "תחרות יופי" שמבוססת על תשואות העבר. כך גם בישראל. מדו"ח של הרשות לניירות ערך על יועצי ההשקעות בבנקים, ועל קרנות הנאמנות שעליהן הם ממליצים ללקוחות – **מסמך שפורסם בחודש שעבר, ולא החמיא ליועצים – עולה כי הם מתמקדים בתשואות העבר של הקרנות ומזניחים שיקולים אחרים, כמו גובה דמי הניהול, ההתאמה של הקרן לצרכי הלקוח, שיקולי מס ושיקולי תזרים המזומנים הדרוש להם.**

בכלכלה קיים מונח בשם "העדפה נגלית", המבהיר מה הציבור עושה בפועל, גם אם התיאוריה והממצאים הסטטיסטיים היו אמורים לגרום לו לפעול אחרת. במקרה של בחירת השקעות ומנהלי השקעות, הציבור מראה שהוא עדיין חושב שמנהלי השקעות אקטיביים – אנשים בשר ודם שבוחרים ניירות ערך – יכולים לספק לו תשואות גבוהות ממכשירי השקעה פסיביים צמודי מדד, כמו תעודות סל; ושהדרך המתאימה לזהות את ה"כוכבים" הללו היא לבחון את התשואות שהשיגו עבור לקוחותיהם בשנים האחרונות. שורה של מחקרים ומאמרים אקדמיים מראים שרוב יועצי השקעות, בבואם להמליץ ללקוח איזו קרן נאמנת לרכוש, בוחרים בדרך כלל באחת הווריאציות של כלל האצבע הבא: זהו את הקרנות שהציגו ביצועי יתר מעל המדד ומעל המתחרות שלהן בשלוש השנים האחרונות, קנו אותן – ואז חזרו על הפעולה בעוד שלוש שנים תוך החלפת הקרנות המאכזבות. את העובדה שזה הכלל המקובל קל לזהות מתוך זרמי הכספים הנכנסים לאותן קרנות שהציגו ביצועי יתר, כמו גם מתוך סקרים ושאלונים מול יועצי השקעות.

ולמה שלא יעשו כך? לכאורה, ההיגיון מחזק את ה"אלגוריתם" הזה לבחירת מנהל השקעות. הרי מנהל השקעות שהציג ביצועי יתר מול מתחריו חייב את הצלחתו לאחת משתי אפשרויות: או שיש לו יכולות מיוחדות שאין לאחר – או שפשוט היה לו מזל. בשני המקרים הבחירה בו נראית מוצדקת: אם יש לו יכולת מיוחדת לקרוא את השוק ולזהות הזדמנויות, מובן שתוצאותיו יהיו טובות יותר; אם אין לו יכולת כזו ורק היה לו מזל, אין זו ראייה לכך שהוא פחות טוב מאחרים. נזק לא יגרם לכם. ההחלטה הרציונלית

והאינסטיטוטית תהיה לבחור בקרן הנאמנות של מנהל כזה. במילים אחרות: בחירת מנהל השקעות על פי ביצועי העבר הטובים שלו אינה מזיקה – ואולי אפילו בעלת תועלת. אבל מה יקרה לעולם ההשקעות אם בדיקה סטטיסטית יסודית תראה שהמציאות הפוכה, ושדווקא קרנות הנאמנות שהציגו ביצועים טובים בשלוש שנים מסוימות בדרך כלל יציגו תשואות גרועות בשלוש השנים שלאחר מכן? זה בדיוק מה שמצאו החוקרים האמריקאים ברפורד קורנל מקל-טק, ג'יסון סו מ-UCLA ודיוויד נניגיאן מאמריקן קולג', במחקר שפרסמו בפברואר 2016 באתר SSRN.

שלושת האקדמאים החלו את מחקרם מתופעה מוכרת, לפיה מניות בודדות מראות נטייה ל"חזרה לממוצע". מניות שעלו הרבה בתקופה מסוימת נוטות לעלות פחות מאחרות בתקופה שלאחריה. את זה כבר הראו חוקרים רבים לפנייהם: למניות בודדות, מתברר, יש נטייה לרוץ קדימה במהירות בתקופות קצרות, ואז לחזור לממוצע של השוק על פני תקופות ארוכות.

