



פרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי: מה התשואה העודפת של שוק המניות בישראל על התשואה לפדיון של אג"ח ממשלתי ארוך טווח? מעריך השווי המוערך האקטואר רועי פולינר בדק את התשואה העודפת השנתית הממוצעת של שוק המניות הישראלי על שוק האג"ח לטווח ארוך.

להלן תמצית החישוב שביצעתי:

שנה	שיעור התשואה הראיית השנתית של מדד ת"א 125	שיעור הריבית הראיית השנתית חסרת הסיכון	שיעור התשואה העודפת הראיית השנתית
2025	47.07%	2.18%	44.88%
2024	24.57%	2.07%	22.50%
2023	1.08%	1.78%	-0.70%
2022	-16.23%	1.10%	-17.34%
2021	27.57%	0.02%	27.54%
2020	-2.33%	0.33%	-2.66%
2019	20.54%	0.69%	19.85%
2018	-3.06%	1.87%	-4.93%
2017	5.97%	1.44%	4.52%
2016	-2.29%	1.45%	-3.74%
2015	3.06%	1.55%	1.51%
2014	6.94%	1.59%	5.34%
2013	13.07%	2.46%	10.61%
2012	5.49%	2.44%	3.05%
2011	-21.76%	2.93%	-24.69%
2010	11.95%	2.85%	9.10%
2009	81.68%	3.56%	78.12%
2008	-52.93%	3.61%	-56.54%
התשאה העודפת הממוצעת הראיית השנתית	6.47%		

הערה: שווי פנימי הינה גורם מצטט מוכר בישראל המפיק מדי שבוע 4 מטריות ריביות (מטריצה שקלית נומינלית, מטריצה שקלית ריאלית, מטריצה דולרית נומינלית בישראל ומטריצה יורו נומינלית בישראל). כל מטריות ריביות מורכבת מוקטור ריביות חסר סיכון בישראל ועוד 24 וקטורי ריביות בדיורגי אשראי לפי סולם הדיורג של "מעלות", למח"מים של בין 0.25 שנה ל- 25 שנה, בקפיצות של 3 חודשים. שווי פנימי פיתחה לפני 16 שנה מתודולוגיה ייחודית לבניית עקומי תשואות להיוון תזרימי המזומנים של מכשירים (נכסים והתחייבויות) פיננסיים בכלל ולהתחייבויות פנסיוניות בפרט, מתודולוגיה אשר אושרה הן על ידי הרשות לניירות ערך והן על ידי משרדי ה-BIG4.

להלן תמצית החישוב שביצעתי:

שנה	שיעור התשואה הנומינלית השנתית של מדד ת"א 125	שיעור הריבית הנומינלית השנתית חסרת הסיכון	שיעור התשואה העודפת הנומינלית השנתית
2025	50.96%	4.71%	46.25%
2024	28.61%	5.04%	23.56%
2023	4.07%	4.84%	-0.77%
2022	-11.82%	3.79%	-15.61%
2021	31.15%	2.07%	29.08%
2020	-3.01%	2.04%	-5.05%
2019	21.27%	2.20%	19.07%
2018	-2.29%	3.72%	-6.00%
2017	6.39%	3.16%	3.23%
2016	-2.49%	3.45%	-5.93%
2015	2.03%	3.57%	-1.54%
2014	6.73%	3.62%	3.11%
2013	15.12%	4.93%	10.19%
2012	7.21%	5.09%	2.12%
2011	-20.06%	5.43%	-25.49%
2010	14.93%	5.61%	9.32%
2009	88.80%	6.32%	82.48%
2008	-51.14%	5.92%	-57.06%
התשאה העודפת הממוצעת הנומינלית השנתית	6.16%		

אז מה קיבלנו? קיבלנו שפרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי שנאמדה על ידי כפער השנתי ההיסטורי הממוצע בין התשואה הראיית השנתית של מדד תל-אביב 125 בבורסה בתל אביב לבין שיעור הריבית הראיית חסרת הסיכון בשוק, כמוגדר לעיל, הסתכמה ב- 6.47%. ותחת ההנחה שהעבר מייצג ושפרמיית הסיכון ההיסטורית בשוק ההון הישראלי שווה ל- 6.47%, מכאן שגם פרמיית הסיכון העתידית בשוק ההון הישראלי שווה ל- 6.47%. **סיכום ביניים: קיבלנו פרמיית סיכון אחת של 6.16% ופרמיית סיכון שנייה של 6.47%. הממוצע שלהן עומד על 6.32%.**

דרך ג': פרמיית הסיכון הנקובה במחקר של פרופ' אסואות' דומדארן מאוניברסיטת NYU מבצע מדי חצי שנה מחקר אודות פרמיית הסיכון במדינות שונות בעולם.

מחקר שפרסם פרופ' דומדארן ב- 5 בינואר 2026 באתר Damodar Online תחת הכותרת "Country Default and Risk Premium Spreads" עולה שפרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי בשנת 2025 נאמדה ב- 6.30%.

