

תוכן העניינים

1.....	תקציר
2	1. מבוא
5	2. סקר ספרות
13.....	3. שיטות
16	4. נתונים
18	5. תוצאות ודין
21	6. מסקנות
22.....	ביבליוגרפיה

1. מבוא

זכות הבחירה החופשית של השקעה פיננסית היא אחד העקרונות הבסיסיים בכלכלת השוק החופשי. כשמדובר במימוש רעיון עסקי ספציפי, קבלת ההחלטה הנכונה מתגלה כתהליך מורכב ודורש מאמץ. במדינות שונות בוחנים השקעות ברכישת דירה מול השקעה בקניית מניות של Real Estate (Investment Trust). בישראל שם הקרנות האלה הוא קרנות ריט. למטרה זאת משתמשים לעיתים קרובות בקריטריון פיננסי של IRR (ש.ת.פ., שיעור תשואה פנימי) ובמדדים פיננסיים אחרים – תשואה של רכישת הדירה כולל דמי שכירות ועליה במחיר רכישת הדירה. ניתן לבדוק כי ערך IRR של רכישת הדירה חיובי, וגם להשוות תשואה של רכישת הדירה עם תשואה ממוצעת של מניות REIT, ועל סמך ההשוואה (מתי התשואה גבוהה יותר) לקבל החלטה על ההשקעה.

כשמדובר במימוש רעיון עסקי ספציפי, קבלת ההחלטה הנכונה מהווה, בדרך כלל, תהליך מורכב ודורש מאמץ רב. הסיבות האפשריות לכך הן מגבלות פיננסיות; מגוון נסיבות מגבילות אחרות – אוריינות כלכלית ופיננסית, למשל; מידע ורמת שקיפות אינם מספיקים בביצוע עסקה; הקושי להבטיח תוצאות כספיות טובות בעסקאות אלטרנטיביות. בחירות שונות של השקעת הון כמו נכסים, מניות, אגרות חוב, סחורות, מטבע חו"ל, אבנים יקרות, זהב וכו' – הן יכולות לעמוד בדרישות שונות ומגוונות. אך על מנת למצוא את מה שבאמת מחפשים מבחינת משתלמות כלכלית, יש לנקוט בעקביות מסוימת, בהתמדה, בבקאות עסקית, אך בראש ובראשונה צריך גישה למידע אובייקטיבי ורלוונטי. בעולם העכשווי הביקוש להזדמנויות השקעה רווחיות שמבטיחות תשואה טובה בסיכון נמוך, עולה במידה רבה על ההיצע של כאלה.

לאור זה ההשקעה בנכסי מגורים היא אחת האפשרויות הנפוצות והנגישות ביותר עבור משקיעים פרטיים. בארה"ב, למשל, לאנשים רבים – בעלי בתים, עלות הבית שלהם היא כמעט כל הנכס שיש להם בזמן יציאה לגמלאות, פרט לפנסיה עצמה (Himmelberg et al., 2005).

עוד אפשרות נפוצה להשקיע בעקיפין בנכסי מגורים היא קניית מניות REIT - Real Estate Investment Trusts. באמצעות REIT קונים לא מניות או איגרות חוב אלא מבנים וקרקות. REIT הוקמו במדינות שונות, וגם בישראל. קרנות דומות ל-REIT של היום הופיעו לראשונה במדינת מסצ'וסטס בארה"ב בסביבות 1850. את ההצלחה השיווקית הגדולה של REIT ניתן לייחס למתאם הנמוך שלהם לביצועים של מכשירים פיננסיים אחרים (קודם כל, אגרות חוב ומניות) ולקשר בין ביצועים של REITs לבין השקעות ישירות נדל"ן. כעת REIT הם אחד המכשירים העיקריים המשמש ברחבי העולם להשקעה בתחום הנדל"ן. הם מתפקדים כמתווכים שגובים כסף מבעלי מניות מוסדיים או קמעונאיים לצורך השקעה בשוק הנדל"ן (Mattarocci, 2014).

במתכונתו המודרנית, המגזר של REIT יכול להיחשב לאחד הענפים הצעירים ביותר בשוק הפיננסי העולמי. בארה"ב, למשל, מניות REIT נסחרות באופן ציבורי בשוק הפיננסי מאז שנת 1960, מה שהביא לימינות מידע על תשואות יומיות על REIT בארה"ב (המחזיקים בנכסי נדל"ן בלבד). זה מאפשר לחוקרים ולמשקיעים לנתח שאלות נפוצות הרגילות בשוק הפיננסי והקשורות לכלכלה פיננסית בענף נדל"ן. שוק ה-REIT העולמי עבר את המעבר ממגזר צעיר וחדש לגמרי, בתקופה קצרה יחסית, לאחת הענפים המתוחכמים ביותר בשוק הפיננסי בעולם. השאלה שהיא עדיין פתוחה בספרות על שווקים

2. סקר ספרות

כיום, הספרות בתחום של REIT מהווה אחד התחומים החשובים בספרות הכלכלית הפיננסית, והיא מתפתחת מהר בשנים האחרונות.