השלב המחקרי הבא נראה מתבקש: אם מניות בודדות מתנהגות כך, הרי שגם תיקים של מניות – למשל קרנות נאמנות – צפויים אולי להתנהג באופן דומה. החוקרים שיערו כי הסיבה לכך נעוצה בזרמי הכספים של המשקיעים: מרגע שנייר ערך או קרן נאמנות נהנים מזרם של הכנסות, ודווקא בגלל עלייתם, הזרם הזה הולך וצובר מומנטום עד שבשלב מסוים העליות מסתיימות, הציבור בוחר לממש רווחים, והמניות (או תיקי המניות) מתחילים לרדת וחוזרים אל הממוצע של השוק כולו. ההיגיון שמאחורי הדינמיקה הזאת פשוט למדי: המשקיעים רצים אל סיפורי ההצלחה ומעלים את ערכם, ולאחר זמן מסוים נוטשים אותם לטובת הכוכב הבא. כשזה קורה, ערכם של כוכבי האתמול מתחיל לרדת. במהותם, להתנהגות המשקיעים ולגלי התשואות העולים ויורדים של מניות ושל קרנות נאמנות יש קשר ישיר לשאלה המרכזית שמעסיקה את עולם ההשקעות בשנים האחרונות: האם מנהלים מסוגלים ליצור באופן עקבי תשואות מעל המדד, גם ללא נטילת סיכונים מיותרים – תופעה המכונה בשם "אלפא" – או שההצלחות הן תוצאה של נטילת סיכונים גדולים יותר, כמו במקרה של התמקדות במניות קטנות ומניות טכנולוגיה? אם יש מנהלים מוכשרים שמסוגלים לייצר "אלפא", אין סיבה שקרנות המניות שלהם יחזרו לממוצע, כי הם יידעו לחזור על הקסם שלהם לאורך זמן. אבל אם אין להם יכולת כזו, והתשואות שהם הציגו בעבר הן תוצאה של מזל יחד עם נטילת סיכונים גדולים יותר, הרי שלאורך זמן המזל שלהם ייגמר – והם יחזרו לממוצע ואף ירדו מתחתיו. הראיות מהשווקים מעידות שיכולת "אלפא" כזו היא נדירה מאוד.

מספרים, זה כל הסיפור

לאחר בדיקת התשואות של כל עולם קרנות הנאמנות האקטיביות בארצות הברית בשנים 1994-2015, החוקרים ביצעו סימולציה היסטורית של כלל בחירת ההשקעה האוניברסלית: בוחרים בקרנות הטובות ביותר בתקופה של שלוש שנים, ממתינים שלוש שנים, ואז שוב בוחרים בכוכבים החדשים וזורקים את האחרים – וחוזר חלילה. את התוצאות של האסטרטגיה הזאת, שניתן לכנותה "בחירת הטובים", החוקרים השוו לשתי אסטרטגיות מתחרות: "בחירת הממוצעים" ו"בחירת הגרועים". האחרונה היא אסטרטגיה מוזרה לכאורה, שבה בוחרים בכל פעם דווקא בקרנות שהציגו ביצועים גרועים בשלוש השנים שחלפו, ומגלגלים את אותו כלל בחירה כל שלוש שנים במשך 20 שנה. ברור שבאופן טיפוסי, הקרנות של אסטרטגיית "הטובים" מופיעות בעיתונות ההשקעות כממלצות, ואילו על אלה של אסטרטגיית ה"גרועים" איש לא מדבר. ומה היו התוצאות? לקורא העוסק ביעוץ השקעות, או עובד בשווקים הפיננסיים, כדאי עכשיו לשבת: האסטרטגיה של בחירת קרנות ממוצעות, אלה שנלקחו מתוך הטווח שבין המאיון ה-45 למאיון ה-55, היכתה את הבחירה של קרנות מהעשירון העליון, וזאת על פי כל מבחן דירוג שנבחר: תשואה נומינלית, תשואות מדד שארפ (מדד המשקלל גם את התנודתיות, או הסיכון, של הקרן), ותשואה לפי מודל CAPM, המשקלל גם הוא את הסיכון ואת הביצועים של "תיק השוק".

אבל זה עוד כלום: האסטרטגיה הטובה ביותר לבחירת קרנות נאמנות היתה זו של הקרנות הגרועות ביותר – אלה שבכל תקופה של שלוש שנים שכבו אי שם בעשירון הנמוך והעלוב של דירוג המנהלים. יותר מכך: אסטרטגיית ה"גרועות" ניצחה לא בנקודות, אלא בנק-אאוט. בעוד התשואה השנתית הממוצעת של תיק ה"טובים" היתה 8.04%, תיק

ה"ממוצעים" הניב 9.77%, ואילו תיק ה"לזרים" יצר תשואה של 10.4%. אותם ממצאים עלו גם בשקלול הסיכון על פי מדד שארפ: 0.29 ל"טובים", 0.48 ל"באמצע" ו-0.511 ל"לזרים" של שלוש השנים הקודמות.