נעיר כי בישראל אין פרסום בעל תוקף מחייב לפרמיית הסיכון הנדרשת בשוק ההון הישראלי, מלבד גילוי דעת (SFVS) מספר 4 של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) שכותרתו "קביעת רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון (Rm - Rf) ורכיב פרמיית הסיכון המדינה לצורך חישוב עלות ההון העצמי (Ke)". גילוי דעת זה קובע כי על מעריך השווי בישראל לעשות שימוש בפרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי המצוטטת על ידי פרופ' דומדארן. יחד עם זאת, מאחר ודומדארן מצטט שתי פרמיות שונות עבור כל מדינה, גילוי הדעת קובע כי יש להשתמש בפרמיית הסיכון של דומדארן המבוססת על שיטת Through-the-Cycle חלף פרמיות הסיכון של דומדארן המבוססת על שיטת Point-in-Time.

דרך ד': מקורות נוספים
האקטוארים פולינר ודקל נוקבים בספרם "המדריך למעריכי שווי תאגידים" (2025) בפרמיה של 6.33% וזאת בהתבסס על נתוני שוק ההון בישראל לשנים 2004-2024. לעומת זאת, וועדת מומחים שמונתה לצורך קביעת הפיצוי שמקנה חוק יישום תוכנית ההתנתקות לשנים 2005-2005 לבעלי עסקים באזורים המתגפים אמדה, בחודש פברואר 2005, את פרמיית הסיכון של שוק ההון הישראלי בכ- 6.7% וזאת בהתבסס על נתוני שוק ההון בישראל לשנים 1990-2002.

לסיכום
פרמיית הסיכון הנקובה בספרם של האקטוארים פולינר ודקל בשיעור של 6.33% עולה בקנה אחד הן עם פרמיית הסיכון הנקובה במחקרו של פרופ' דומדארן (6.30%) והן עם ממוצע פרמיות הסיכון שחושבו על ידי במאמר זה (6.32%). לפיכך, פרמיית סיכון הנקובה בספרם של האקטוארים בשיעור של 6.33% משקפת באופן נאות את מרכיבי הריביות הגלומים בהשקעה בנכס (מניה, אג"ח, אופציה, נכס נדל"ן) ישראלי.

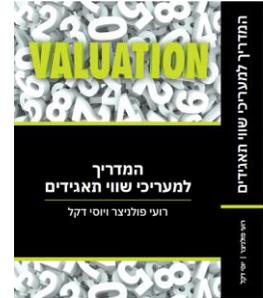
שווי פנימי הינה היא פרמית הערכות שווי המספקת שירותי ייעוץ כלכלי הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים, לצרכי עסקאות, לצרכי מס, לצרכי דיווח כספי ולצרכים משפטיים. בנוסף, שווי פנימי הינה גורם מצטט מוכר איכותי המספק עקומי היוון במחיר הוגן וסביר.

אחת הדרכים המקובלות למדוד את תוחלת התשואה (תוחלת פירושה חזוי או צפוי) על נכס מסוים היא באמצעות מודל ה-CAPM. למרות שמדובר במודל בן 62 שנה (שעשרות דוקטורים למימון קיבלו את הדוקטורט שלהם על ידי זריקת בוך על המודל), הוא עדיין נלמד באוניברסיטאות בכל העולם במסגרת התואר הראשון והשני בכלכלה/מנהל עסקים. השאלה המתבקשת היא מדוע מודל ישר, שאב לא מצליח לנבא את התשואות שהתממשו בפועל בשוק, עדיין נלמד באוניברסיטאות? התשובה: כי עדיין לא הוצג מודל שיכול להחליף את ה-CAPM כמודל בסיסי (למרות שמאז קמו הרחבות ושיפורים למודל כגון: ה-Modified CAPM או איבטסון, מודל הבניה מלמטה, מודל 3 הגורמים של פאמה-פרנץ' ועוד). על פי מודל ה-CAPM שיעור התשואה הצפוי ממניה (מאג"ח) או מכל נכס פיננסי או לא פיננסי) כלשהי שווה לשיעור הריבית חסרת הסיכון, בתוספת פרמיית סיכון פרופורציונלית לרמת הסיכון של המניה (כאמור, ה-CAPM לא נועד רק למניות אלא לכל הנכסים המנביים בעולם, כגון: אג"ח, אופציות, מטבעות קריפטו, נדל"ן ועוד).

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times E(R_m - R_f)$$

$E(R_i)$: שיעור תשואה נדרש על מניה
 R_f : שיעור תשואה נדרש על מניה
 β_i : פרמיית סיכון פרופורציונלית לרמת הסיכון של המניה i

הסבר מלא של המודל חורג ממסגרת מאמר זה. המחשה ברורה של השימוש בו ניתן למצוא בספרי "המדריך למעריכי שווי תאגידים" (2025) שנכתב בשיתוף עם האקטואר יוסי דקל.