ניתן להגדיר את REIT כחברה המחזיקה, וברוב המקרים, מפעילה נדל"ן מניב - דירות, בנייני משרדים, מחסנים, מרכזי קניות. חלק מחברות REIT עוסקות גם במימון נדל"ן. מניות REIT רבות נסחרות בבורסות הגדולות בעולם, ובפרט, בישראל.

כדי להקל על משקיעים פרטיים ומוסדיים, מדינות רבות יצרו משטרי מס מיוחדים עבור חברות נכסים - REIT, במטרה להימנע ממיסוי כפול, וליצור שוויון במובן זה בין צורות שונות של בעלות על נדל"ן. מטרתם של משטרים אלה היא להימנע ממס על זרם הכנסות משכירות ברמת התאגיד ולאחר מכן שוב לשלם מס, הפעם בתור בעלי המניות. לפיכך, פטור ממס חברות עבור חברת נכס REIT מעמיד את בעל המניות בחברת נכס כזו במצב דומה למשקיע המחזיק בתיק נכסים שלא בבעלות של REIT, שכן זרם השכירות עבור משקיע כזה יחויב במס רק כהכנסה בבורסה. במילים אחרות, פטור ממס חברות יוצר שוויון בין השקעות ישירות לבין השקעות בעקיפין בשוק הנכסים. יתר על כן, חברות REIT מאפשרים במיוחד למשקיעים פרטיים להשתתף בהשקעות בנדל"ן מסחרית (Mazurczak, 2011).

רקע היסטורי. REIT בארה"ב

קרן ה- REIT הראשונה הוצג רשמית בשנת 1960 על ידי הקונגרס האמריקני. בארה"ב, בין השנים 1968 - 1973 עלות הנכסים של REIT גדלה בכמעט 2000%. זאת הייתה תקופת הצמיחה הראשונה של הקרנות REIT בארה"ב. הצמיחה הייתה קשורה לביקוש הרב לבנייה ולפיתוח מימון הבנייה. מקורות הון מסורתיים לא הצליחו לספק את השוק הצומח הזה, והציעו ל- REIT אפשרות להיכנס ולמלא פער זה (Han and Liang, 1995).

פריחה בהשקעות ב- REIT התרחשה לאורך שנות השמונים במאה ה-20, כאשר חוק רפורמת המס משנת 1986 ביטל מקלטי מס רבים בארנונה. ב- 1972 גדלו ריביות הלוואות שהביא להפסדים בקרנות רבות של REIT. הייתה גם תופעה של בניית יתר בתקופה זאת. חוק רפורמת המס משנת 1986 איפשר ל- REIT לנהל את הנכסים שלהן ישירות. בשנת 1993 בוטלו מחסומי ההשקעה של REIT בקרנות פנסיה. מסלול זה של רפורמות המשיך להגדיל את ההזדמנות של קרנות REIT לבצע השקעות בנדל"ן באיכות גבוהה. כיום REITs בארה"ב מחזיקים בכ - 500 מיליארד דולר מנכסי נדל"ן מסחריים, או 10% - 15% מסך הנדל"ן המסחרי בבעלות מוסדית (Mazurczak, 2011).

במחקר בנושא זה נמצא קשר ארוך טווח בין תשואות של REITs לבין מחירי בתים בשוק הפיננסי בארה"ב. הקשר בין ביצועי REIT למחירי בתית או למשתנים פיננסיים אחרים מייצג מידע חשוב לאסטרטגיית ניהול הסיכונים של המשקיעים. באמצעות מודל סטטיסטי במחקרו של Nishigaki (2007) נמצא כי בטווח הארוך (התקופה הנחקרת 1980 - 2006), קיים מתאם חיובי בין תשואות של REITs האמריקאיות למחיר הבתים בארה"ב. התוצאות במחקר זה מגלות שאם מחירי הדירות בארה"ב יירדו או מדד האינפלציה יעלה, ביצועי ה- REITs יירדו בטווח הארוך. התוצאות האמפיריות במחקר זה מצביעות גם על כך שבשנים האחרונות (בתחילת המאה ה-21) היה קשר חיובי חזק בין תשואות מניות ה- REITs למחיר הבתים בארה"ב.