מה קרה פה? ברמה האנליטית, תוצאות המחקר מראות שכמו מניות, גם תיקי מניות וקרנות נאמנות חוזרים בסופו של דבר לממוצע, כנראה בגלל דפוסי ההתנהגות של המשקיעים. זה מעניין, ולא בדיוק מפתיע. לעומת זאת, ברמה המעשית של בחירת קרנות נאמנות ושכירת שירותיהם של מנהלי השקעות, זו ממש רעידת אדמה: מהממצאים עולה שבחירה לפי ביצועי העבר אינה רק כלל התנהגות שגוי – היא אפילו מזיקה ממש לביצועי הלקוח, וגורמת לו להפסיד כסף מול אלטרנטיבות אחרות. זוהי גם כותרת המחקר: "הנזק שבבחירת קרנות שלאחרונה הציגו תשואות יתר" (The Harm in Selecting Funds That Have Recently Outperformed).

ומהאקדמיה – למציאות. אם מקבלים את תוצאות המחקר, ובעיקר אם מניחים שממצאים דומים יעלו אם יבוצע מחקר זהה על קרנות הנאמנות הישראליות – הנחה שנראית סבירה מאחר שכך קרה בכמעט כל המבחנים הסטטיסטיים אחרים – הרי שכל תעשיית ההשקעות בישראל צריכה לעצור ולחשוב מחדש. קחו למשל את עולם הייעוץ: כמעט כל ההמלצות לקרנות נאמנות מבוססות על ביצועי העבר שלהן, ועוד לא נולד היעוץ שישכנע לקוח לבחור דווקא בקרן הנאמנות הגרועה ביותר בקטגוריה שלה. כך גם בעולם השיווק והפרסום של קרנות נאמנות ובתי השקעות: כל המודעות, כל הפרסומים וכל תשדירי הטלוויזיה תמיד שיווקו ומשווקים לציבור את אותו הסיפור: "הקרן שלנו היתה במקום ראשון מבין כל הקרנות בשנה האחרונה, בשנתיים האחרונות או בשלוש השנים אחרונות". זהו המסר היחיד. אבל אם מסקנות המחקר נכונות, הרי שכל המודעות הללו היו מבוססות על היגיון שגוי, וכנראה גם גרמו נזק למי שראה אותן, קרא אותן, שמע אותן – והחליט להתנהג על פיהן. ואולי אפילו חמור מכך, כל המודעות הללו היו הטעיה וגניבת דעת. אפילו כיום, למרות הצטברותם של מחקרים שלכל הפחות מעלים את סימני השאלה הללו, בתי ההשקעות עדיין מתפארים בעיקר בביצועי העבר שלהם ובמיקומם בדירוגים השונים ביחס למתחרים. ולמה לא? בתי ההשקעות הם עסק לכל דבר. היעד המרכזי שלהם הוא לשווק את מוצרי

ההשקעות שלהם ולהגדיל את סך הכספים שהם מנהלים, והם למדו כבר לפני עשרות שנים שהדרך הטובה ביותר למשוך לקוחות חדשים – אולי אפילו הדרך היחידה – היא לספר להם על הביצועים הטובים שהיו להם לאחרונה.

המספרים שמוצגים במודעות ממילא לא תמיד רלוונטיים. בריצה אחרי מקומות טובים בדירוג, בתי ההשקעות נוהגים לבחור את חוקי המשחק כפי שמתאים להם, למשל על ידי בחירת תקופת ההשקעה. כמעט לכל מנהל, כמעט לכל בית השקעות, יש קרנות שבלטו לטובה בתקופה כלשהי: מתחילת השנה, בשנה האחרונה, ב-18 החודשים האחרונים, בעשר השנים האחרונות – מה זה משנה? העיקר שניתן יהיה לבוא ולומר ללקוחות: אנחנו מספר אחת. זו, אגב, הסיבה לכך שיש בישראל כל כך הרבה קרנות אצל אותו בית השקעות, אף שרבות מהן שונות רק במעט מאחרות. כאשר בית השקעות כזה מנהל עשרות רבות של קרנות, הוא יכול להיות בטוח שגם באופן אקראי לחלוטין חלק מקרנות שלו יתנוססו באחד המקומות הראשונים של טבלה כלשהי – הישג שאותו ניתן למנוף למסר שיווקי, ולקידום מול יועצי ההשקעות בבנקים – אשר מצדם ימכרו אותן לציבור הלקוחות. בתי ההשקעות יכולים היו לבחור באסטרטגיות שיווק אחרות. למשל, לדבר על טיב השירות, או לטעון שהם מעסיקים יותר אנליסטים מהמתחרים שלהם. הם יכולים היו לספר על דמי הניהול הנמוכים שלהם מול אחרים, לשותף את הלקוחות בגישות ההשקעה, לספר מדוע הם חושבים שעדיף כך או אחרת. הם יכולים היו למצוא דרכים לשכנע מדוע הם טובים, מקצועיים, רציניים ועובדים נכון, ולכן כדאי לבחור בהם. אלא שבתי ההשקעות מכירים את נפש הלקוחות שלהם, והם יודעים שכל אלה לא יעשו עליהם הרבה רושם. הם יודעים היטב שהדבר היחיד שמרשים לקוחות הוא מספרים שמתארים את ביצועי העבר ואת כמות הכספים המנוהלים על ידם – אף שלא להאמין כל קשר לביצועים שהם יציגו בעתיד.

