

27 מאי 2009

כדאיות אסטרטגיה משולבת עם ערך ומומנטום

שתי תופעות בשוק ההון אשר נחקרות באופן תדיר עוסקות בתשואת היתר של חברות ערך וכן תופעת "אפקט המומנטום" לפיה חברות בעלות תשואה גבוהה ב-12 חודשים אחרונים) ימשיכו לתת תשואה עודפת על פני חברות בעלות תשואה נמוכה ב-12 החודשים האחרונים.

Clifford S. Asness, Tobias J. Moskowitz, and Lasse H. Pedersen'

ערכו מחקר מקיף בנושא השקעות בחברות ערך ואסטרטגית מומנטום, המחקר מקיף ובו מגוון רחב של נכסים בשווקים הבינלאומיים. המחקר עוסק בחמישה סוגי נכסים: 1. מניות בארבעה שווקים 2. מדדי שוק בינלאומיים 3. אג"ח מדינה 4. מטבעות 5. סחורות

מטרת המחקר הנה להבין את התהליכים המסבירים תופעות אלו באמצעות בחינה מקיפה של שווקים וסוגי נכסים (מחקרים קודמים הרבו לדון בכל אפקט בנפרד ולרוב בנכס בודד). במחקר נבנו תיקי השקעות מגודרים לכל אסטרטגיה: בלונג מניות ערך זולות (ע"פ יחס הון עצמי לשווי שוק) ובשורת מניות ערך יקרות. באופן דומה השקעת בלונג על מניות בעלות תשואה גבוהה ב-12 חודשים אחרונים ושורת על מניות בעלות תשואה נמוכה ב-12 חודשים אחרונים. על פי ממצאי המחקר אסטרטגיות אלו הניבו תשואה חיובית (בסתירה להנחת השוק היעיל). החידוש המרכזי במאמר הנו הממצא לפיו אסטרטגית השקעה משולבת 50% ערך (לונג/שורת) – 50% מומנטום (לונג/שורת) יוביל לתשואה גבוהה יותר ולמדדי סיכון נמוכים יותר.

להשקעות ערך ומומנטום קורלציה שלילית ואסטרטגית השקעה משולבת יוצרת מדד שארפ גבוה, אשר עדיפה על השקעה בכל אפיק בנפרד. במחקר בודקים את השפעת הנזילות בשווקים על השקעה באסטרטגיות ערך ומומנטום. לצורך כך בונים מדד נזילות אשר משוקלל מפרמטרים כגון מדד VIX, המרווח בין אג"ח מדינה לליבור וכו'. נמצא שאסטרטגית לונג אינה טובה במצבי חוסר נזילות, מאידך אסטרטגית מומנטום טובה במצבי חוסר נזילות. לפיכך אסטרטגיה משולבת מנטרלת במידה רבה את החשיפה למדדי נזילות בשווקים. מדדי נזילות נמצאים כמשתנים מסבירים חשובים לאסטרטגיות ערך ומומנטום.

לאורך שנים אסטרטגיות ערך ומומנטום הופכות לפחות רווחיות, הקורלציה של כל אסטרטגיה עולה בין שווקים ובין סוגי נכסים. מרכיב מדדי נזילות כמסביר את הצלחת אסטרטגיות אלו עולה עם השנים ובעיקר לאחר משבר 1998 (קריסת LTCM).

נתוני המחקר:

מניות בודדות – ארה"ב, אנגליה, מרכז אירופה ויפן. מהנתונים מורידים חברות ריט, פיננסים, חברות זרות, חברות שנסחרות מתחת ל-\$1, וכן 25% מהחברות בעלות שווי שוק נמוך. במדגם נשארו כ-37.5% מהמניות אשר מהוות בין 92% ל-96% משווי השוק של כל שוק שנבדק. הנתונים נצברו משנות השבעים והשמונים ועד שנת 2008.

מדדי מניות – אוסטרליה, אוסטריה, בלגיה, קנדה, דנמרק, צרפת, גרמניה, הונג קונג, איטליה, יפן, הולנד, נורבגיה, פורטוגל, ספרד, שוודיה, שוויץ, אנגליה וארה"ב. נתונים מ-1975 עד 2008.

מטבעות ואג"ח ממשלתי ל-10 שנים – אוסטרליה, קנדה, גרמניה ובהמשך ארו, יפן, ניו-זילנד, נורבגיה, שוויץ, שוודיה, אנגליה וארה"ב.

