



אורחים כותבים

השירות שאנחנו מקבלים מקרנות הנאמנות לא מצדיק את דמי הניהול

מתוך שלושה יתרונות שאמורים לספק מנהלי קרנות הנאמנות למשקיעים – הם מספקים בקושי אחד, וגם אותו אפשר להשיג בקלות באופן עצמאי

שגם הם, ברובם, אינם מסוגלים לנבא מגמות בשוק ההון. היום האמריקאי ג'ון בוגל הראה במחקר אמפירי שערך לפני עשרות שנים שבאופן כללי, מנהלי קרנות נאמנות אינם יודעים לנבא את כיוון השוק. כלי לפגוע בכבד דם של מנהל או קרן ספציפיים, בוגל הציג טענה חריפה: מוטב יהיה אם מנהלים אלה יחליטו להדגיל או להקטין את אחוז המניות בקרן לפי הטלת מטבע. על פי בר-גל, החלטה שמתקבלת בתום דיון מעמיק בוועדת השקעות שווה, פחות או יותר, לבחירה אקראית לגמרי: מנהלי הקרן יצליחו לנבא את כיוון השוק בכ-50% מהמקרים (כלומר, יגדילו את תמהיל המניות בקרן, והבורסה אכן תעלה), אבל ייטעו ב-50% האחרים.

במלים אחרות, היוםרה לספק לנו Asset Allocation דינמי על ידי מנהלי הקרנות אינה עזר מרת במבחן המציאות.

גם בנחית מניות אין הצלחות גדולות

ומה לגבי הגורם השני, בחירת מניות "מוצלחות"? מנהלי קרנות נאמנות מפעילים כלים שונים כדי לבחור מניות "נכונות", כאלו שניסחו סחרות בתמחור חסר. ייתכן שיש הצלחה חלקית בנושא זה במניות לא סחירות שהמידע לגביהן במדויק שק הישראלי הוא חלקי בלבד, אבל באופן כללי גם בתחום זה הסיכוי לכישלון (או הצלחה) הוא סביב 50%. מדוע שיטת ה-Stock Picking נוטה להכזיב?

השוק למניות סחירות מושרי כלל, ומחיר המניה משקף את כל האינפורמציה הקיימת בשוק. על אף שבאחרונה ישנם מחקרים המראים שניתן, במידה מוגבלת, לבחור מניות בצורה מושכלת, הרווחיות המתקבלת בשיטה זו היא מועטה, אם מביאים בחשבון את הוצאות העמלה הנגבות בעת קנייה ומכירה של מניות.

כלומר, התועלת הכלכלית למשקיע מה"דע המקצועי" של מנהלי קרנות הנאמנות, הן ב-

קרנות נאמנות חיים לוי

קרן נאמנות אמורה, באופן מסורתי, להעניק למשקיע פרטי שלושה דברים שלטענת מנהלי הקרנות הוא אינו יכול להשיג בכוחות עצמו:

1. ניהול מקצועי טוב, המי תימר לדעת מתי כדאי לעבור מהשקעה בנכסים מסוכנים (מניות) להשקעה בנכסים פחות מסוכנים (אג"ח, בעיקר שקליות) ולהפך. מעבר זה בין סוגי נכסים בעלי רמות סיכון שונות נקרא Asset Allocation.
2. ניהול מקצועי היודע לבחור את המניות הטובות (Stock Picking).
3. פיזור ההשקעה על פני מספר רב של ניירות ערך, דבר שמשקיע יחיד עם הון פרטי קטן יחסית אינו יכול להשיג.

אפילו גרינספאן לא פוגע

האם בפועל מושגות מטרות אלה על ידי מנהלי קרנות הנאמנות? לפני זמן לא רב, כאשר מרד דאו ג'ונס ריחף מתחת לרף 7,000 הנקודות, טען אלן גרינספאן, שהיה עד לאחרונה יו"ר הפדרל ריזרב בארה"ב והאיש המשפיע ביותר על כלכלת העולם, שקיימת "בועה פיננסית" בשוק ההון. במילים אחרות, שמחירי המניות בבורסה מנופחים והמניות צפויות ליפול. הצהרה זו הפחידה, בצדק, משקיעים רבים בכל העולם, כולל כותב מאמר זה. באופן מפתיע, דאו ג'ונס "התעלם" מאזהרתו של גרינספאן והמשיך לטפס בעקשנות, ותוך זמן קצר חצה את קו 8,000 הנקודות. נכון לזמן כתיבת שורות אלה, המרד כבר נמצא בשיא של 12,600 נקודות.