פשוט זה מוכר

האם בעקבות המחקר המטלטל הזה צריך לשנות הרגלים, ומעתה יש להיכנס ליועץ ההשקעות בבנק השכונתי ולבקש ממנו לראות את הקרנות הכי גרועות של השנים אחרונות? האם זהו כלל ההשקעות החדש? לא כל כך מהר. מחברי המחקר כותבים שהם

עצמם אינם מאמינים שהתעשייה תאמץ את המשמעות של הממצאים שלהם – היא יותר מדי קשה לעיכול ולמכירה ללקוחות. אז מה כן? אם לא על ביצועי העבר, על איזה בסיס יעצי השקעות יבססו את ההמלצות שלהם? החוקרים מציעים להתמקד בשיקולים אחרים, ובעיקר כאלה המבוססים על ראיות מהמחקר האקדמי בשנים האחרונות – ויש לא מעט כאלה. כך למשל, מחקר אחד מראה שיש קשר בין הבונוסים שמנהלי השקעות מקבלים לבין התשואה שהם משיגים, ומחקרים אחרים מרמזים שבתי השקעות שבהם המנהלים הם גם בעלי הבית משיגים תוצאות טובות יותר; שמנהלים שמוציאים את המשימות שאין ניהול השקעות לספקים חיצוניים משפרים את הביצועים; ושגיוס עובדים בעלי תואר שלישי תורם להצלחה, כמו גם קיומה של "תרבות חיובית" בבית ההשקעות.

נכון, בחינה מדוקדקת של מנהלי קרנות הנאמנות – מי הם, מה הם עושים, איך הם מנהלים, מהי המקצועיות שלהם, מה מבנה העמלות שלהם, היכן נמצאים האינטרסים האמיתיים שלהם ומהי אסטרטגיית ההשקעות שלהם – כל אלה משימות הרבה יותר מורכבות, קשות ויקרות מסתם לשבת במשרד עם נייר ועיפרון ולדרג את המתמודדים על פי ביצועי העבר בלבד. אלא שעל פי נתוני המחקר, זה בדיוק הדבר הנכון לעשות. מאחר שמחקר דומה טרם בוצע בשוק קרנות הנאמנות או קופות הגמל בישראל, קל יהיה לתעשייה המקומית להתעלם ממנו ומההשלכות הדרמטיות שלו על מדיניות השיווק של מכשירי השקעה, ועל היעוץ בבנקים. הטענות שבדאי יושמעו על ידי מנהלי הקרנות שהציגו בשנים האחרונות ביצועים טובים, יקבעו שהשוק הישראלי פחות משוכלל מהאמריקאי (ולכן יש הזדמנות ליצר "אלפא"), שיש מנהלים יותר מוכשרים ומנוסים מאחרים (למשל אלה של בתי ההשקעות הפרטיים מול אלה שבחברות ביטוח), שיש סיבות מוסדיות והתנהגותיות שמעניקות לחלק מהנהלים יתרון ומשפרים את הסיכוי שהם יכו את המתחרים שלהם בעתיד.

דורון צור, לשעבר אנליסט ומנהל קרנות גידור, אינו מופתע מממצאי הסקר וגם מסביר את ההתנהגות של בתי ההשקעות: "אני מעריך שאם משהו יבצע את המחקרים הללו על שוק קרנות הנאמנות הישראלי – התוצאות יהיו דומות. אלא שצריך להבין שהקו השיווקי של בתי ההשקעות לא נקבע משיקולי השקעה, אלא כי זה מה שעובד. בית השקעות שיבוא לציבור ויאמר לו שיש לו קרן שירדה ב-25% ולכן צריך לקנות אותה – זה לא יביא ביזנס. זו תהיה התאבדות. זה לעולם לא יקרה. גם היועצים לעולם לא ייצרו המלצה כזו, כי הם כבולים למערכות הדירוג של הבנקים – שהן עצמן מבוססות על ביצועי העבר".