סחורות – 27 סוגי סחורות.

אופן חישוב הפרמטרים:

לגבי מניות ומדדים נעשתה חלוקה לפי יחס שווי הון עצמי לשווי שוק (גבוה / נמוך) – מדד ערך, כמו כן תשואה קודמת גבוהה/נמוכה ב-12 חודשים קודמים – מדד מומנטום.

לגבי סחורות חושב יחס המחירים העדכני לעומת לפני 5 שנים (תשואה בחמש שנים אחרונות). באופן דומה חושבה התשואה ב-5 שנים אחרונות במטבעות בצרוף צבירת הריבית לכל מטבע (לפי ריבית לייבור ל-3 חודשים). לגבי אג"ח ממשלתי – תשואת אג"ח ל-10 שנים בניכוי תחזית אינפלציה ל-12 חודשים קרובים.

הערה:

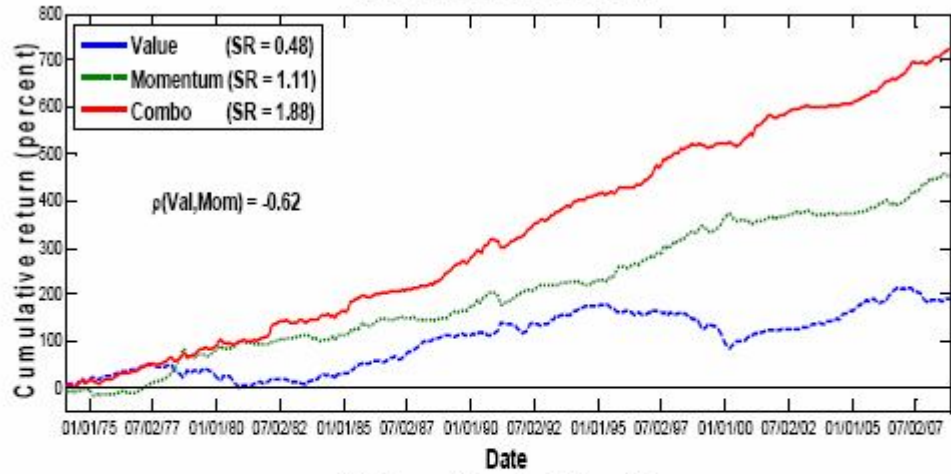
* Asness is at AQR Capital Management. Moskowitz is at the Graduate School of Business, University of Chicago and NBER. Pedersen is at the Stern School of Business, New York University, CEPR, and NBER

להלן גרפים המציגים את תוצאות האסטרטגיה המשולבת והנפרדת לכל הנכסים:

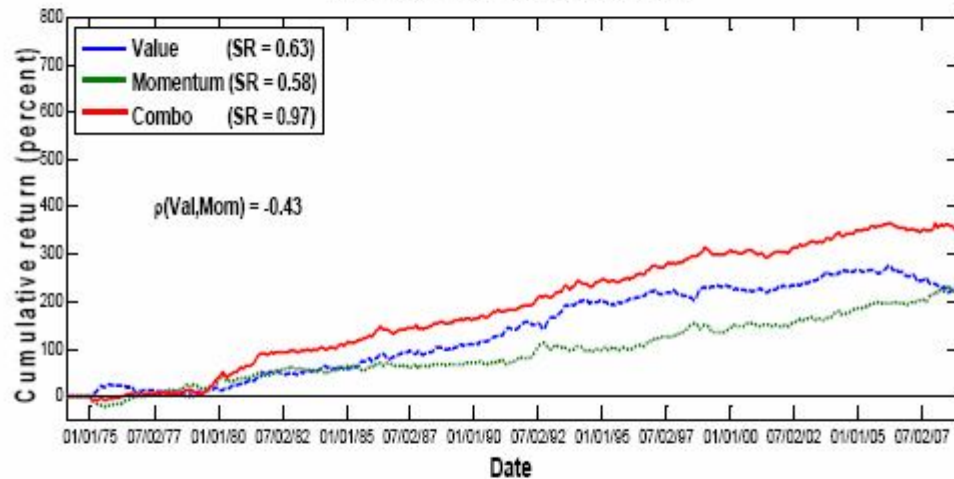
ממצאי המחקר - אסטרטגיות של ערך ומומנטום מספקות תשואה עודפת במניות, מדדי מניות, מטבעות, אג"ח וסחורות, אך השקעה משולבת בשתי האסטרטגיות במשקל שווה (combo), תוביל לתשואה עודפת ובמדד שארפ גבוה יותר (מלבד במדד אג"ח).

אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את הניירות ערך המוזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. פיננסים-המכון לבעלי תפקידים בשוק ההון בע"מ לא יהיה אחראי לכל נזק שיגרם, אם יגרם כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה.

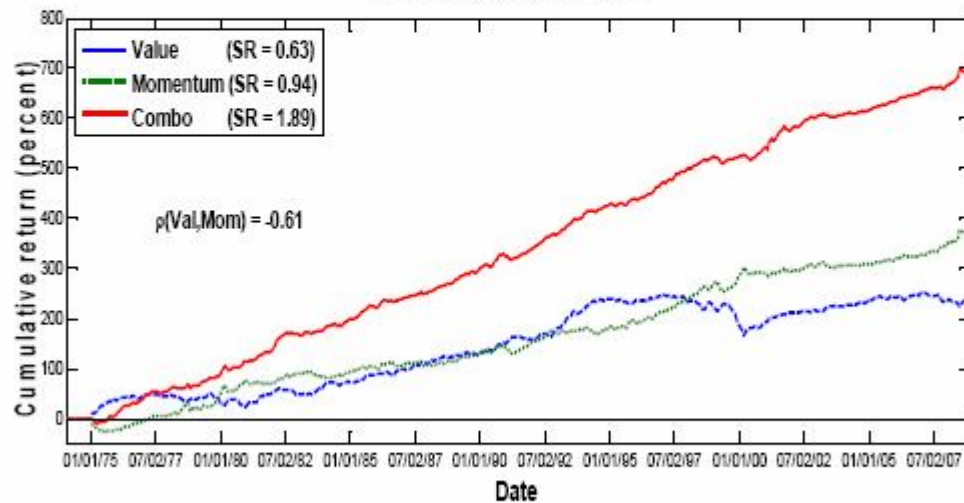
All Stock Selection



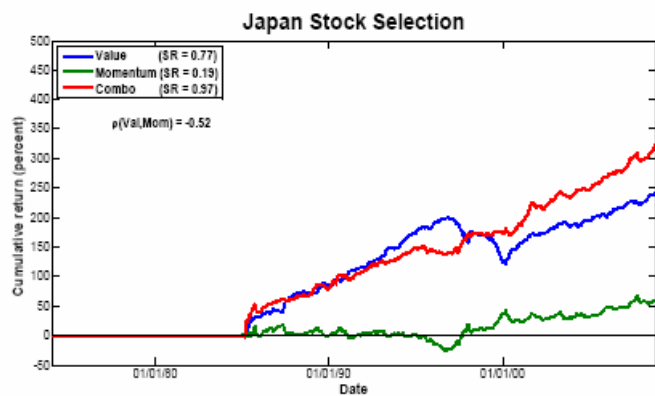
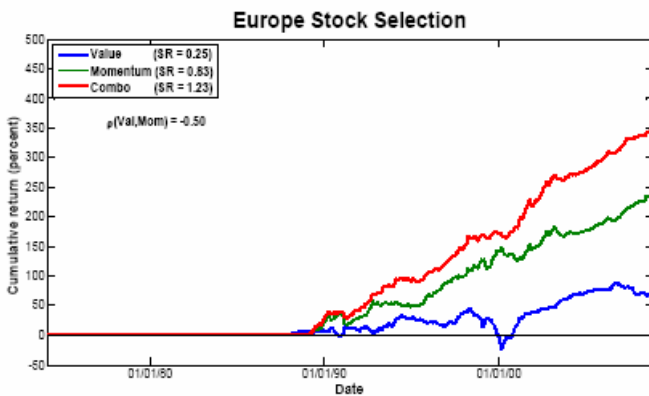
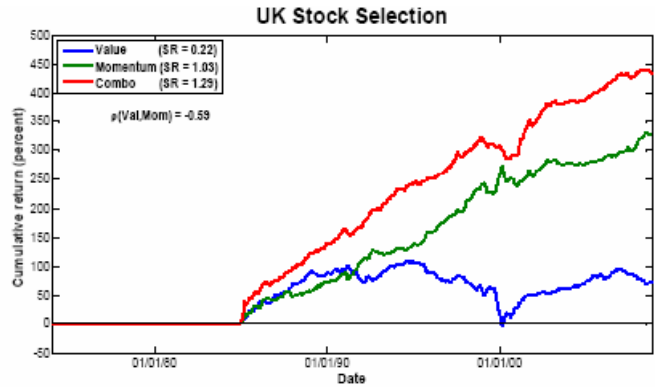
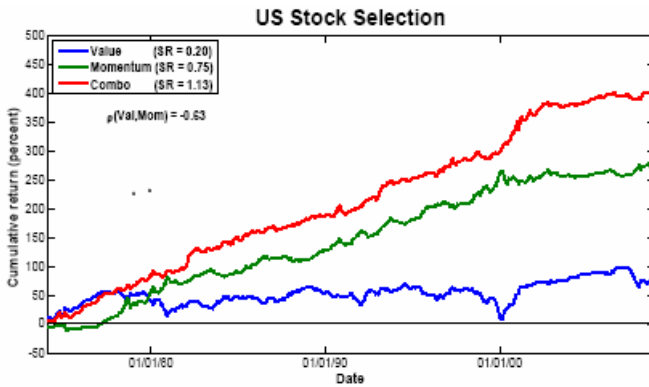
All Non-Stock Selection