אם האדם בעל ההשפעה הרבה ביותר על כלכלת העולם אינו יודע לנבא מתי כדאי להיכנס לשוק המניות ומתי לברוח, מה לנו שני ליו על מנהלי התיקים ועל מנהלי קרנות ההשקעות? ואכן, מסתבר

חובת הגשת דו"ח שנתי (חלק ב')

מיסוי שוק ההון אלנס שפירא

לצד החובה להגיש דיווח מקוצר, יש חובה להגיש דו"ח שנתי. לפני שברון בחובה זו, נציין כי רשויות המס הודיעו על דחיית מועד הגשת הדו"ח השנתי על ידי יחידים ל-31 במאי 2007, במקום 30 באפריל 2007. ככלל, החוק קובע כמה מקרים שבהם קיימת חובת הגשת דו"ח שנתי. כך, למשל, נקבע כי כל מי שהוא יחיד תושב ישראל שבתחילת שנת המס מלאו לו 18 שנה, חייב להגיש דו"ח שנתי. כיי צד ייתכן אפוא שחלק ניכר מתושבי ישראל בכל זאת אינם מגישים דו"ח שנתי? התשובה לשאלה זו מצויה בתקנות מיוחדות הקובעות פטור מהגשת דו"ח שנתי לגבי יחידים.

לפי תקנות אלו, יחידים (להבדיל מחברות) פטורים, במקרים מסוימים, מחובת הגשת דו"ח שנתי לרשויות המס. לפני שנפרט את אותם מקרים נדגיש כי הפטור הזה אינו חל על דו"ח שהיחיד נדרש להגישו באמצעות פקיד השומה.

מנגד, כל יחיד רשאי להגיש דו"ח אף אם הוא פטור מהגשתו. ואכן, במקרים רבים, יחידים בוחרים להגיש דו"ח שנתי בלי שקיימת לגביהם חובה לעשות זאת, וזאת במטרה לקבל החזר מס. יחיד תושב ישראל יהיה פטור מהגשת דו"ח שנתי לשנת המס 2006 אם הכנסותיו בשנה זו נבעו אך ורק ממקורות הכנסה מסוימים או מצירופם, ובתנאי שלא יעלו על התקרות. זאת כמפורט להלן:



איור: דובי קיין

1. משכורת (כהגדרתה בתקנות) שנוכה ממנה מס במקור וש"ס כומה אינו עולה על 537 אלף שקל.
2. הכנסה מדמי שכירות מהשכרת דירה המשמשת למגורים ביישראל ששולם עליה מס בשיעור של 10% ובתנאי שההכנסה לא עלתה על 279 אלף שקל.
3. הכנסה שמקורה מחוץ לישראל שנקבע לגביה פטור ממס או ששולמה בגינה מקדמת מס במסגרת הדיווח המקוצר, ובתנאי שסכומה אינו עולה על 280 אלף שקל.
4. הכנסה מריבית (לרבות דמי ניכיון והפרשי הצמדה) שמקורה בישראל ואשר מתקיים לגביה אחד משני אלה: (א) היא פטורה ממס; (ב) היא חייבת במס בשיעור של 15%-20%, נוכה ממנה מס במקור וסכומה אינו עולה על 532 אלף שקל.
5. הכנסה ממכירת ניירות ערך הנסחרים בבורסה ואשר מתקיים לגביה אחד משני אלה: (א) היא פטורה ממס; (ב) נוכה ממנה מס במקור וסכומה אינו עולה על 1.536 מיליון שקל. יש לשים לב לכך שהתקרה בסך 1.536 מיליון שקל אינה מתייחסת לריבויים ממכירת ניירות ערך נסחרים, אלא להכנסה, כלומר למחזור המכירות. כך, למשל, אם פלוני קנה ומכר מניות נסחרות במשך ארבע פעמים (ארבע קניות וארבע מכירות) במחיר של 400 אלף שקל בכל פעם, אזי לא נוצר לו כל רווח, אבל ההכנסה (מחזור) היא 1.6 מיליון שקל, כך שהוא בכל מקרה חייב בהגשת דו"ח שנתי.
6. הכנסה מקצבת חוץ (כהגדרתה בתקנות) שאינה עולה על 279 אלף שקל.
7. הכנסה אחרת, שנוכה ממנה מס בשיעור שאינו נמוך מ-49% (אלא אם נקבע בחוק שיעור נמוך יותר) או, באישור פקיד השומה, בשיעור שאינו נמוך מ-30%, או שחל לגביה פטור ממס (למשל: הכנסה מדמי שכירות מהשכרת דירה המשמשת למגורים בישראל ואשר זכאית לפטור ממס) ובתנאי שאותה הכנסה אינה נכללת במסגרת סוגי ההכנסה שצוינו בסעיפים 1-6 וסכומה אינו עולה על 279 אלף שקל.