עם זאת, צור מסכים עם המסר הכללי שמבטא המחקר. "ההסתמכות של שוק ההון הישראלי על המספרים הטכניים של העבר היא פשטנית מאוד", הוא אומר. "הסיבה לכך היא המסר הפשוט מצד אחד – וכיסוי תחת מצד שני. אומרים לך, הנה: הכנסנו מספרים, חילקנו, הוצאנו שורש. זה לא מסובך. זה חד ערכי. זה ניתן למדידה. ליצרנים יש עסק לנהל, הם לא יביאו ללקוחות מסר שאי אפשר למכור. כל המערכת בנויה למכירה על בסיס שיקולים כמותיים – ואין מקום לשיקולים איכותיים. אפילו הרגולציה תומכת בזה: כל עוד אתה מציג מספרים מהעבר, אף אחד לא יכול לבוא אליך בטענות. אם תתן כל מיני דברים אחרים, מהעולם האיכותי – אתה כבר נוטל סיכונים".

לעומת צור, יאיר לפידות, אחד משני השותפים המייסדים בבית ההשקעות ילין-לפידות, מתייחס לממצאי המחקר בספקנות: "מתקופת לימודי אצל הפרופ' למימון חיים לוי אני זוכר משפט אחד שהוא אמר: 'הקורלציה היא פונקציה של חריצותו של החוקר, בניפוי תצפיות שפוגעות בתוצאה שאליה הוא רוצה להגיע'. כבר ראינו שמחקרים במדעי החברה והכלכלה אינם תמיד נכונים. כל המודלים האלה בנויים על שורה של הנחות מוצא, בעולם תיאורטי, ללא הפרעות, ללא מס, ואז זה מגיע לשיווי משקל. בחיים זה לא עובד כך". עם זאת, גם לפידות מסכים כי ביצועי העבר אינם הקריטריון היחיד או אפילו המוביל לבחירה באפיק השקעה. "מנהלי ההשקעות עצמם הם החשובים", הוא אומר. "צריך לפגוש אותם, לדבר אתם, לראות מה הם עושים ולבדוק אם הם לא התחלפו. צריך גם לראות את הגודל של הקרן. הכלי של ניתוח תוצאות העבר יכול להיות שימושי רק ככלי מפיפי ראשוני, שלאחריו מתחילה הבדיקה של הדברים החשובים".

ההימור שלנו הוא שלמרות הממצאים שעלו במחקר האמריקאי, שום דבר לא ישתנה בשנים הקרובות ביעוץ ההשקעות, בטח לא בישראל. גם כותבי המחקר אינם צופים שינויים דרמטיים בטווח הקרוב. אולי בעתיד יחולו שינויים במודל היעוץ בחו"ל, בעיקר אם יפורסמו מחקרים נוספים המחזקים את הממצאים המפתיעים של בדפורד, קורנל ועמיתיהם.

כשזה יקרה, השינוי הזה יזלוג גם לישראל – אבל הדבר לא יתרחש בעתיד הקרוב. אפשר אפילו להבין את מנהלי ההשקעות שדוחים את הממצאים. מי שהיו לו ביצועי עבר טובים, ירצה להילחם על היתרון השיווקי הזה. מי שאין לו, אבל מחזיק מערכת יחסים טובה עם היועצים בבנקים, ירצה לשמור עליה ולא לזעזע את הספינה. בנקים, מצד, לא ירצו ללמוד שיטות מיון חדשות ולא ירצו לשאת בעלויות של הטמעת שיטות כאלה במערכים של אלפי יועצים. לכולם יותר קל, נוח וזול לשמור על שיטת דירוג פשוטה, מובנת וקלה למכירה מול הלקוח הסופי – הרי הוא הציבור.

אלא שזה לא צריך להסיח את הדעת מהמסר המרכזי של המחקר: תשואות העבר לא אומרות דבר על ביצועי העתיד של קרן נאמנות או כל מכשיר השקעה אחר, ולכן כל ייעוץ ההשקעות בבנקים וכל המסרים השיווקיים של בתי ההשקעות מבוססים על הנחה שנראית הגיונית ואינסטינקטיבית – אבל היא פשוט לא נכונה. ואם נחשוב על זה, והפעם בהחלט תוך שימוש בניסיון העבר, האם זה באמת מפתיע שהתעשייה הפיננסית מוכרת לנו רעיון שלא מתקיים במציאות – העיקר שנקנה, נמכור, נבוא, נלך, ונשלם לה עוד עמלות?