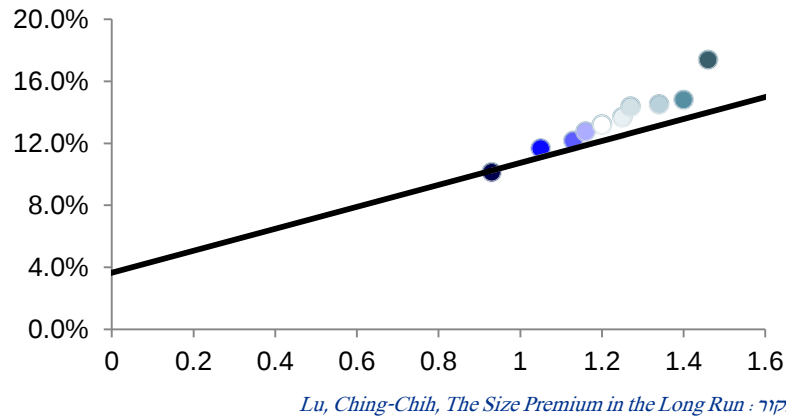


שיטת התשואה על ההשקעה - חישוב מחיר ההון המשוקלל (WACC) (4/12)

תרשים: התשואה שהניבה השקעה בחברות מעשירונים שונים (לפי שווי שוק), וכן התשואה שחזה לחברות אלה מודל ה-CAPM, לאורך השנים 2008-1926



ואלו הם הנתונים שהציג Lu:

עשירון (במונחיגודל)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
תשואה ממוצעת	17.36%	14.79%	14.52%	14.37%	13.68%	13.22%	12.75%	12.16%	11.66%	10.14%
סטיית תקן	35.46%	30.86%	28.39%	26.58%	25.08%	23.68%	22.77%	21.82%	20.24%	17.80%
ביטא	1.46	1.40	1.34	1.27	1.25	1.20	1.16	1.13	1.05	0.93
תשואה עודפת	3.39%	1.21%	1.37%	1.70%	1.21%	1.08%	0.85%	0.53%	0.54%	-0.10%

הפרמיה מעל התשואה החזויה נמצאת במגמת עלייה ככל שמדובר בעשירון תחתון יותר, ולמעשה, השקעה בעשירון התחתון ביותר הניבה בממוצע תשואה גבוהה ב-3.4% מעל התשואה שחזה מודל ה-CAPM לאותו עשירון. עם זאת, רצוי לזכור כי במחקרים המפורסמים לאחרונה עולה כי התוצאות הללו אינן מובהקות ברוב המחקרים שנעשו בנושא הרווח בר-סמך (ברמת מובהקות של 95%), של כל העשירונים לרבות קו ה-SML.

פרמיית סיכון נפרדת בעבור חברות קטנות

החל משנות השמונים של המאה העשרים מחקרים אמפיריים הראו שלגודל החברה יש השפעה על התשואה הצפויה (והממוצעת) של החברה – ככל שהחברה קטנה יותר כך בממוצע היא תניב תשואה גבוהה יותר. ממצא זה כשלעצמו אינו עומד בסתירה למודל ה-CAPM, מכיוון שייתכן כי לחברות קטנות יש סיכון שיטתי גבוה יותר (המתבטא בבטא גבוהה יותר) ולכן תוחלת תשואה גבוהה יותר. מנגד, מחקרים אמפיריים החל משנות התשעים של המאה הקודמת הראו כי התשואה הגבוהה לחברות קטנות היא "עודפת" על מודל ה-CAPM, כלומר, איננה מוסברת על ידי המודל. במילים אחרות, המחקרים הראו כי תוקפו של מודל ה-CAPM הולך ונחלש ככל שהוא מיושם בהקשר של חברות קטנות יותר. כדי לפצות על "פרמיית הגודל" - התשואה העודפת מעל זו שחזה מודל ה-CAPM - אקדמאים ואנליסטים החלו לתהות אם יש צורך לנקוב בפרמיית סיכון נוספת בעבור חברות קטנות מעבר לתוחלת התשואה שחזה בהקשרן המודל? יש הסבורים שכן, וכי יש ליישם זאת רק כאשר מדובר בחברות הנמצאות בעשירון התחתון מבחינת שווי השוק שלהן, מאחר שהביסוס לשימוש בפרמיית הגודל הולך ונחלש ככל שנתקדם בעשירונים. לכן התשובה למעשה תלויה בזהות המשקיע השולי. למשל, אפשר להוסיף פרמיית סיכון למחיר ההון העצמי של חברה ישראלית בינונית-גדולה אם אנחנו סבורים שהמשקיע השולי בה הוא משקיע מבוזר גלובלי, מאחר שהיא יכולה להיחשב בעיניו לחברה קטנה יחסית. אבל, אם לחלופין מניחים שהמשקיע השולי הוא מקומי, קשה יהיה לומר כי החברה תיחשב בעיניו לקטנה.

הפרמיה המקובלת בעבור צורך כזה נעה בין 2.5% ל-4%, ומשתנה בהתאם למחקרים עדכניים והאופן שבו נמדדה התשואה העודפת (בפרקטיקה בישראל נהוג לצטט את הפרסומים של חברת Ibbotson). בגרף הבא מוצגות התשואות העודפות הממוצעות שהשיגו חברות על פני התשואה שצפה להן מדד ה-CAPM, מסווגות לפי העשירון שאליו הן שייכות מבחינת שווי שוק.

מקור: המדריך להערכת שווי חברות; בן חורין, יוסף, מופקדי; הוצאות דיונון-פרובוק (יוני 2013).