All Asset Selection

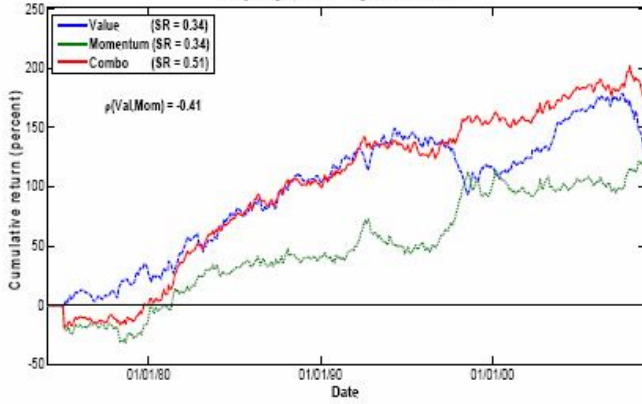


Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1363476>

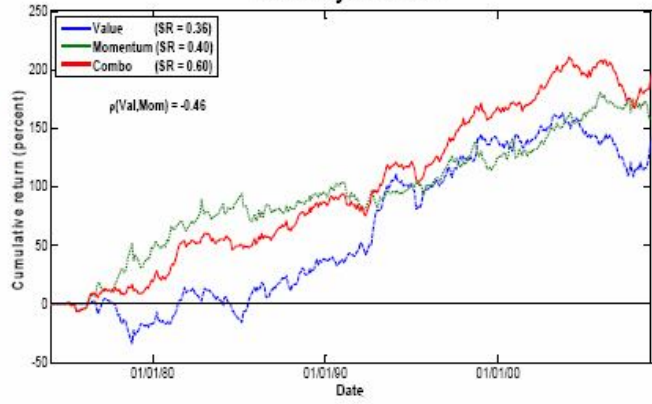


הערה: יפן – בניגוד למדינות אחרות אסטרטגיית ערך עדיפה על אסטרטגיית מומנטום.

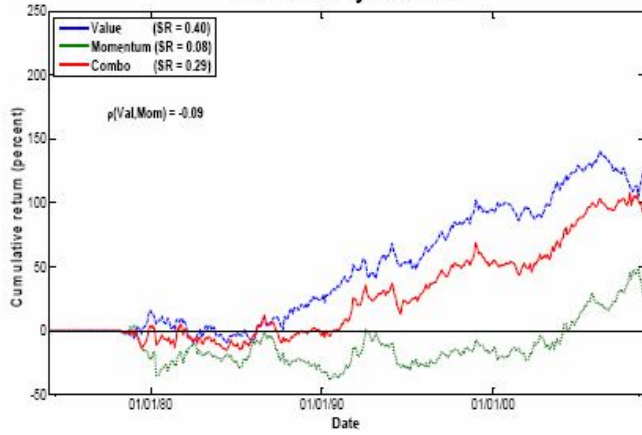
Equity Country Selection



Currency Selection



Bond Country Selection



Commodity Selection