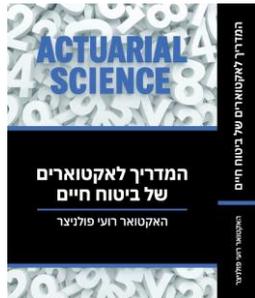
אז מה קיבלנו? קיבלנו שפרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי שנאמדה על ידי כפער השנתי ההיסטורי הממוצע בין התשואה הנומינלית השנתית של מדד תל-אביב 125 בבורסה בתל אביב לבין שיעור הריבית הנומינלית חסרת הסיכון בשוק, כמוגדר לעיל, הסתכמה ב- 6.16%. ותחת ההנחה שהעבר מייצג ושפרמיית הסיכון ההיסטורית בשוק ההון הישראלי שווה ל- 6.16%, מכאן שגם פרמיית הסיכון העתידית בשוק ההון הישראלי שווה ל- 6.16%.

דרך ב': פרמיית הסיכון הראיית השנתית ב- 17 השנים האחרונות

הטכניקה השנייה שבה בחרתי על מנת לייצר אומדן אמפירי לפרמיית הסיכון העתידית ארוכת הטווח בישראל היא על ידי אמידת הפער השנתי ההיסטורי הממוצע בין התשואה הראיית השנתית של מדד תל-אביב 125 בבורסה בתל אביב (כאומד לתק השוק בישראל) לבין שיעור הריבית הראיית חסרת הסיכון בישראל.

התשואות הראיית השנתיות של מדד תל-אביב 125 נאמדו על ידי באמצעות הפעלת נוסחת Fisher (1930) על וקטור התשואות הנומינליות השנתיות של מדד תל-אביב 125 ווקטור שיעורי האינפלציה השנתיים בישראל. הסבר מלא של המודל חורג ממסגרת מאמר זה. המחשה ברורה של השימוש בו ניתן למצוא בספרי "המדריך לאקטוארים של ביטוח חיים" (2025).

התשואות הראיית השנתיות של מדד תל-אביב 125 נאמדו על ידי מתוך סדרת נתונים עתית (time-series) של מדד הנעילה של מדד תל-אביב 125 (המקור: אתר הבורסה לני"ע בתי"א). שיעור הריביות הנומינליות חסרות הסיכון בישראל נאמדו על ידי על בסיס שיעור התשואה שנגזרו מעקומי תשואות נומינליים (סקליים/לא צמודים) עבור סיכון (RF) בישראל (המקור: "שווי פנימי").



משעה שהבנו שכל המודלים המימוניים לאמידת התשואה הצפויה על נכס זה ורסיה כזו או אחרת של מודל ה-CAPM, הבה ונתמקד באחד הרכיבים שלא רק מעניין מעריכי שווי (שנכסים), של נכסים בלתי מוחשיים ושל מכשירים פיננסיים מורכבים), אלא גם אנשי ויעצי השקעות, מנהלי תיקים, אקטוארים פיננסיים (של סיכונים שוק ושל סיכונים השקעות), אנשי ניהול סיכונים, מתקפי מודלים ועוד. מדובר בפרמיית הסיכון: $E(R_m - R_f)$.

דרך א': פרמיית הסיכון הנומינלית השנתית ב- 17 השנים האחרונות

הטכניקה הראשונה שבה בחרתי על מנת לייצר אומדן אמפירי לפרמיית הסיכון העתידית ארוכת הטווח בישראל היא על ידי אמידת הפער השנתי ההיסטורי הממוצע בין התשואה הנומינלית השנתית של מדד תל-אביב 125 בבורסה בתל אביב (כאומד לתק השוק בישראל) לבין שיעור הריבית הנומינלית חסרת הסיכון בישראל.

ההנחה בבסיס שיטה זו היא כי ניסיון העבר יחזור על עצמו, וכי ex-post פרמיית הסיכון בשוק היא מדד טוב לפרמיית הסיכון בשוק העתידית. מחד גיסא, ככל שנבחר יותר תצפיות לצורך אמידת סטיית התקן, נשיג דיוק רב יותר, אך כנגד זאת תצפיות כה רבות יכולות שלא לשקף את התנאים הכלכליים העתידיים. לפיכך, בחרתי להתבסס על 17 השנים האחרונות כי רציתי לכלול נתונים מתקופת משבר האשראי של שנת 2008.

התשואות הנומינליות השנתיות של מדד תל-אביב 125 נאמדו על ידי מתוך סדרת נתונים עתית (time-series) של מדד הנעילה של מדד תל-אביב 125 (המקור: אתר הבורסה לני"ע בתי"א). שיעור הריביות הנומינליות חסרות הסיכון בישראל נאמדו על ידי על בסיס שיעור התשואה שנגזרו מעקומי תשואות נומינליים (סקליים/לא צמודים) עבור סיכון (RF) בישראל (המקור: "שווי פנימי").