יש לשים לב כי גם אם מדובר ביחיד שהכנסותיו הן אך ורק מהסוגים שצוינו קודם לכן (למשל: שכיר שמשכורתו ב-2006 היתה 300 אלף שקל, ובנוסף היתה לו הכנסה פטורה מהשכרת דירת מגורים בסכום כולל של 30 אלף שקל), עשויים לחול לגביו סייגים שונים שבגינם הוא בכל זאת יחויב בהגשת דו"ח שנתי. על כך בכתבה הבאה.

הכותב הוא עורך דין ורואה חשבון



תצלום: בלומברג

היזם ג'ון בוגל הראה שמנהלי הקרנות אינם יודעים לנבא את כיוון השוק. לטענתו, מוטב אם יחליטו על אחוז המניות בקרן בהטלת מטבע

מגמות עתידיות בשוק או לבחור מניות ספציפיות; היא בסך הכל משקפת את מדר המניות כולו. כאשר כסף נכנס לקרן, המחשב קונה באופן אוטומטי מניות, בה תאם למשקל שלהן בשוק. כאשר כסף יוצא מהקרן, המחשב מוכר מניות באותו אופן. התהליך הזה מתנהל ללא ידי אדם, מה שמאפשר לדמי הניהול לצנוח לרמות הקרובות לאפס (0.07%-0.25%), לעומת 2%-4% הנגבים כעמלה בקרנות נאמנות מנייתיות.

קרנות אינדקס, המכונות גם קרנות לא מנוהלות, מעניקות למשקיע את יכולת פיזור ההשקיעות, שהיא כאמור היתרון האמיתי היחיד שמציעות קרנות הנאמנות. שלא כמו קרנות הנאמנות, קרנות האינדקס גובות דמי ניהול אפיסיים. קרנות לא מנוהלות מוצעות גם בחו"ל וגם בישראל (כאן הן מכונות "תעודות סל"). במרבית המקרים יש יתרון בקניית תעודות סל בישראל ולא בחו"ל, על אף שדמי הניהול הנגבים בארץ, עד 1%, לכאורה גבוהים יותר מאשר אלה שבחו"ל.

הכותב הוא פרופסור למימון באוניברסיטה העברית והדקאן המיועד של בית הספר למינהל עסקים במכללה האקדמית למשפטים ברמת גן

Asset Allocation והן ב-Stock Picking, מוטלת בספק, גורם אחד שחשיבותו אינה מוטלת בספק, לעומת זאת, הוא הגורם השלישי: הקטנת הסייכון על ידי פיזור ההשקעות. אין עוררין על כך שגורם זה מצמצם באופן משמעותי את הסיכון שאי-ליו חושף עצמו המשקיע. במקום שאותו משקיע יקנה שניים או שלושה ניירות ערך, הקרן יכיר לה להשקיע בעשרות מניות, וכך להשיג פיזור של התיק, שכאמור מסייע לצמצום הסיכון עבור המשיק הבוחר.

נבו עדיף לקנות קרנות אינדקס

האם פיזור הסיכון הוא גורם מספיק חשוב שבגללו כדאי לקנות קרן נאמנות? לדברי בוגל, התשובה על כך שלילית, מאחר שניתן לבנות תיקים לא מנוהלים שיוכלו לספק את אלמנט הפיזור, בהוצאות מינימליות. ואכן, בורגל החליט להקים קרנות אינדקס הידועות בשם Exchange Trust Funds - ETF. כך הוקמה, למשל, קרן VanGuard, כיום אחת מקרנות ה-ETF הגדולות בעולם.

העיקרון המנחה קרנות אינדקס הוא שהקרן אינה מנסה לנבא

האם כדאי לקנות קרן נאמנות רק בשביל פיזור הסיכון? בוגל סבור שלא, כיניתן לבנות תיקים שיפזרו את ההשקעה בהוצאות מינימליות