

## תוכן

5.....	<b>מבוא</b>
9.....	<b>סקירת ספרות</b>
10.....	<b>תשואת המניה</b>
14.....	<b>מתודולוגיה</b>
16.....	<b>מבנה הנתונים</b>
16.....	משתנה תשואת המניה
17.....	משתנה דירוג אשראי
19.....	<b>ניתוח התוצאות</b>
20.....	בחינת השערות :
22.....	<b>סיכום ומסקנות</b>
22.....	מגבלות המחקר
22.....	המלצות למחקר המשך
23.....	המלצות יישומית
24.....	<b>רשימת מקורות</b>

ניירות ערך, הינם כלים של שוק ההון, אשר נותנים לבעליהם זכויות מסוימות, שיכולות להוביל לרווחים. הרווח יכול להיות כדיווידנד מהשקעה, או כהפרש בין מחיר קנייה למחיר מכירה של נייר ערך כזה או אחר. יחד עם זאת, בנוסף לרווחים, ניירות ערך, קשורות גם לסיכון שיכול להיות קשור באיבוד של כל הכספים המושקעים בגלל פשיטת רגל של חברה הציבורית, או סיכון אחר מסוג של רמת הסחירות הנמוכה של הכלי הפיננסי, אשר לא יאפשר לבעליו לממש את ניירות הערך תוך זמן קצר.

דוגמא לבעיית הסיכון מסוג פשיטת רגל, ניתן לראות במקרה של חברת SunEdison, אשר פשטה רגל באפריל 2016, עם חוב עצום של 11 מיליארד דולר. בדצמבר 2007, מחיר המניה עלה ל-91 דולר ושנה לאחר מכן, מחיר ירד כבר ל-15 דולר. בשנת 2015, לאחר עליית מחיר המנייה למחיר של 30 דולר, חלה ירידה עקבית עד למחיר של 0.14 דולר היום<sup>1</sup>. כאמור באפריל 2016, חברה הכריזה על פשיטת רגל וכל המשקיעים איבדו את כספיהם.

מקרה של SunEdison, מלמד אותנו שסיכונים הקשורים בניירות ערך, כמעט בלתי ניתנים לחיזוי מראש וכי גם חברה מצליחה מאוד עם פוטנציאל עצום, יכולה לפשוט רגל מסיבות כאלה ואחרות. בהיסטוריה ידועים מקרים רבים, בהם משקיעים היו מאבדים הכל ביום אחד – מקרה המפורסם ביותר זה דוגמא של Enron, שהייתה נחשבת לחברה החדשנית ביותר, עד שבדצמבר 2001 החברה פשטה רגל. מניות של Enron צנחו מ-\$90.56 בשנת 2000, לסנטים בודדים בשנת 2001<sup>2</sup>.

מקרה של SunEdison, Enron ומקרים דומים אחרים, מציבים בפני המשקיע דילמה שבה על המשקיע לקבל החלטת רכישה תוך כדי התחשבות ברווחים עתידיים מצד אחד וסיכונים עתידיים מצד השני. כדי לעשות זאת, קיימים היום מדדים אשר מאפשרים ניבוי מסוים של סיכונים ורווחיות של הכלי הפיננסי. מדדים האלה נועדו בשביל לפטור שתי בעיות עיקריות שאיתן מתמודד המשקיע בשוק ההון: רמת הסיכון ורמת הרווח של הכלי הפיננסי.

על מנת לחזות את הרווח העתידי, נהוג היום להתחשב במדד התשואה השנתית, אשר מציג את הפער בין מחיר המניה בתחילת השנה לבין מחיר המניה בסוף השנה. גובה של תשואת המניה, מציגה את המגמה של המניה בעבר (עלייה או ירידה) ורמת הרווחיות שלה. לדוגמא, אם תשואת המניה חיובית וגבוהה, ניתן להניח כי שווה להשקיע במניה הזאת, עם ציפייה לעלייה דומה של מחיר המנייה גם בעתיד. מדובר בניבוי העתיד, באמצעות העבר.

---

<sup>1</sup>הנתונים נלקחו מאתר של גוגל פיננס - OTCMKTS:SUNEQ  
<sup>2</sup>מקור: <http://www.gilardi.com/pdf/enro13ptable.pdf>

בכלכלה, קיימת תפסיה פיננסית בסיסית, אשר גורסת כי סיכון גבוה יותר של נכס, עלול להניב תשואה גבוהה יותר. היחס בין סיכון לתשואה, מוביל להחלטות השקעה אשר להן השפעה על שוק ההון. נושא זה נחקר רבות. חלק מהמחקרים תומכים בטענה זו ומוצאים עדויות אמפיריות, אשר מציגות כי סיכון בהשקעה, קשור באופן שלילי בתשואה של אותה השקעה (Campbell, Hilscher, & Szilagyi, 2005; Dichev, 1998). ממצאים אלו, מוסברים על ידי טענה כי סיכון גבוה, צריך להשתלם על ידי תשואה גבוהה יותר, כדי שמשקיעים ישקיעו.

יחד עם זאת, מחקרם של Chordia, Jostova, & Philipov Avramov (2012), מציג כי קשר זה מתקיים בעיקר בתקופות בהן קיימת הורדה של דרגת סיכון של מכשירים הפיננסיים. בעוד שב-90% מהמקרים, לא קיימים הבדלים מובהקים בתשואה בין מכשירים פיננסיים בדרגות סיכון שונות, בתקופות של דירוג אשראי יציב. יתר על כן, בתקופות יציבות, הקשר בין דירוג אשראי לרמת תשואה, הינו חיובי בניגוד למצופה. כלומר, חברות ציבוריות בעלות סיכון גבוה, מציגות תשואה גבוהה יותר, ביחס לחברות עם סיכון נמוך.

לטענת החוקרים, הקשר השלילי בין דרגת סיכון לרמת הרווחיות, תלויה במחזורי ממון. הקשר הזה מופיע בשישה חודשים לפני הורדת דירוג האשראי, או שישה חודשים אחרי. יחד עם זאת, בתקופות שבהן, חברה ציבורית נמצאת בתנאי ממון יציבים או אפילו משופרים, לא נצפה קשר בין דרגת הסיכון לתשואה של המניה (Avramov, et al., 2012). כדי להגיע למסקנה הזאת, החוקרים, בחנו נתונים חודשיים עבור 3,578 מניות, עם מחיר מעל דולר אחד בין השנים 1985-2003. בסיס נתונים של המניות, סונו מתוך 13,018 מניות וכלל רק מניות עם דירוג אשראי של S&P שיפורט בהמשך.

הם מצאו שתשואה של תיק השקעות עם דירוג אשראי הגבוה (סיכון נמוך), גבוהה יותר ב-1.6% בחודש, או 7.6% בשנה, מתיק השקעות עם דירוג אשראי נמוך (סיכון גבוה). יחד עם זאת, מכיוון שלחברות עם דירוג אשראי גבוה, יש יותר סיכוי לרדת בדרגת האשראי, מכיוון שיש יותר דרגות אשראי לרדת, בתקופה לפני ואחרי הורדה בדרגת אשראי, מניות מציגות תשואה נמוכה יותר, ביחס למניות עם דרגת אשראי נמוכה (סיכון גבוה).

מחקרם של Abramov וחבריו, חקר מניות בין השנים 1985-2003, כאשר מאז עברו יותר מ-12 שנה וחלו שינויים טכנולוגיים בעלי השפעה על שוק המניות, בעיקר באמצעות התפתחות של טכנולוגיות מידע (Wierzbicki, 2016). מכאן, חשוב לבחון, האם מגמה זו, נמשכת גם היום.